

HANDELHØGSKOLEN VED UNIVERSITETET I STAVANGER

Våren 2013



Universitetet
i Stavanger

Masterutredning i fordypningsområdet:

Økonomisk Analyse

Veileder:

Førsteamanuensis Gorm Kipperberg, Handelshøgskolen ved UiS

Analyse og verdivurdering av Marine Harvest ASA



av

Pål Eidsvåg

Henrik Neirama

Standard forside



Universitetet
i Stavanger

DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Økonomisk analyse

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Analyse og verdivurdering av Marine Harvest ASA

ENGELSK TITTEL:

Analysis and Valuation of Marine Harvest ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

215400

215409

Navn:

Pål Eidsvåg

Henrik Neirama

VEILEDER:

Gorm Kipperberg

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2013

Underskrift administrasjon:.....

SAMMENDRAG

Formålet med denne oppgaven er å verdsette det børsnoterte lakseoppdrettselskapet Marine Harvest ASA pr 2.4.2013.

Oppgaven starter med en kort beskrivelse av selskapet og bransjen det opererer i. Videre går vi over til selve analysedelen. Analysedelen er delt opp i to. Først tar vi for oss den strategiske analysen. Her kartlegger vi de interne og eksterne ressursene som kan ha noe å si for verdsettelsen. Den andre delen er regnskapsanalysen. Her ser vi nærmere på selskapets risiko og lønnsomhet de siste fem årene og sammenligner nøkkeltallene opp mot andre selskaper i bransjen.

Funnene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen tar vi med oss og legger til grunn i utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet. Dette skaper grunnlaget for den frie kontantstrømmen til totalkapitalen, som brukes til å beregne den estimerte prisen pr. aksje. Pr 2.4.2013 så stod aksjen på Oslo Børs i 5,53 NOK, og vår verdsettelse gir en estimert verdi pr. aksje på 7,01 NOK. For å kvalitetssikre verdsettelsen så har vi gjort en komparativ verdsettelse og en sensitivitetsanalyse, før vi helt til slutt konkluderer med at selskapet er underpriset i markedet og anbefaler kjøp av aksjen.

FORORD

Denne masteroppgaven er vår avslutningsoppgave i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen ved Universitet i Stavanger 2013.

Selv om fordypningsområdet vårt har vært økonomisk analyse så har vi valgt en litt typisk anvendt finans oppgave, nemlig en analyse og verdsettelse av Marine Harvest ASA. Dette har vi gjort siden vi føler at det er en så bred og krevende oppgave at vi kan trekke inn litt av alt det vi har lært gjennom vår økonomi studie.

Grunnen til at vi valgte nettopp Marine Harvest ASA er fordi det er verdens største produsent av atlantisk laks. Fiskeoppdrett er en bransje som er sterkt preget av varierende etterspørsel og volatile laksepriser. Derfor synes vi det ville vært utfordrende og spennende å finne den faktiske verdien pr aksje på selskapet. Oppgaven er i sin helhet basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Til slutt vil vi gjerne takke vår veileder Gorm Kipperberg som viste oss tillit med å gi oss stor frihet med oppgaven.

INNHALDSFORTEGNELSE

SAMMENDRAG	III
-------------------	------------

FORORD	IV
---------------	-----------

1 INNLEDNING	4
---------------------	----------

1.1 HISTORIE	4
1.1.1 PAN FISH ASA	4
1.1.1.1 Fjord Seafood ASA	5
1.1.1.2 Marine Harvest N.V	5
1.2 ORGANISASJON	6
1.2.1 GROUP MANAGEMENT OG STYRET	6
1.3 PRODUKTET	7
1.3.1 PRODUKSJONSSYKLUS	8
1.3.2 INNSATSAKTORER	9
1.4 HAVBRUKSNÆRING	10
1.4.1 MARKEDET FOR OPPDRETTLAKS	11
1.4.2 MARKEDSUTSIKTENE FOR OPPDRETTLAKS	12
1.4.3 HISTORISK AKSJEKURSUTVIKLING	13

2 VERDSETTELSESMETODER	15
-------------------------------	-----------

2.1 BALANSEBASERTE METODER (ASSET BASED VALUATION)	15
2.2 KONTANTSTRØMMODELLER (DISCOUNTED CASHFLOW MODELS)	16
2.3 KOMPARATIV VERDSETTELSE (RELATIVE VALUATION)	17
2.4 OPSJONSBASERTE MODELLER (CONTINGENT CLAIM MODELS)	18
2.5 VALG AV VERDSETTELSESMETODE	18
2.6 RAMMEVERK FOR VERDSETTELSE	19

3 STRATEGISK ANALYSE	20
-----------------------------	-----------

3.1 EKSTERNANALYSE	21
3.1.1 TEORI AV PORTERS 5 KONKURRANSEKREFTER	21
3.1.2 KUNDENES FORHANDLINGSSTYRKE	23
3.1.3 LEVERANDØRENE FORHANDLINGSSTYRKE	25
3.1.4 TRUSLER FRA FREMTIDIGE KONKURRENTER	28
3.1.5 TRUSLER FRA NÆRE SUBSTITUTTER	31
3.1.6 KONKURRANSESITUASJON	34
3.2 INTERNANALYSE	37
3.2.1 KIKK- MODELLEN	38
3.2.2 ANVENDELSE AV KIKK	39
3.2.2.1 Kostnadsstruktur	39
3.2.2.2 Innovasjon	40
3.2.2.3 Kvalitet	42
3.2.2.4 Kundeorientering	42
3.2.3 SVIMA - RESSURSANALYSE	43
3.2.4 ANVENDELSE AV SVIMA	44
3.2.4.1 Produksjonskapasitet	45
3.2.4.2 Innovasjon – menneskelige ressurser - kapital	45
3.2.4.3 Samarbeid med Nofirma	46
3.3 RISIKOFAKTORER	47

3.3.1	FINANSIELL RISIKO	47
3.3.1.1	Rømming av laks	47
3.3.1.2	Biologiskrisiko	48
3.4	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE	50
4	REGNSKAPSANALYSE	52
4.1	ANALYSE AV RISIKO	52
4.1.1	LIKVIDITETSANALYSE	52
4.1.2	SOLIDITETSANALYSE	54
4.2	OMGRUPPERING AV BALANSEN	57
4.3	ANALYSE AV LØNNSOMHET	59
5	AVKASTNINGSKRAVET	62
5.1	KAPITALVERDIMODELLEN - CAPM	62
5.1.1	EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV	62
5.1.1.1	Beta	63
5.1.1.2	Risikofri rente	64
5.1.1.3	Markedets risikopremie	64
5.1.1.4	Småbedriftspremie	65
5.2	TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV - WACC	66
5.2.1	GJELDENS AVKASTNINGSKRAV	67
6	FREMTIDSREGNSKAPET	68
6.1	OPERASJONELLE DRIFTSINNTEKTER	68
6.1.1	VOLUM	69
6.1.2	PRIS	69
6.1.3	MH VAP	70
6.2	VAREKOSTNAD	70
6.3	LØNNS- OG PERSONALKOSTNADER	71
6.4	ANDRE DRIFTSKOSTNADER	71
6.5	SKATT	72
6.6	NETTO ARBEIDSKAPITAL	73
6.7	INVESTERINGER	73
7	VERDSETTELSE AV MARINE HARVEST	75
8	SENSITIVITETSANALYSE	77
8.1	WACC	77
8.2	LAKSEPRIS	78
8.3	VAREKOSTNADER	78
8.4	VOLUM	79
8.5	OPPSUMMERING	79
9	KOMPARATIV VERDSETTELSE	80
10	KONKLUSJON	81
11	LITTERATURLISTE	82
11.1	BØKER	82
11.2	RAPPORTER	82
11.3	INTERNETT KILDER	83

12 VEDLEGG	84
12.1 VEDLEGG 1 REGSKAPSANALYSE	84
12.2 VEDLEGG 2 FINANSIELL GJELD	85
12.3 VEDLEGG 3 SENSITIVITETSANALYSE	86
12.4 VEDLEGG 4 KOMPARATIV ANALYSE	87

1 INNLEDNING

Formålet med denne masteroppgaven er å verdsette lakseoppdrettsselskapet *Marine Harvest pr. 2.4.2013*, og gi vår salg/kjøp anbefaling av aksjen.

For å gi en troverdig anbefaling så er det viktig at vi gjør en skikkelig jobb når det kommer til å analysere selskapet og tolke de resultatene som vi kommer frem til.

Før vi begynner med analysene så vil vi først gi en liten innsikt i selskapet og bransjen for øvrig. Videre vil vi gå gjennom ulike verdsettelsesteorier. Etter den korte presentasjonen av de ulike verdsettelsesteoriene vil vi presentere rammeverket for verdsettelsen.

1.1 Historie

Marine Harvest ASA er et resultat av en fusjon som tok sted 29. desember 2006. Den dagen kjøpte Pan Fish ASA opp både Marine Harvest N.V og Fjord Seafood ASA. Per i dag har konsernet hovedkontoret i Bergen og opererer i mer enn 22 land. Marine Harvest ASA (MHG) er notert på Oslo Børs (OBX index).

Marine Harvest er en verdensledende bedrift innenfor sjømat og verdens største produsent av oppdrettslaks. Selskapet tilbyr sine kunder både oppdretts og bearbeidet sjømat, som blir distribuert til mer enn 50 land verden rundt.

I de neste tre avsnittene skal vi forklare kort hvilke selskaper som dannet seg til Marine Harvest ASA. Informasjon er hentet fra Marine Harvest sin nettside¹. Marine Harvest Group vil fra nå av bli referert til som MHG.

1.1.1 Pan Fish ASA

Pan Fish Holding AS ble etablert i 1992 av Arne Nore. Selskapet hadde en strategi å ekspandere seg gjennom oppkjøp av oppdrettsanlegg i innland og utland. I 1992 kjøpte selskapet flere oppdrettsanlegg i Canada og Norge. I 1996 fortsatte selskapet å ekspandere gjennom oppkjøp av småbedrifter i Skottland. Deretter gjennomførte Pan Fish flere oppkjøp i både Frankrike og Norge. I 1997 ble Pan Fish ASA notert på Oslo

¹ www.marineharvest.com

² <http://helsedirektoratet.no/folkehelse/ernering/kostholdsrad/Documents/oppsummering->

Børs. Strategien krevde mye kapital og i utgangen av 2001, når markedsprisen på laks kollapset, fikk selskapet store økonomiske problemer. I 2002 gikk selskapet gjennom en stor refinansiering av drift som blant annet inkluderte oppsigelse av hele styret og administrerende direktør Arne Nore og i tillegg måtte selskapet selge eiendeler for å tilbakebetale kreditorer. I slutten av 2001 var den totale gjelden mer enn 4,7 milliarder kroner. Etter refinansiering og restrukturering ble selskapet lønnsomt igjen i 2005. I 2005 overtok John Fredriksen gjennom Gevaran Trading Ltd. 47 % av selskapet. I 2006 kjøpte Pan Fish oppdrettsselskapet Marine Harvest fra Nutreco og Stolt-Nielsen, Fjord Seafood og smoking anlegg i Frankrike fra Kritsen. Etter oppkjøpene la styret selskapene inn under Pan Fish som per i dag heter Marine Harvest.

1.1.1.1 Fjord Seafood ASA

Torgnest Invest stiftet selskapet i 1996 som hovedsakelig drev et enkelt oppdrettsanlegg i Brønnøysund. Selskapet hadde en aggressiv strategi å ekspandere i markedet gjennom oppkjøper og fusjoner. Likt som med Pan Fish møtte selskapet store problemer i slutten av 2001. Selskapet hadde blant annet problemer med å nedbetale gjeld til kreditorer. Selskapet var nær med å kollapse totalt men klarte, takket være noen store aksjonærer, å redde selskapet (Bailout). Fjord Seafood stabiliserte sin finansielle posisjon gjennom kostnadsreduserende tiltak og restrukturering av drift.

1.1.1.2 Marine Harvest N.V

Allerede i 1965 ble navnet Marine Harvest brukt for første gang i Lochailort, Skottland av Unilever, der selskapet utviklet dyrkingsmetoder på et forskningsanlegg. Året 1965 var starten for Atlanterhavets lakseoppdrett. I 1992 kjøpte amerikanske McConnell Salmon selskapet men etter 7 år bestemte selskapet seg for å selge Marine Harvest og konsentrere seg om sin kjernevirksomhet. I 1999 fant McConnell en kjøper til selskapet da det nederlandske baserte selskapet Nutreco kjøpte selskapet og la Marine Harvest til sin fiske mat og lakseoppdrett enhet. Nutreco prøvde å ekspandere i markedet med å kjøpe Hydro Seafood men ble stoppet av Storbritannia Competition Commission. Salget av Hydro Seafood ble til slutt godkjent men avtalen inkluderte ikke Hydro Seafoods skotske eiendeler. I 2005 fusjonerte Nutreco med

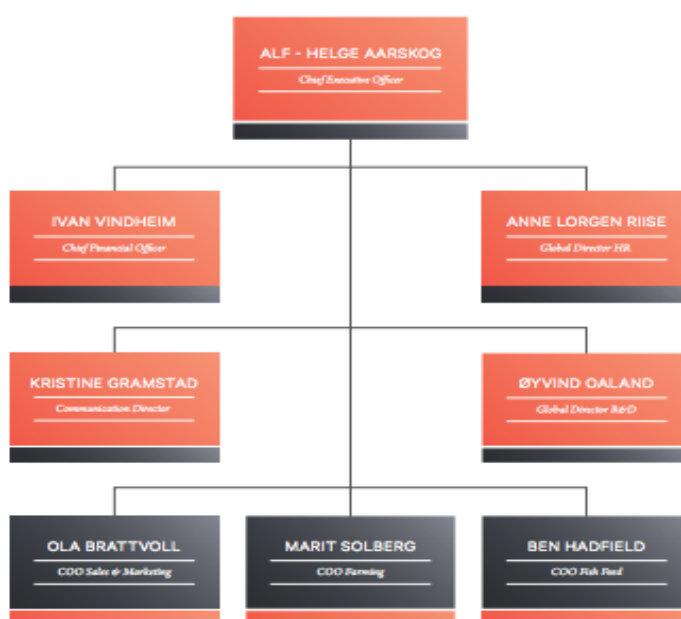
Stolt-Nielsen, og etablerte et nytt selvstendig selskap som fikk navnet Marine Harvest.

1.2 Organisasjon

I 2011 innførte konsernet omorganisering av selskapets struktur, fra en geografisk struktur til en funksjonell struktur. Før var hver oppdrettsenhet ansvarlig for sitt eget salg og oppdrett. Etter endringen er salg og markedsføring og oppdrett skilt i to forretningsområder:

- Oppdrett
- Salg og markedsføring

Målet med endringen var å maksimere den samlede verdiskapningen i konsernet med å bruke tilgjengelige kompetanse best mulig måte i alle forretningsområder.



Figur 1-1 Group management

1.2.1 Group Management og styret

Konsernledelsen består av flere personer med lang erfaring i fiskenæringen. De fleste har jobbet i flere titalls år i bransjen og generert seg erfaring og kunnskap som er gull verdt for selskapet. Pr i dag er Alf-Helge Aarskog konserndirektør og Ole-Eirik Lerøy styrets leder. Alf-Helge Aarskog har vært CEO i Lerøy Seafood Group ASA og produksjonssjef i Fjord Seafood ASA. Ole-Eirik Lerøy var styreleder i

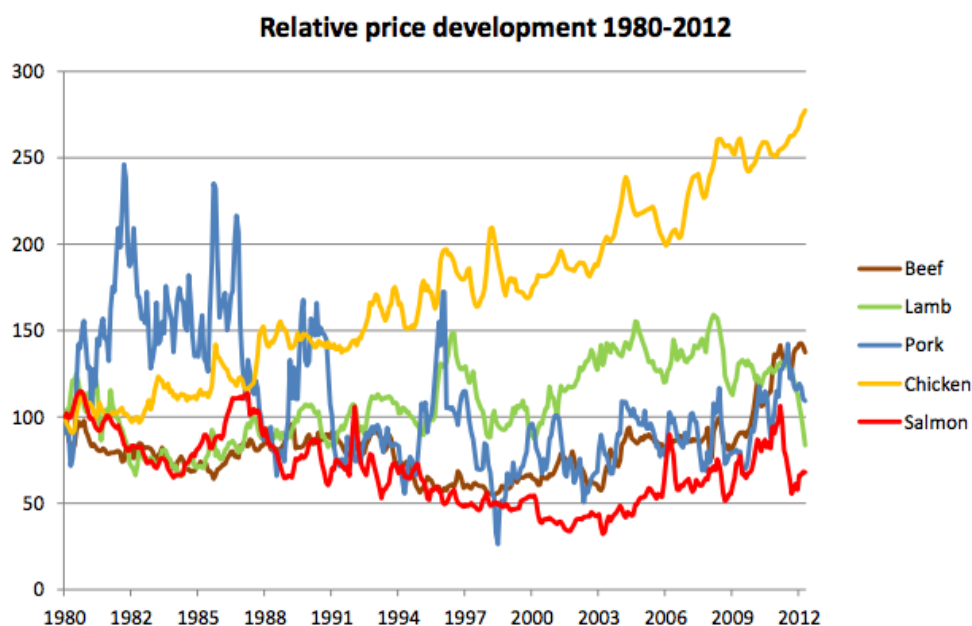
fiskerifamiliebedrift Lerøy Seafood Group fra 1991 inntil han solgte seg ut av selskapet i 2008. Fra 2010 har han vært styreformann i Marine Harvest. Videre har selskapets CFO, Ivan Vindheim lang erfaring fra finans blant annet fra Lerøy Seafood Group ASA og Rolls-Royce Marine AS.

1.3 Produktet

Marine Harvest tilbyr over 1 000 sjømat produkter i 50 forskjellige varianter. Fra de mest tradisjonelle fersk og frossen laks til mindre tradisjonell «ready-to-eat» produkter. Laksen er en fet fisk og har mange innholdstoffer som vitamin A og D, omega 3-fettsyrer, selen og jod.

I følge Helsedirektoratet² har forskning vist seg at fisk og fiskeolje sannsynligvis vil bidra til å redusere faren for både kar- og hjertesykdommer. Videre har forskningen vist seg at fisk og innholdstoffene reduserer risikoen for å få ulike typer kreft.

“Seafood does not only taste good - it is also good for your mental and physical health. The presence of vitamins, minerals and essential fatty acids, makes seafood a healthy choice.”³



Source: International Monetary Fund, Marine Harvest, Norwegian Seafood Council

Figur 1-2 Salmon farming industry handbook 2012

² <http://helsedirektoratet.no/folkehelse/ertering/kostholdsrad/Documents/oppsummering-kostrad.pdf>

³ <http://www.marineharvest.com/no/Seafood--Health1/Seafood--Health/>

Med noen få unntak viser Kontali analyse (2012) at i en periode over ti år har laksen kostet mindre i realtermer enn i 1980. Laksemarkedet har hatt en kraftig økning i etterspørsel ikke bare på grunn av dens helsemessige gevinster, men også på grunn av prisutviklingen. Prisen har hatt en relativt lavere prisutvikling enn den totale økonomiske prisutviklingen

1.3.1 Produksjonssyklus

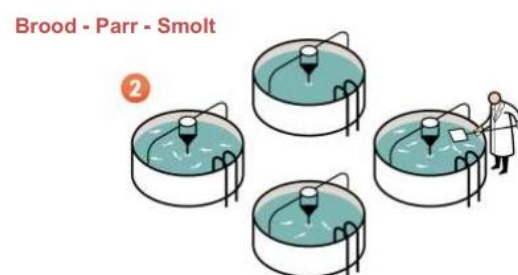
Laksens livssyklus har mange forskjellige stadier. Livssyklusen begynner i ferskvann og går deretter gjennom mange utviklingsstadier før den havner i sluttmarkedet.

Stamfiskene velges etter vekt, farge på fiskekjøttet, immunforsvar og førutnytting. Før rogn legges til klekking i kar, styrkes rogn fra hunnlaksen og befruktes med melk fra hanlaksen. Etter befruktningen legges rogn til klekking i kar der rogn kan vokse i omtrent 60 dager, avhengig av vanntemperatur. Klekking må ha en god vannsirkulasjon og vannet må være ca. 8 °C.



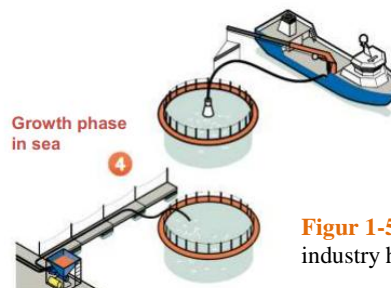
Figur 1-3 Salmon farming industry handbook 2012

Etter livssyklusens første fase flyttes yngelen fra klekking til større kar, og etter omtrent 4-6 uker begynner laksen å ta form. I denne fasen er vaksinerings og sortering viktig. Flytteklar laks kalles for smolt, og det tar omtrent 10-16 måneder i ferskvannstanker før fisken kan flyttes til merder i sjøen. De siste to månedene vil yngelen tilpasses til livet i sjøen.



Figur 1-4 Salmon farming industry handbook 2012

Smoltfisert laks er klar for å vokse videre i saltvann, og fraktes fra land i ferskvannstanker til merder i sjøen. Laksen vokser i merder i omtrent 14 til 22 måneder og blir ca. 4.5 – 5.5kg. Laksenes helsetilstand og liv i anlegget blir overvåket slik at kvaliteten holder standardene



Figur 1-5 Salmon farming industry handbook 2012

som selskapet og myndighetene har satt. Totalt vokser laksen omtrent 24-40 måneder før den kan slaktes, avhengig av vann temperatur. Jo kaldere vann, jo lengre tid vil det ta før slaktingen.

Når laksen har oppnådd ønsket størrelse fraktes den til slakteri med brønnbåt. Før slakting blir laksen bedøvet. Slaktingen skjer i selskapets moderne anlegg verden rundt, der krav til hygiene og kvalitet er satt til det ytterste. Videre når slakting, filetering og sløyting er gjort, pakkes laksene i is og fraktes via distribusjonskanalene til kunder.



Figur 1-6 Salmon farming industry handbook 2012

1.3.2 Innsatsfaktorer

Markedet for egg er internasjonalt, og de største norske leverandørene målt med volum er Fanad Fisheries Ltd, Salmobreed AS og Aquagen AS. Leverandørene kan enkelt tilpasse volumet etter etterspørsel fra markedet, som gjør at leverandørene er svært fleksible til markedssvingninger. Dette gjør at selskapene i bransjen kan tilpasse produksjonen til enhver tid.

I 2011 var mer enn 2 900 ansatt i laks- og ørretindustrien i Norge, og omtrent 5 800 var direkte ansatt i havbruk. I følge statistikk var det ca. 2 100 ansatt i laksindustrien i Skottland og 2 500 i Canada. I Chile har antall ansatte i fiskeindustrien vært desidert høyest, men etter ISA-viruset i 2008 har antallet blitt redusert noe. I 2011 var antall ansatte i havbruket estimert til rundt 18 000. Lønnskostnadene og produksjonsvolumene varierer en del i mellom landene. I Norge er lønnskostnadene høyest mens i Chile er de lavest. I de siste ti år har mye av produksjonen blitt automatisert og for tiden utgjør lønn en liten andel av de totale kostnadene. Automatisering er dratt lengst i Norge mens i Chile er det lite automatisering.

Elektrisitet brukes mest i begynnelsen og i slutten av produksjonen. I begynnelsen brukes elektrisitet til å regulere vanntemperatur og sirkulere vannet i ferskvannstanker. En del av strømmen brukes naturligvis til slakting og prosessering.

I Norge utgjør strømkostnadene omtrent 8-10 % av smoltkostnadene og 3-5 % av slaktekostnadene.

Sjøvannstemperaturen er veldig viktig for laksens livssyklus. Den optimale temperaturen for oppdrettslaks ligger mellom 8 og 14 grader. Hvis temperaturen er for høy øker risikoen for sykdommer, og kvaliteten synker. Mens for lav temperatur, under null grader, vil føre til høy dødelighet. Temperaturen i Norge varierer mellom regionene og har en intervall på rundt 10 grader. I Chile ligger temperaturen jevnt mellom 10 og 14 grader, som fører til noen måneder kortere produksjonslivssyklus sammenlignet med de andre landene.

Fôr utgjør omtrent halvparten av produksjonskostnadene. Den vanligste kontrakten mellom oppdrettsselskap og fôrleverandør kalles for en kostplusskontrakt. Kontrakten skyver prisrisikoen til oppdrettene, dvs. oppdrettene er eksponert mot volatilitet i råvarepriser. Prisen for fôr har variert mye de siste årene. Høy prisvolatilitet vil påvirke negativt mot oppdrettsselskapenes lønnsomhet og stabile verdiskaping. Historisk sett er fôr blitt bedre og billigere, og det brukes stadig mindre til å produsere mer laks.

1.4 Havbruksnæring

Pöyry beskriver i sin rapport ”eierskapsstruktur i norsk havbruksnæring – betydning for lokal verdiskaping og sysselsetting” utarbeidet for Marine Harvest at ”*Den norske havbruksnæringen har gjennomgått store strukturelle endringer de siste ti-årene, og trenden går mot færre og større enheter og mer konsentrert eierskap.*”⁴

Havbruksnæringen er fortsatt en ung og kapitalkrevende bransje. Næringen trenger kontinuerlige investeringer for å øke bærekraftigheten og lønnsomheten. I gode tider klarer de fleste å skape verdier men i nedgangstider sliter de små selskapene.

Utviklingen de siste tiårene har vært mer mot børsnoterte selskaper som har et internasjonalt eierskap. Selskapene kan klassifiseres inn i 3 grupper:

- ✓ Store børsnoterte selskaper (over 1 milliard kroner)

⁴ <http://marineharvest.com/Global/MH%20Norway/Dokumenter/R-2012-035%20ASB%20Eierskapsstruktur%20i%20norsk%20havbruksn%C3%A6ring.pdf> s. 1

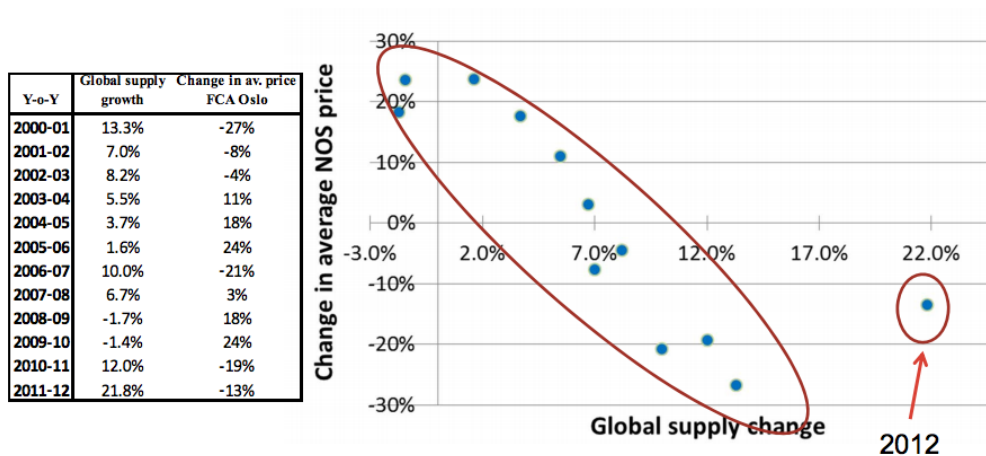
- ✓ Mellomstore regionale selskaper (mellom 0,1-1 milliard kroner)
- ✓ Små selskaper (mellom 10-200 millioner kroner)

I Norge har de store selskapene mer enn 25 tillatelser og har 56 % av den totale konsesjonsbiomassen. Mellomstore har 10-25 tillatelser og har 26 % av den totale konsesjonsbiomassen og de små har 1-9 tillatelser som utgjør 17 % av den totale konsesjonsbiomassen. Store børsnoterte selskaper har ofte minoritetsandeler også i andre havbruksselskaper, og er i større grad vertikalt og horisontalt integrert. Informasjonen er hentet fra en rapport utarbeidet av Pöyry.

1.4.1 Markedet for oppdrettslaks

Markedet for oppdrettslaks har vokst mye de siste 10 årene, og utgjør omtrent 50 % av det totale verdensmarkedet for fisk. Høy volumøkning og økte kostnader har ledet til at markedet er i en fase der strukturelle endringer må tas. Råvarepriser har økt mye fra 2000 tallet, og til tider er tilgjengeligheten til for eksempel fôr og fiskemel vanskelig. En konsekvens av dette er at bransjen må se etter andre produksjonsmetoder som kan føre til en mer effektiv bruk av innsatsfaktorer. Etterspørselen etter oppdrettslaks er høy og vil fortsette å vokse i fremtiden. Spørsmålet er hvordan og hvor mange av oppdrettselskapene som klarer å henge med i markedet. I 2012 har det vært noen selskaper i Norge som har gått konkurs på grunn av for høyt kostnadsnivå kombinert med en gjennomsnittlig lav spotpris.

Figur 1-7 Price – supply relationship



Figuren viser prisrelasjonen og tyder på at året 2012 har vært ganske annerledes i forhold til historisk utvikling. Tilbudsveksten i 2012 var 21,8 % og en nedgang på pris på 13 %. Lavere nedgang sammenlignet med historisk tendens kan være en årsak av høy prisvekst i substitutter eller endring i individuelle preferanser.

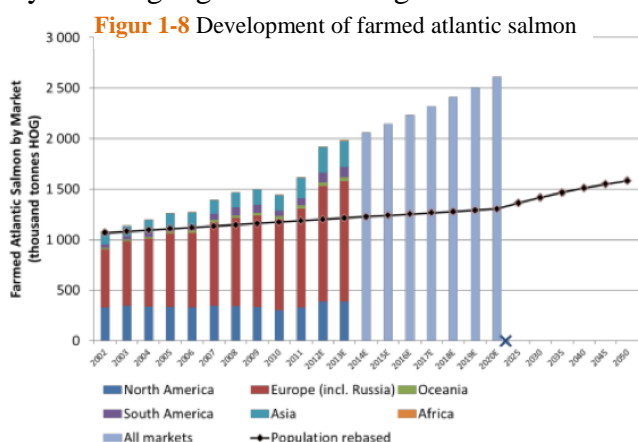
Relasjonsendringen i 2013 vil vise hvilken retning bransjen utvikler seg i. Det kan være at markedets preferanser har endret seg eller at året 2012 bare har vært et unormalt år i forhold til historisk trend.

Veksten i oppdrettsnæringen er et resultat av flere faktorer men er hovedsakelig et resultat av en voldsom vekst i produksjonsmengder. Vanligvis følger prisen på produktene utviklingen i produksjonskostnadene men har i de siste årene hatt vesentlige svingninger som følge av store produksjonsmengder, teknologisk fremgang og valutasjokk.

1.4.2 Markedsutsiktene for oppdrettslaks

Tilbudet av atlantisk laks har mer enn doblet seg fra 2000 tallet, med en gjennomsnittlig årlig vekst på 7 %. Kontali analyse estimerer at veksten i tilbudssiden bremser seg i 2013, og avtar til en gjennomsnittlig årlig vekst på 4 % inntil 2020. Europa og USA er de største markedene for atlantisk laks og er estimert til å være det også i fremtiden.

For at bransjen kan vokse videre er selskapene nødt til å satse på innovative løsninger, ny teknologi og automatisering for å sikre en mer effektiv produksjon. Bransjen ser



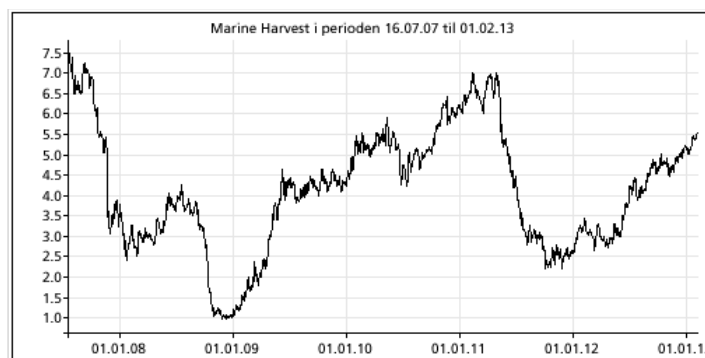
etter innovative løsninger, og en av disse kan være Hamarselskapet Cryogenetics, som har en løsning for å fryse ned melk fra hann laks uavhengig av tid og sted⁵. Denne type teknologi gir en

⁵ <http://www.innovasjon Norge.no/Kontorer-i-Norge/hedmark/slik-har-vi-hjulpet-andre-bedrifter/Utvikler-banebrytende-marin-teknologi-pa-Hamar>

mer effektiv produksjon og resulterer i en lavere enhetskostnad. Slik kan oppdrettsselskapene øke slaktingsvolumer uten at lønnsomheten lider. Videre holdes prisene på et akseptabelt nivå også i fremtiden. Det har også vært snakk om laksyngelens dødelighet som et resultat av forurensning og lakselus. Kybernetikk kan være et svar til dette problemet, og det er allerede gjennomført et prosjekt for å bygge et robotisert tankrensingsystem for fiskeyngeloppdrett. Prosjektet ble gjennomført av en NTNU student som en masteroppgave⁶. Dette systemet reduserer forurensning og minker faren for lakselus. Slike innovative løsninger kommer vi trolig til å se mer av i fremtiden.

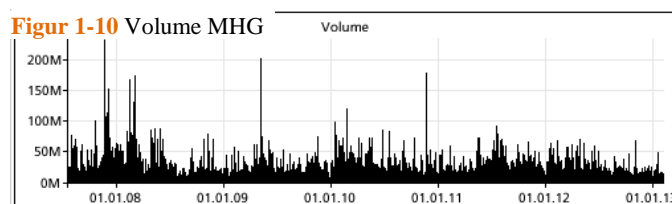
1.4.3 Historisk aksjekursutvikling

Figur 1-9 Stock price development



Siden Marine Harvest ble registrert på Oslo Børs, har aksjekursen variert noe. Som figuren viser har det vært tre store fall som skyldes mest på grunn av fallende laksepriser og skuffende

resultater. Det første fallet i slutten av 2007 tallet var en konsekvens av store slaktevolumer kombinert med lav etterspørsel og fallende spotpriser for laks. Videre var det noen operative utfordringer i Chile, og et overraskende underskudd i det andre kvartalet som gjorde at markedet dro kursen nedover. Etter noen måneder var



aksjekursen igjen på vei oppover, men i midten av 2008 skuffet selskapet igjen markedet med å levere et svakt

resultat. De fleste analytikerne mente at det dårlige kvartalet var en årsak av sykdomsutbrudd, nedklassing av fisk og restruktureringer⁷. Samtidig så falt spotprisene en del og usikkerhetene rundt operasjonen i Chile var ikke funnet ut av.

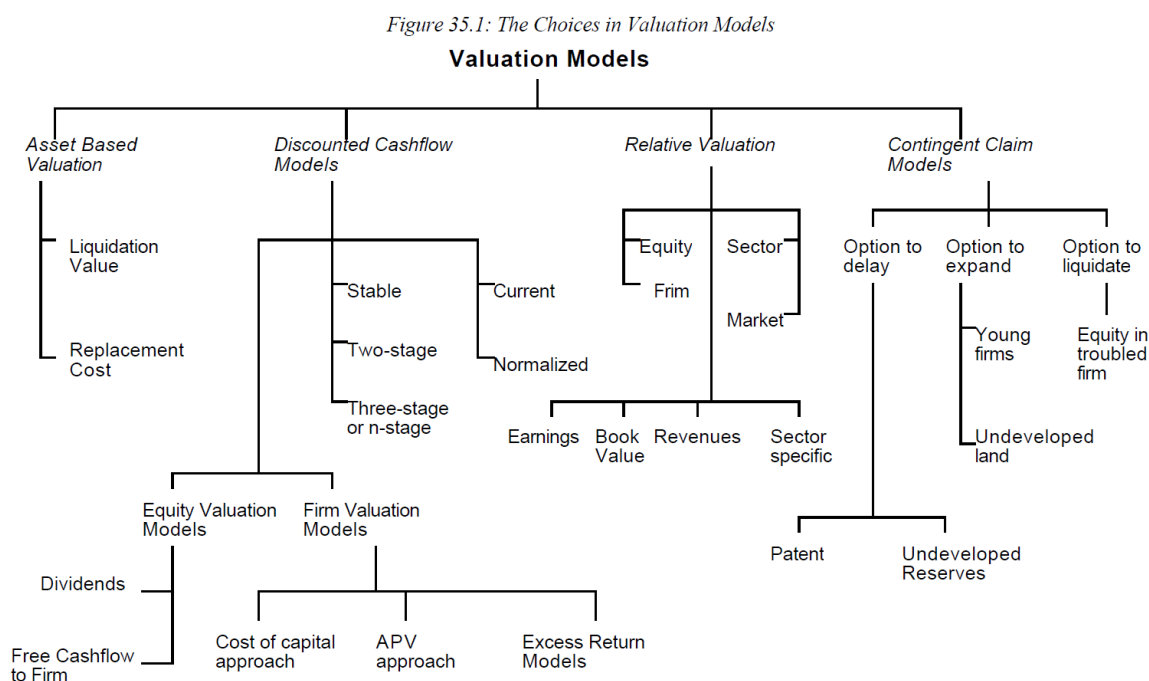
⁶ <http://ntnu.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:461485>

⁷ Hegnar.no

Det siste store fallet i begynnelsen i 2011 var et resultat av et lavere resultat enn hva markedet hadde forventet. Selskapet hadde knallsterk drift men hadde problemer med finanspostene som ledet til skuffende tall. Deretter lovet selskapet noe nytt, nemlig halvårlig utbytte, som markedet tolket positivt. I 2011 tok selskapet grep og strammet inn de operative kostnadene. En konsekvens av dette var at slaktevolumene var noe mindre enn hva markedet hadde estimert, men markedet så faktisk på dette som et positiv tegn. Allerede i fra begynnelsen av 2012 så det ut som at markedet hadde fått tilbake troen på selskapets framtid. Gjennom 2012 har lakseprisen ligget lavt, men selskapet har klart å tilpasse seg til lavere priser med å redusere operative kostnader. I slutten av 2012 og begynnelsen av 2013 har mange tro på en høyere spotpris og høyere slaktevolumer.

2 Verdsettelsesmetoder

Ett av de største problemene innenfor verdsettelse er ikke at det er for lite modeller, men tvert i mot, at det er for mange. For å komme frem til en rimelig verdi er det viktig å velge rett modell. I dette kapitlet skal vi se på forskjellige verdsettelsesmetoder og modeller før vi til slutt velger hvilken metode/modell vi skal bruke i vår verdsettelse. Figuren under er en fin oversikt over noen av de mange forskjellige modeller en kan velge mellom. Vi skal ikke gå innpå alle disse men velger å dele de opp i 4 hovedgrupper som vist i figuren under. Teorien som er brukt i dette kapitlet er hentet fra bøkene Investment valuation og Damodaran on Valuation.



Figur 2-1 Investment valuation, Damodaran ch35 s. 1338

2.1 Balansebaserte metoder (Asset Based Valuation)

Her finner du modeller som fokuserer på verdier som selskapet allerede har klart å bygge seg opp⁸. Felles for disse modellene er at de tar utgangspunkt i den siste tilgjengelige balansen. Hensikten er å finne verdien på selskapets eiendeler for så å trekke fra de finansielle forpliktelsene.

⁸ <http://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/balansebaserte-metoder>

Substansverdien er den virkelige verdien av en bedrift, dvs. markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden⁹. Denne modellen passer best for bedrifter hvor alle eiendeler er lett omsettelige, noe som gjør at verdiene er mest mulig korrekte. Det tas og forbehold om at bedriften fortsetter driften.

Likvidasjonsverdi modellen tar for seg hvor mye markedet er villig til å betale for eiendelene hvis alt blir likvidert i dag. Likvidasjonsverdien benyttes som regel når en virksomhet skal avvikles og det vil som følge av det oppstå ekstra kostnader. De ekstra kostnadene vil enten oppstå som rabatt ved salg av eiendeler, eller kostnader knyttet til avviklingen som ikke ville oppstått ved videre drift. Dette gjør at likvidasjonsverdien alltid vil være lavere enn substansverdien, og blir som regel sett på som det teoretisk laveste beløpet som eierne vil sitte igjen med ved avvikling av virksomheten¹⁰.

2.2 Kontantstrømmodeller (Discounted Cashflow Models)

Kontantstrømmodellene blir ofte sett på som ganske krevende. De går ut på å fastsette en verdi av selskapet med å finne nåverdien av forventete kontantstrømmer, neddiskontert med en rente som reflekterer risikoen til kontantstrømmen.

$$\text{verdi av selskapet} = \frac{F(KS_1)}{(1+r)} + \frac{F(KS_2)}{(1+r)^2} + \frac{F(KS_3)}{(1+r)^3} \dots + \frac{F(KS_n)}{(1+r)^n}$$

Hvor $F(KS_t)$ = Forventet kontantstrøm i periode t

r = Diskonteringsrente som reflekterer risikoen til kontantstrømmen

n = Levetid til selskapet

Vi skal nevne et par modeller som tar utgangspunkt i denne enkle formelen. Selv om valg av kontantstrøm og avkastningskrav er litt annerledes så skal verdien, i en teoretisk verden, bli den samme.

Dividendemodellen går i all hovedsak ut på å verdsette egenkapitalen med å fokusere på utbetaling av utbytte til aksjonærene. Denne form for verdsettelse kan gjøre det veldig vanskelig å anslå riktig verdi da svært få selskaper baserer utbetalingen av

⁹ <http://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/substansverdi>

¹⁰ <http://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/likvidasjonsverdi>

utbytte ut ifra hvor god inntjening de har. Noen selskaper kan f. eks reinvestere overskuddet isteden for å betale det ut til aksjonærene. Dette vil føre til lavere verdi.

Egenkapitalmodellen tar for seg den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Dette er kontantstrømstørrelsen som er igjen etter gjeldsbetalinger og investeringer. Denne modellen bruker egenkapitalkostnaden som diskonteringsrente.

Totalkapitalmodellen er ganske lik egenkapitalmodellen, men den tar for seg den frie kontantstrømmen til totalkapitalen. Altså kontantstrømstørrelsen som er igjen etter investeringskostnader, men før gjeldsbetalinger. Dette må så diskonteres med WACC¹¹, som tar forbehold for risikoen med både gjeld og egenkapital finansiering.

Justert nåverdi modellen er en litt annerledes variant enn de andre modellene. Mens de andre modellene fanger opp effektene ved gjeldsfinansiering i avkastningskravet, så vil justert nåverdi modellen dele verdsettelsen opp i 2 komponenter. Skattefordelene og ulempene ved gjeldsfinansiering estimeres og legges til verdien av selskapet som om det kun var finansiert ved hjelp av egenkapital.

2.3 Komparativ verdsettelse (Relative Valuation)

Komparativ verdsettelse er en svært populær og enkel metode å bruke. I følge Damodaran (2006) så er det den mest benyttete verdsettelsesteknikken i praksis. Dette har nok noe med at den er mindre tidkrevende, kostnadseffektiv og mye lettere å forstå enn andre metoder¹². Hovedpoenget er å beregne verdien av selskapet ved å se på hva lignende selskaper blir priset til i markedet. Det gjøres ved å bruke multiplikatorer. Når en bruker multiplikatormetoden så er det spesielt to viktige ting som må gjøres. Først må du finne sammenlignbare selskaper, som har ganske like kontantstrømmer, risiko og vekst potensiale. Dette er ofte konkurrerende bedrifter innenfor samme bransje. Den andre tingen er å velge rett multiplikator. Her kan du blant annet velge mellom:

P/E (pris pr. aksje / resultat pr. aksje),

¹¹ Weighted Average Cost of Capital

¹²<http://www.lederkilden.no/eBook?marketplaceId=721795&languageId=1&contentItemIds=956956&action=getPDF>

P/B (pris pr. aksje / bokført verdi av egenkapitalen pr. aksje),
 P/S (pris pr. aksje / salgsinntekter pr. aksje),
 $EV/EBITDA$ ((markedsverdi av egenkapitalen + netto rentebærende gjeld) /
(driftsresultatet + avskrivninger + nedskrivninger)),
 $EV/SALES$ ((markedsverdi av egenkapitalen + netto rentebærende gjeld) /
driftsinntekter)

I utgangspunktet så høres dette ganske simpelt ut, men det er allikevel mange måter å misbruke metoden på. For det første så finnes det ingen identiske selskaper så definisjonen av sammenlignbare selskaper er subjektiv. Det andre problemet med bruk av multiplikatorer som er basert på andre selskaper er at det kan være innebygde feil i verdsettelsen hvis f. eks markedet allerede er overpriset eller underpriset.

2.4 Opsjonsbaserte modeller (Contingent Claim Models)

Opsjon er en rettighet, men ikke plikt, til å velge mellom forskjellige muligheter. Opsjonsbasert verdsettelse benyttes som regel i samsvar med andre verdsettelsesmetoder. Denne brukes for knytte inn nåverdien av fleksibiliteten til virksomheten. Fleksibiliteten kan være i form av opsjon til å utsette investeringsbeslutninger, utvide eller avvikle virksomheten.

2.5 Valg av verdsettelsesmetode

Vi anser Marine Harvest som et modent selskap med flere fremtidige kontantstrømmer. Dette sammen med det faktum at oppgaven vil bli utredet utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon, gjør at vi har valgt å bruke totalkapitalmetoden som verdsettelse. Totalkapitalmetoden er veldig omfattende og krevende, men er også en av de som blir sett på som mest solid. Som mål på fremtidig kontantstrøm har vi valgt å bruke operasjonell EBITDA minus investeringer, skatt og endring i arbeidskapital.

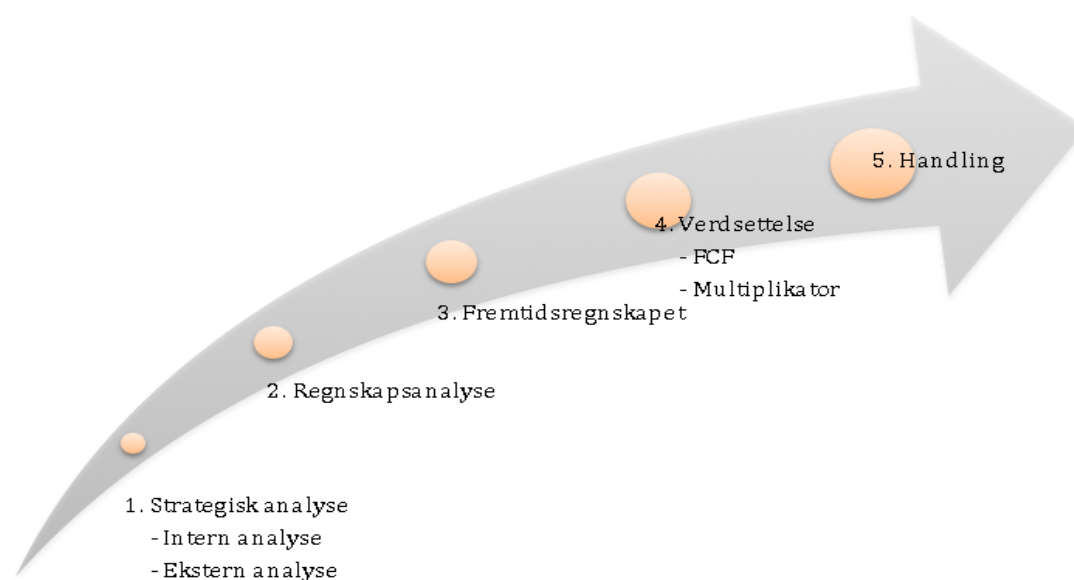
For å kvalitetssikre svaret vi får med den neddiskonterte kontantstrømmen så vil vi også gjennomføre en komparativ verdsettelse i form av multiplikatorer. Det viktigste når en bruker multiplikatorer er som nevnt å finne sammenlignbare selskaper. MHG er notert på Oslo børs og det blir da ganske naturlig å finne andre selskaper som

opererer innenfor samme bransje og som også er børsnotert. Av de forskjellige multiplikatorene så vil vi se nærmere på P/E, EV/EBITDA og EV/SALES.

2.6 Rammeverk for verdsettelse

Videre vil vi dele oppgaven inn i 5 deler som vist i figuren:

Figur 2-2 Rammeverke for verdsettelse



Steg 1

Det første vi vil gjøre er å vise hvilken posisjon selskapet har i markedet. Her vil vi gå igjennom både interne og eksterne forhold for å kartlegge eventuelle styrker og svakheter.

Steg 2

Så vil vi se på selskapets historiske utvikling gjennom regnskapet. Vi vil presentere og kommentere nøkkeltall som vi mener det er viktige å ta tak i.

Steg 3

Her vil vi slå sammen den strategiske analysen og regnskapsanalysen for og best mulig sette opp et fremtidsbudsjett som legger grunnlaget for verdsettelsen.

Steg 4

I steg 4 kommer den faktiske verdsettelsen. Vi vil også gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å vise hvordan følsomheten til noen variabler har en effekt på den endelige verdien.

Steg 5

Til slutt vil vi komme med en handlingsstrategi på bakgrunn av denne verdsettelsen.

3 STRATEGISK ANALYSE

Som nevnt tidligere i oppgaven er Marine Harvest en ledende aktør innenfor oppdrettslaks. For å kunne være det også i fremtiden må bedriften ha en velfungerende strategi som driver selskapet videre i markedet. Det å ha en markedsledende posisjon innebærer å være kontinuerlig innovativ og videreutvikle produkter etter markedets behov. SWOT analysen kan deles inn i en ekstern og intern analyse som hjelper oss å danne kunnskap over selskapets ressursforvaltning og markedsposisjon.

Når vi skal analysere selskapets eksterne forhold, dvs. muligheter og trusler, så skal vi bruke modellen Porters 5 krefter. Modellen gir oss kunnskap over de faktorene som er viktige for selskapet for å få best mulig resultat i markedet. Videre skal vi bruke modellene KIKK og SVIMA for å identifisere selskapets interne forhold, dvs. styrker og svakheter. Disse strategiske ressursene kan ha et forhold som kan videreutvikles til varige konkurransefortrinn eller i verste fall svekke konkurranseevnen.

”Strategien prinsipp er å vite en ting og derfor vite ti tusenting.”¹³

-Musashi (1645)

Analysen er en viktig del av oppgaven fordi den gir oss en forståelse av hvor verdiskapningen finner sted i selskapet. Denne informasjonen bruker vi videre til å estimere fremtidig budsjett som er et grunnlag for selve verdiestimeringen.

I strategisk analyse skal vi blant annet bruke informasjon hentet fra Salmon farming industry handbook 2012.

¹³ http://www.ipo.no/Strategi/Strategi_innføring.htm

3.1 Eksternanalyse

I dette avsnittet ønsker vi å identifisere selskapets konkurranseevne som er et grunnlag for lønnsom verdiskapning. Det viktigste spørsmålet med valg av modellen er; hva slags informasjon vi ønsker å analysere og hvordan kan denne informasjonen brukes videre. Vi har valgt å bruke Porters 5 krefter fordi den gir oss mest verdifull informasjon.

Ved en ekstern analyse ønsker vi å avdekke:

- ✓ Muligheter som selskapet kan utnyttes til egen bruk
 - Konkurransfordel
- ✓ Trusler som selskapet kan stå overfor nå og fremtidig

3.1.1 Teori av Porters 5 konkurransekrefter

Porters 5 krefter kan benyttes for å se nærmere på konkurransearenaen, dvs. skape kunnskap over konkurransesituasjonen i det markedet bedriften opererer i. Modellen er et viktig verktøy for å forstå selskapets styrker og svakheter, og dermed forstå selskapets konkurranseevne. Den gir et bilde over hvilke områder selskapet er bedre enn konkurrentene og hvordan dette kan videreutvikles til en konkurransefordel. Jo bedre bedriftens konkurranseevne er jo større er sannsynligheten for en lønnsom drift. Lønnsomhetsutviklingen er basert på fem elementer:

1. Kundernes forhandlingsstyrke
2. Leverandørenes forhandlingsstyrke
3. Trusler fra nye konkurrenter
4. Trusler fra substitutter
5. Direkte konkurrenter

Den første faktoren forklarer kundernes forhandlingsstyrke. Her er målet å si noe om forholdet mellom kunde og tilbyder. Forholdet avhenger av hvor mange tilbydere markedet har, og hvor mange produkter kunden har å velge mellom.

Forhandlingsstyrken er høy hvis det er mange tilbydere men få kunder som etterspør etter produktet og tjenesten. Få tilbydere men mange individer som etterspør etter

produktet og tjenesten reduserer kundenes forhandlingskraft. Forhandlingsstyrken avhenger av flere faktorer og varierer mellom kundestørrelsen.

Den andre faktoren sier noe om leverandørens forhandlingskraft. En del av selskapets lønnsomhet avhenger av leverandørens distribusjonsstrategi, prising og kvaliteten på varer og tjenester. Kortere leveringsavstand sammenlignet med konkurrentene gir en konkurransefordel fordi transportkostnadene blir lavere og leveringstiden kortere. Hvis det er få leverandører og produktet eller tjenesten er unik kan leverandørene ha makt til å presse prisene opp. Jo flere leverandører man har å velge mellom jo mindre styrke har leverandørene, og omvendt.

Den tredje faktoren handler om mulige nye aktører i bransjen som kan ses å være en trussel i fremtiden. Etablering av nye aktører i markedet avhenger av hva slags etableringshindringer bransjen har. Hvis en etablering i markedet ikke koster en formue og selskapet kan konkurrere effektivt er det en stor fare for nye aktører i bransjen.

Den fjerde faktoren er knyttet til substitutter. Substitutter er produkter som tilfredsstiller det samme behovet, men kommer fra en annen bransje. Jo flere substitutter markedet har jo større er konkurransen mellom aktørene. Varer og tjenester som er enkelt å substituere svekker selskapets makt i markedet.

Den siste faktoren har et mål om å forklare den direkte konkurransen og evnene til å konkurrere. Direkte konkurrenter er bedrifter som tilbyr tilsvarende produkter eller tjenester. Flere aktører i bransjen som tilbyr like produkter eller tjenester, reduserer selskapets makt i markedet og fører til økt konkurranse. Dette fordi leverandør og kjøper har en mulighet til å handle andre steder. Tilsvarende blir selskapets makt i markedet større hvis det er lav konkurranse, og det er få som tilbyr like produkter eller tjenester. Styrken til rivalisering avhenger av tre elementer: etterspørselsforhold, konkurransestruktur og utgangsbarrierer.

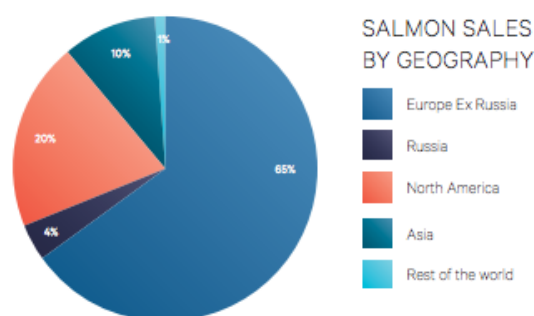
3.1.2 Kundenenes forhandlingsstyrke

Marine Harvest har et bredt produktspekter. Produktene selges til ulike segmenter, og kan deles inn i flere kategorier:

- ✓ Industri
- ✓ Distributører
- ✓ Mat service (hoteller, restauranter, catering)
- ✓ Detaljhandel
- ✓ Andre

Finansielle instrumenter som futures, forwards og opsjoner omsettes daglig på fishpool.eu. Der møter en stor del av MHG sine kunder for å handle fremtidige leveranser og prissikre fremtidig pris på laks. Denne type kontrakter brukes for å redusere risiko

Figur 3-1 Salmon sales by geography



knyttet til pris og fremtidig leveranse. Ved bruk av en forward eller futures kontrakt kommer selgeren dårligere ut av handelen hvis spotprisen blir høyere enn innløsningsprisen. Selgerens gevinst/tap ved bruk av en opsjon avhenger av om kjøperen bruker muligheten til å innløse opsjonen eller ikke. Når spotprisen er lavere enn kontraktsprisen vil selgeren tjene med en kontrakt. Prisen på fremtidig kontrakt avhenger av flere faktorer som tilbud, etterspørsel, kvaliteten på laks og størrelsen på en kontrakt. Dermed avhenger kundenenes forhandlingskraft av flere faktorer, og varierer mellom perioder.

Selskapet har flere geografiske markeder i verden der produktene selges i ulike form. Hvert geografisk marked har ulike segmenter, og under hvert segment er en mengde av kunder. Det klart største markedet for MHG er Europa, der over 60 % av produktene blir solgt. Flest av produktene i Europa selges til industrielle kunder som utgjør omtrent 60 % av det totale volumet i Europa.

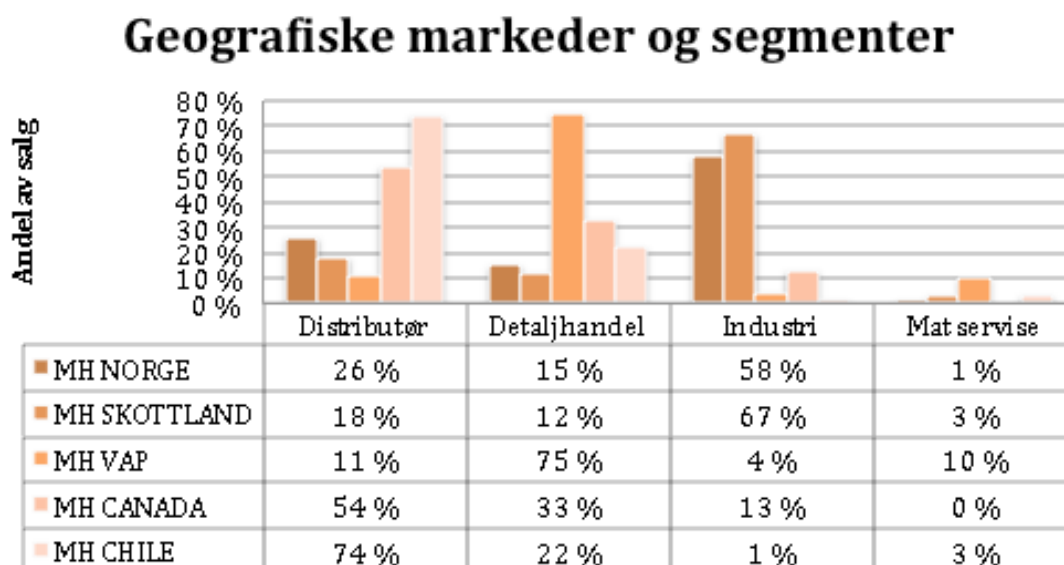
Marine Harvest VAP selger verdiøkende produkter. 75 % av produktene selges til utsalgssteder der et produkt møter en sluttkunde. Forretningsenheten har slitt i flere år med kostnadsstrukturen og har, på grunn av dårlig utnyttelse av faste kostnader, ikke

klart å levere et bra resultat på flere år. MH VAP har ikke resultatmessig vært en lønnsom forretningsenhet, men vi tror at i fremtiden kan driften levere et sterkt resultat. Vi har sterk tro på at MHG øker sin markedsandel i Europe gjennom flere strategiske oppkjøp. Videre kan dette gi MH VAP mer plass i markedet og høyere salgsvolumer.

Produksjonen i Norge og Skottland er hovedsakelig head-on/gutted (HOG), og store deler av produktet selges til industrielle kunder som videre prosesserer laksen i andre formål som røkt laks, klar måltid, porsjoner og filet. Mulighetene til videre ekspansjon og større slaktingsvolumer i Norge er i noe grad begrenset på grunn av den norske lovgivningen. Pr i dag tilsier lovgivningen at en og samme eier kan maksimalt kontrollere 25 % av den totale biomassen i oppdrettsbransjen. Denne lovgivningen kan allikevel bli endret i fremtiden. Det norske Fiskeri- og kystdepartementet har nemlig foreslått at regelverket bør endres, og 25 % regelen bør økes. Hvis det Norske Stortinget godtar forslaget vil dette fremme videre ekspansjon i markedet og vil reduserer kundenes forhandlingskraft.

I Canada og Chile selges mesteparten av produktene til distributører. En del av produktene selges til detaljhandel og industri, og en liten del til mat service. Forretningsenhetene leverte dårlige resultater i 2012, og har flere utfordringer i fremtiden. Både MH Canada og MH Chile har slitt med lave spotpriser på grunn av overkapasitet i Canada og biologiske problemer i Chile. De biologiske problemene i Chile var knyttet til lakselus som har vært problemet for forretningsenheten i flere år. På grunn av stor dødelighet har produksjonskostnadene skutt i været. Denne type problemer og overkapasitet gir kundene mer forhandlingsmakt.

Figur 3-2 Geografiske markeder og segmenter



Oppdrettslaksen er et homogent produkt, og dermed kan det oppfattes slik at kundene har en høy forhandlingsmakt. Men siden Marine Harvest produserer omtrent 25 % av verdens oppdrettslaks er ikke kundenes forhandlingsstyrke så høy som det hadde vært med en lavere markedsandel. Hvis selskapet videre ekspanderer i ulike markeder blir kundenes forhandlingsmakt mindre, fordi en stor del av lakseproduktene blir solgt gjennom forskjellige forretningsenheter kontrollert av MHG. Vi konkluderer med at kundenes forhandlingsmakt er moderat.

3.1.3 Leverandørenes forhandlingsstyrke

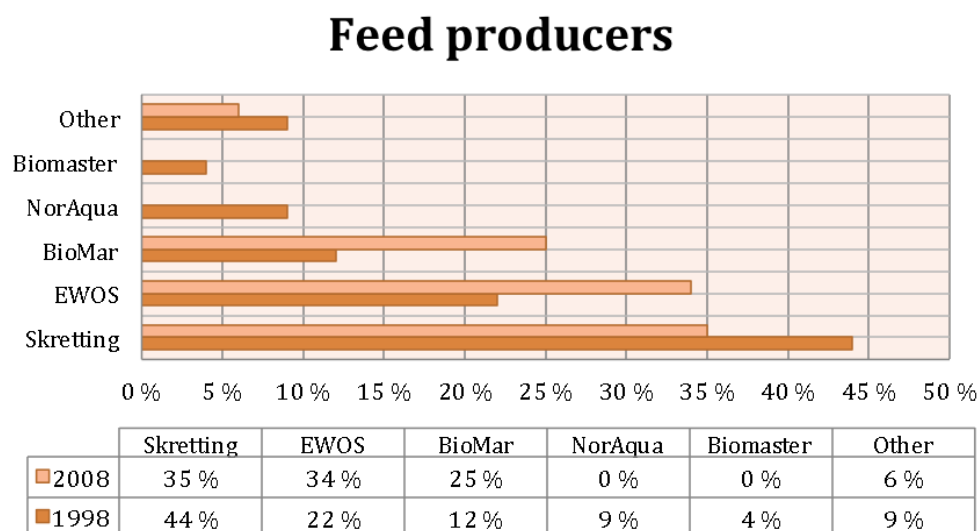
Leverandørenes forhandlingsstyrke avhenger av flere faktorer, som for eksempel:

- ✓ Antall kunder
- ✓ Størrelsen på leverandør
- ✓ Størrelsen på kunde
- ✓ Produktdifferensiering

Skretting, EWOS og BioMar er de største leverandørene av fiskefôr i Norge. Fra 1998 til 2008 har bransjen blitt svært konsolidert, og det er hovedsakelig kun tre selskaper som har mesteparten av fôrproduksjonen. Alle disse tre selskapene opererer internasjonalt, og er eiet av:

- ✓ Skretting → Nutreco
- ✓ BioMar → Schouw
- ✓ EWOS → Cermaq

Figur 3-3 Markedsandel for produsenter



Cermaq eier store deler av et internasjonalt fiskeoppdrettsselskap gjennom datterselskapet Mainstream Group¹⁴. På verdensbasis er Mainstream en av de største konkurrentene til Marine Harvest. Cermaq har et veldig viktig strategisk produkt i porteføljen sin med tanken på fremtidig vekst i oppdrettsbransjen. Hvis fôr blir en knapp ressurs vil Cermaq ha en stor fordel i markedet. Prisdiskriminering er ikke lovlig men selskapet kan selv bestemme hvem de vil levere varer til, og vil trolig i situasjoner der fôr er en knapp ressurs, sikre fôr leveringer til Mainstream.

Slaktevolumene har økt mye, og er estimert til å doble seg frem til 2030. Dette kan skape kapasitetsproblemer for leverandørene. På grunn av usikkerheten rundt fremtidig råvaretilgjengeligheten og prisen på fôr tok MHG i begynnelsen av 2012 et grep for å sikre seg en mer lønnsom og bærekraftig fremtidig vekst. De inngikk en samarbeidsavtale med Nofirma som er en ledende norsk produsent av landbruksfôr. Avtalen gjelder å etablere et selskap som produserer laksefôr med en årlig produksjonskapasitet på opp til 500.000 tonn i året¹⁵. Marine Harvest sin administrerende direktør Alf-Helge Aarskog nevner i en rapport at etablering av et nytt laksefôr selskap i samarbeid med erfarne parter kan gi MHG fordeler over tid, og fremme en lønnsom og bærekraftig vekst i markedet. Allikevel er analytikerens Anders Gjendemsjø fra Norne Securities usikre om denne avtalen gir MHG fordeler.

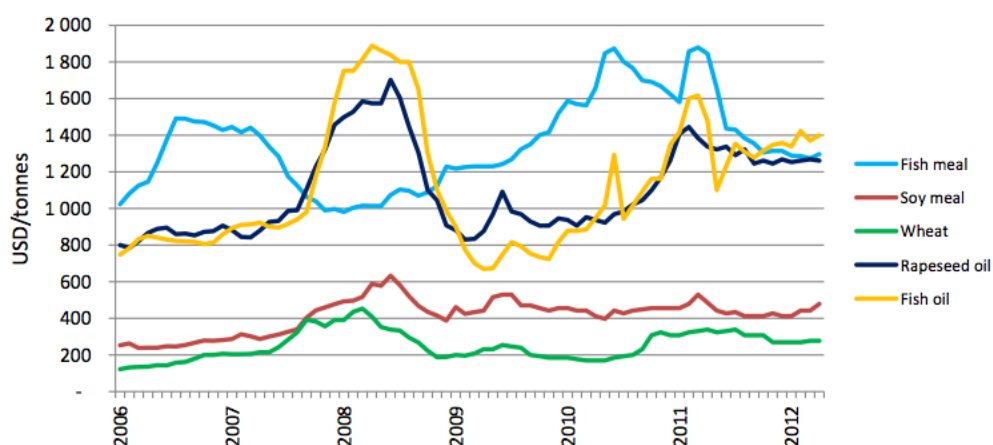
¹⁴<http://www.cermaq.com/portal/wps/wcm/connect/cermaqen/home/about+us/business+areas/fishfarming>

¹⁵ <http://marineharvest.com/en/Investor1/Press-releases/2012/Marine-Harvest-considers-establishing-salmon-feed-company/>

Investeringen tar tid, koster penger, og gir liten avkastning i forhold til penger investert sier Anders Gjendemsjø til Hegnar.no¹⁶. Vi er ikke enige med analytikeren fordi avtalen sikrer fremtidig fôrlevering, reduserer avhengigheten av andre fôrleverandører og kan være en viktig støttespiller for MHG sin fremtid.

Både fiskeolje og fiskemel har historisk sett vært de viktigste ingrediensene for fôrproduksjon, men tilgjengelighet er begrenset. Dette har skapt problemer for en lønnsom ekspansjon i slaktingsvolumene. Derfor er bruken av både fiskeolje og fiskemel blitt redusert i fiskefôr, og erstattet med jordbruksvarer som soya, solsikke, hvete, mais, bønner, erter, rapsolje og, i Canada og Chile, fjørfe biprodukter. Også markedsmessige krav, lover og tilgjengeligheten til fôr varierer mellom landene.

Fôrprodusenter må være innovative og se etter alternativ bruk av råvarer for å kunne tilfredsstille markedets behov i fremtiden. I begynnelsen av 2010 introduserte Skretting et nytt fôr med MicroBalanse, som er mindre avhengig av fiskemel og andre enkelte råvarer. Frank Asche og Ragnar Tveterås sier i sin forskning "*En kunnskapsbasert sjømatnæring*" at oppdrettsselskapene blir mindre avhengige av marint råstoff og vil ha bedre mulighet til å subsidiere mellom alternative råvarer¹⁷. Etter lansering av nytt fôr skiftet 90 % av oppdrettskunder til fôr med MicroBalanse.



Figur 3-4 Salmon farming industry handbook 2012

¹⁶ <http://www.hegnar.no/bors/article687619.ece>

¹⁷ [http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/\\$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf) s. 21

Fra figuren ser vi at både fiskeolje og fiskemel er dyrere enn soya og hvete. Prisen på fiskeolje i 2012 var omtrent 1 400 USD, og har økt jevnt siden 2009. Når vi sammenligner rapsolje og fiskeolje ser vi en negativ korrelasjon mellom dem. Også på MHG sin rapport nevnes det at en negativ korrelasjon mellom fiskeolje og rapsolje forventes å fortsette. Etterspørselen etter rapsolje forventes å øke som skyldes av en økning i bruken av biodiesel, videre vil dette føre til at en økt pris presses på råvaren. Fiskemel har mange år på rad hatt en negativ prisutvikling, men denne utviklingen forventes å endre seg i nærmeste fremtid. Prisen på soya var historisk høy i begynnelsen av 2008. Årsaken til dette var at det ble plantet mindre soya, og mer korn. Kornet ble prioritert på grunn av høyere etterspørsel fra etanol produsentene. Det er estimert at prisen på disse vegetabiliske proteiner kommer til å øke i fremtiden. Dette er en konsekvens av lavere soya planting og høyere etterspørsel etter korn til forskjellige energiformål. Hveten har hatt en stabil prisutvikling siden slutten av 2010.

Som nevnt tidligere i oppgaven utgjør fôrkostnadene omtrent halvparten av produksjonskostnadene. Historisk sett har fôr blitt bedre og billigere, og det brukes stadig mindre til å produsere laks. Bedre fôringsmetoder og fôringsystemer har resultert til 15-20 prosent lavere fôringsbruk de siste 30 årene¹⁸. Allikevel er det nok mulig å bli ennå mer effektiv i bruken av fôr.

Så lenge det finns bare noen få leverandører i oppdrettsbransjen har fôrprodusentene en forholdsvis stor forhandlingsmakt i markedet, og har dermed en stor effekt på oppdrettsselskapenes lønnsomhet. Marine Harvest har på en måte tatt et stort steg videre i markedet gjennom samarbeidsavtalen med Nofirma. Denne avtalen vil gi selskapet fordel i markedet og forhåpentligvis lavere produksjonskostnader over tid. Leverandørens forhandlingsmakt på kort og mellomlang sikt er høy, og på lang sikt moderat.

3.1.4 Trusler fra fremtidige konkurrenter

Produktdifferensiering, stordriftsfordeler, lisensiering, tilgang til distribusjon og kunnskap er typiske etableringshindringer. Tilgangen på kapital og kunnskap er de

¹⁸ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/samlesider/oppdrettslaksen/forressurser.html?id=607089>

viktigste faktorene i etableringsfasen. Et normalt anlegg som kan håndtere omtrent 850 000 smolt har en investeringskostnad på rundt 25-30 millioner kroner.

Når flere av allerede etablerte selskaper har stordriftsfordeler, dvs. gjennomsnitt enhetskostnad faller ved økende produksjon, vil en nyetablering av et lønnsomt selskap være vanskelig. Jo flere etableringshindringer bransjen har jo mindre sannsynlig er en nyetablering.

Global Entrepreneurship Monitor (GEM) som er et internasjonalt forskningsprosjekt viser at det er flere faktorer som påvirker etableringsraten i et land. Her trekkes frem blant annet kunnskap og motivasjon til å starte et selskap, og hvordan tilgangen er på forretningsideer¹⁹. Etablering av nye oppdrettsselskaper har økt i Chile, noe som kan være et resultat av økt tilgang på nødvendig kapital og økt motivasjon til å starte et selskap. Motsatt av Chile har utviklingen i Norge vært mot en mer konsolidert bransje. Det er selvsagt også andre faktorer som påvirker nyetableringsraten i et land, som blant annet politikk.

Som nevnt tidligere har oppdrettsbransjen blitt veldig konsolidert de siste 10 årene. De største selskapene, inkludert MHG, har teknologi, kapitalsterke eiere, patenter og bedre tilgang på råvarer enn mindre konkurrenter. Mindre selskaper har vanskeligheter for å få kostnadsstrukturen på et slikt nivå at de klarer å konkurrere effektivt med større selskaper. I bransjer der de største selskapene kontrollerer mesteparten av volumet kan det oppstå stordriftsfordeler.

Konkurrerende selskaper har forholdsvis like produkter i oppdrettsbransjen, og derfor er produktdifferensiering svært begrenset. Siden produktene er homogene finnes det liten grad av merkevarelojalitet blant kundene. Myndighetene setter strenge krav på kvaliteten og regulerer den totale biomassen som fremmer til frisk konkurranse blant aktørene. Kvaliteten på norsk laks har alltid fått ros men pr i dag tror vi at kvaliteten på laks har blitt bedre i andre geografiske områder gjennom reguleringer og strengere krav fra myndighetene.

¹⁹ http://nordlandsforskning.no/files/Notater%202002/notat_1022_02.pdf

For å drive et oppdrettsselskap må selskapet ha en lisens. Hvis en får kontroll over mer enn 15 % av den totale konsesjonsbiomassen i Norge, må han/hun søke om godkjenning fra Fiskeri -og kystdepartementet. Hovedformålet med lisensene er å begrense den maksimale produksjonen i hvert enkelt oppdrettsselskap og bransjen som helhet. Prisen på en lisens er relativt dyrt, i 1993 kostet en lisens i Norge omtrent 0,2 millioner kroner. Siden 1993 har prisen på en lisens økt veldig mye. Fra Salmon Handbook skrives det at en ny lisens koster mellom 20-70 millioner kroner men prisen ble satt kraftig ned i den siste runden. I 2013 vil regjeringen foreslå å tildele 45 nye grønne konsesjoner, og prisen pr konsesjon vil variere fra 4 til 10 millioner pr tillatelse. I tillegg til konsesjonskostnader kommer det en rekke andre investeringskostnader. Man kan si at tilgang på nødvendig kapital er en etableringshindring i bransjen. Fiskeri- og kystminister Lisbeth Berg- Hansen sier i pressemelding 09.11.2012 ”- *Jeg ønsker å stimulere til utvikling av tekniske løsninger som en drivkraft for positiv endring i næringa. Dette gir muligheter for vekst langs hele kysten, men mest i Finnmark og Troms, sier fiskeri- og kystminister Lisbeth Berg-Hansen.*”²⁰. Dette vil sterke konkurransen og lette nye kapitalsterke selskaper å etablere seg til bransjen.

I Canada tildeles lisensene en regjering, som kalles Assignment Process. Kostnaden for en ny lisens ligger mellom 0,3-0,5 millioner Canadiske dollar. Det skrives i Salmon Handbook at det ikke har blitt utstedt nye lisenser for nye gårder siden 2007. Dette kan være enten et resultat av politikk, liten interesse for nye gårder eller at tildeling av lisenser er veldig begrenset.

I Chile har Departement for økonomi og forsvar ansvar for handel med lisenser som er strengt regulert av fiskeri og havbruk (LGPA). Konsesjoner som er tildelt før mars 2010 har en konsesjonsperiode på ubestemt tid, unntatt selskaper som krever lån fra staten. Disse selskapene har en konsesjonsperiode begrenset til 25 år. Lisensen kan gå i tap av ulike grunner, blant annet hvis miljømessige regler blir brutt.

I Skottland er det ikke noen begrensinger på antall lisenser, men hvert selskap har en grense på produksjonsvolumet som er bestemt av en Competition Commission

²⁰ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/pressesenter/pressemeldinger/2012/gronn-vekst-i-lakseoppdrett.html?id=707527>

myndighet. Når man har fått tildelt en lisens som er justert til The Crown Estate fornyes den ofte automatisk etter 25 år. Det er flere kostnader knyttet til en lisens, blant annet må man betale en årlig miljøkonsesjon på £ 5 000 og leie til The Crown Estate, som beregnes etter produksjon og varierer mellom £15-£17 per tonn. I tillegg til disse kostnadene må man betale £ 145 per 0,1 hektar av gårdsområde. Hvis selskapet skal flytte en drift til et nytt sted må man også betale en miljømessig lisenskostnad £ 2 600. Etablering i Skottland er også kapitalkrevende som kan sees på å være en etableringshindring i bransjen.

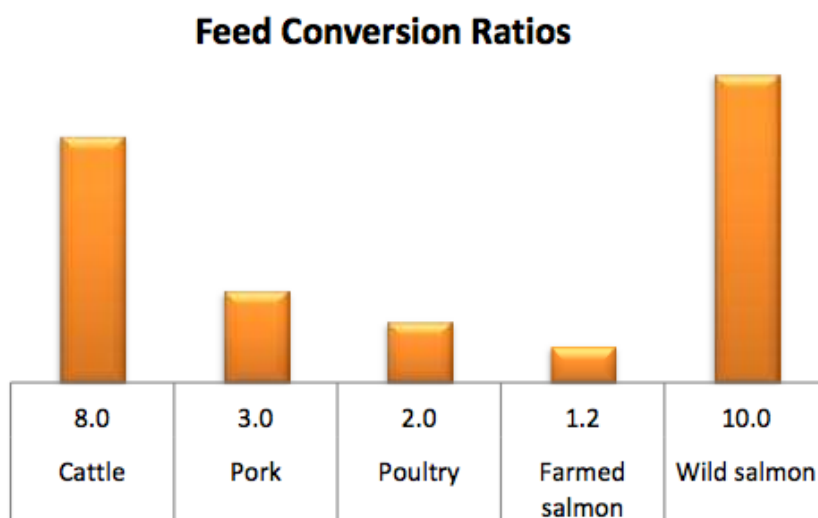
Etablering til oppdrettsbransjen er forholdsvis vanskelig. De få store selskapene vil ha konkurransefordeler som gjør effektiv og lønnsom konkurranse av nyetablerte selskaper lite sannsynlig. Selvsagt varierer etableringsmuligheten mellom landegrenser. I Chile vil nyetablerte selskaper ha et bedre utgangspunkt enn for eksempel i Norge der de få store selskapene har stor makt på markedet. Fra 1998 har antallet av oppdrettsselskaper blitt redusert kraftig. Dette kan også være et tegn på at det er vanskelig å konkurrere kostnadseffektivt i bransjen og at nyetablering er sjeldent lønnsomt. Trusler fra fremtidige konkurrenter er lav.

3.1.5 Trusler fra nære substitutter

Et produkt som tilfredsstillt omtrent det samme behovet hos en forbruker, kalles for et substitutt gode. Hvis et produkt har mange substitutter har det vanligvis en høy egenpriselasitet, dvs. at en prisøkning på et substitutt gode fører til en etterspørselsstigning på det alternative godet. Dette gir forbrukerne en større handlefrihet i form av å konsumere andre produkter som gir tilsvarende nytte.

Svinekjøtt, kylling, lam, storfekjøtt og annen sjømat er alle substitutter til laks. Fôrfaktoren (FCR) er en metode for å måle hvor produktive ulike proteiner er i produksjonen. Laks er kjent for å være en sunn og proteinrik mat, og er en av de viktigste animalske proteinkildene. Laksen er kaldblodig, og bruker mindre energi på å holde stabil kroppstemperatur i forhold til andre animalske proteinkilder, og har derfor bedre FCR og proteinretensjon.

Figur 3-5 Salmon farming industry handbook 2012



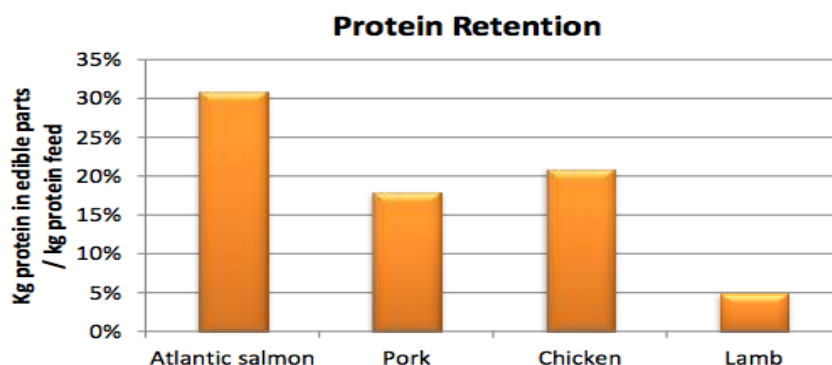
I markedet for animalsk protein så har laksen en vesentlig lav markedsandel. Den estimerte markedsandelen for laksprotein i Europa er anslått til å være rundt 1 % når fisken totalt utgjør 25 % av etterspørselen. Svinekjøtt har den desidert største markedsandelen i Europa. Vi tror at animalsk protein marked kommer til å vokse i Europa og andre verdensdeler, noe som kan resultere i høyere salgsvolumer for laks og fisk generelt. Bare en liten økning i konsum av laks vil ha en stor effekt for markedsandelen og hele protein markedet. Hvis hvert individ i Europa og USA konsumerer ett måltid mer vil dette resultere til at markedet vil mer enn doble seg.

Laksen inneholder mest proteiner pr kg kjøtt. Protein er et molekyl som finnes i alle levende organismer, og er en grunnleggende del i alle levende celler. Protein er med på å bygge opp og vedlikeholde menneskenes muskler, transportere oksygen og næringsstoffer i blodet, og deltar i immunforsvaret. Den daglige anbefalingen av marine omega-3 fettsyrer er på 0,25gram som tilsvarer 12 gram laks pr dag.²¹ De fleste får den daglige dosen gjennom tilskudd av tran, som ikke er like bra som å spise fisk. Grunner til dette er at fisken inneholder også andre næringsstoffer blant annet fett. Fett i fisken inneholder vitamin D, jod og sele. Mange forskjellige helseorganisasjoner anbefaler å spise fisk 2-3 ganger i uken, og redusere fete kjøttprodukter. I løpet av de siste 10 årene har kjøttbruket økt kraftig som resulterer til

²¹ <http://www.nrk.no/helse-forbruk-og-livsstil/1.8082029>

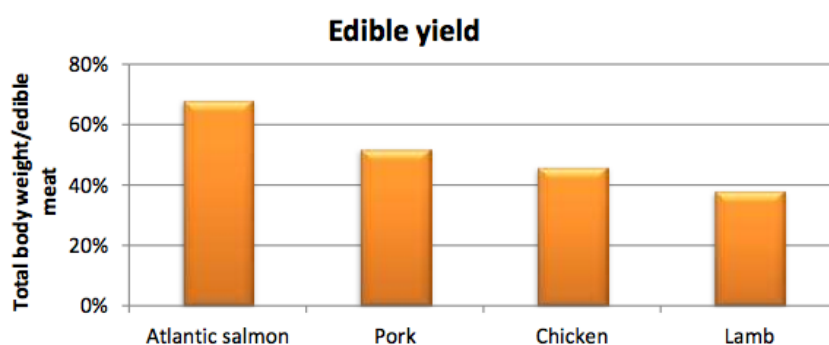
at de fleste får mer av det mettede fett. Dette kan være med på å øke risikoen for kreft, og reduserer inntaket av andre viktige næringsstoffer.²²

Figur 3-6 Salmon farming industry handbook 2012



En stor fordel med laks er at den største delen av fisken er spiselig mens andre kilder av kjøtt har mer uspiselig kjøtt. Dermed gir laksen et større volum av spiselig kjøtt per kg fôr. Fra figuren ser vi at laksen har omtrent 67 % spiselig kjøtt per kg som er vesentlig mye mer enn for eksempel lam som har under 40 % spiselig kjøtt per kg.

Figur 3-7 Salmon farming industry handbook 2012



Som nevnt tidligere har laks et naturlig konkurransefortrinn i dens sunnhet og proteinrike kjøtt. Fra figuren ser vi at fisken er dyrere enn kjøtt, og er for eksempel dobbelt så dyr som kylling. Dette påvirker etterspørselen etter fisk selv om den er sunn og proteinrik. Hvis laksen blir dyrere så vil det føre til en lavere etterspørsel og en del av dagens kunder kommer trolig til å subsidiere vekk fra laks. De siste 10 årene har prisutviklingen i laks vært gjennomsnittlig mye lavere enn substitutter. Hvis historisk trend fortsetter så vil laks bli mye mer attraktiv i markedet. Trusselen fra substitutter er estimert til å være moderat.

²² <http://www.abcnyheter.no/nyheter/helse/100503/nordmenn-spiser-77-kilo-kjott-i-aret>

3.1.6 Konkurransesituasjon

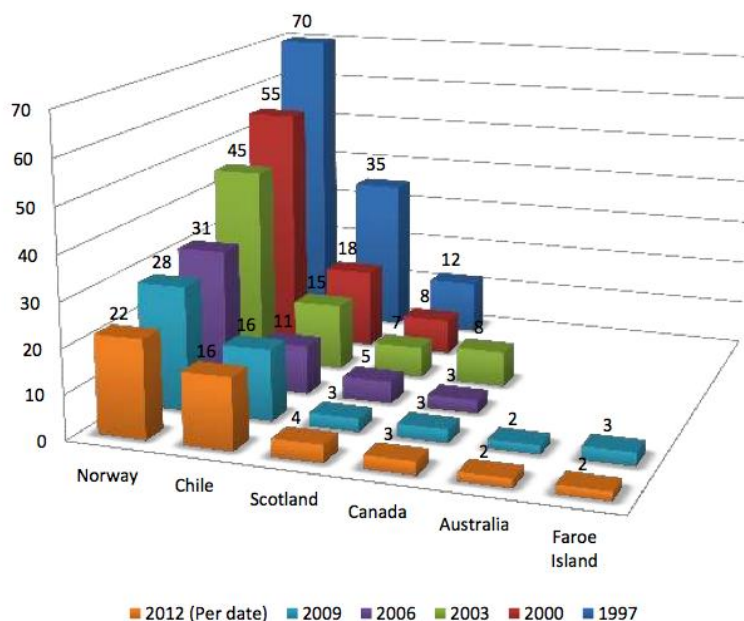
Marine Harvest har flere norske og utenlandske konkurrenter som tilbyr omtrent like produkter. Konkurransens intensivitet avhenger av flere faktorer, som blant annet:

- ✓ Konkurransestructur
- ✓ Innovasjonsevne
- ✓ Vekstpotensialet i markedet

Jo flere konkurrenter med mange likheter, jo større konkurranse, og mer utfordrende å drive lønnsom drift.

Konkurransarenaen omfatter både store, mellomstore og små aktører. De små aktørene klarer sjeldent å konkurrere med store aktører i volum men er like konkurransedyktige i andre faktorer som kvalitet. Konkurransarenaen i Norge har blitt veldig konsolidert i det siste tiåret, og trenden forventes å fortsette. På den globale markedsarenaen foregår rivalisering mellom ulike land, som Russland, Island, Japan osv.. Siden laks er et homogent produkt er det veldig lite plass for produktdifferensiering, og konkurransen står mer eller mindre i produktets kvalitet og pris.

Figur 3-8 Number of producers which produce 80% of atlantic salmon by geography



Figuren viser antall aktører i bransjen pr region som produserer ca. 80 % av atlantisk laks. Historisk sett har bransjen vært kontrollert av mange små bedrifter men har

spesielt i Norge blitt veldig konsolidert. Chile har hatt en forholdsvis lik utvikling som i Norge. Økning fra 2009 til 2012 skyldes av ILA-krisen, som resulterte i store tap i produksjonsmengder for de største aktørene.

Tabell 3-9 Top producers by geography

								tonnes HOG
	Top 10 Norway	H.Q.	Top 10 UK	H.Q.	Top 10 North America	H.Q.	Top 10 Chile	H.Q.
1	Marine Harvest	217 500	Marine Harvest	50 100	Cooke Aquaculture	34 200	Marine Harvest	26 800
2	Lerøy Seafood	117 000	The Scottish Salmon Company	23 000	Marine Harvest	33 900	Salmones Multiexport	25 200
3	Salmar	93 000	Scottish Seafarms	21 800	Cermaq	21 300	Pesquera Los Fiordos	22 500
4	Cermaq	37 900	Morpol (Meridian Seafood)	20 800	Grieg Seafood	12 200	Australis Seafood	18 000
5	Grieg Seafood	31 500	Grieg Seafood	14 800	Northern Harvest	9 000	Cermaq	15 400
6	Nordlaks	26 100	*	*			Salmones Cupquelan (Cooke)	13 500
7	Nova Sea	25 200					Empresas Aquachile	12 900
8	Alsaker Fjordbruk	24 800					Invertec	11 200
9	Bremnes Seashore	21 000					Aquinova (Pesca Chile)	8 100
10	Norway Royal Salmon	18 800					Salmones Friosur	7 200
	Top 10	612 800	Top 10	130 400	Top 10	110 600	Top 10	160 700
	Others	292 200	Others	8 800	Others	4 900	Others	38 200
	Total	905 000	Total	139 200	Total	115 500	Total	198 900

* UK and North American industry are best described by top 5 producers.

Source: Kontali Analyse

Tabellen ovenfor viser produksjonsvolumene pr geografisk område i 2011. MHG sin andel av den totale produksjonen i Norge utgjorde omtrent 24 %, 36 % i Storbritannia, 29 % i Nord America og 13,5 % i Chile. Vi tror at markedet i Chile vil vokse kraftig i mellomlang og lang sikt, og vil resultere til høyere volum.

Kostnadsstrukturen er essensiell for overlevelsen i bransjen. Prisen på laks er volatil og kan variere mye på kort tid. Hvis lakseprisen øker mye, og holder seg høy i en lang periode vil selskapets overlevelse avhenge av kostnadsstrukturen. I begynnelsen av 2013 har prisen på laks økt mye fra slutten av 2012. Høy laksepris gjør laksen mindre attraktiv i markedet som videre vil ha en effekt på konkurransen mellom aktørene. Dette øker faren for at en del av kundene vil substituere vekk fra laks.

Det er flere faktorer som påvirker volatiliteten for atlantisk laks, blant annet følgende

- ✓ Tilbud
- ✓ Etterspørsel
- ✓ Kvalitet
- ✓ Global marked
- ✓ Store kontrakter

Oppdrett av laks er veldig utfordrende og en estimering av fremtidig etterspørsel er svært viktig på grunn av lang produksjonssyklus. På kort sikt er produksjonsnivået svært kostbart og vanskelig å justere, og er dermed svært uelastisk for volumendringer. Videre vil dette påvirke lakseprisens volatilitet. Høy volatilitet i lakseprisen øker risikoen for mellomstore og små aktører i bransjen. Hvis prisen blir

høy er det mulig å hente inn høye marginer men på den andre siden vil attraktiviteten reduseres noe, og kan resultere til overkapasitet. Dette vil presse prisen nedover.

Vi ser at muligheten for produktdifferensiering er minimal, noe som gjør at konkurransen i bransjen er svært hard. Fokuset er rettet mot å holde kostnadene lavest mulig, og kontinuerlig prøve å finne nye måter å gjøre produksjonen mest mulig effektiv uten å sløse ressurser på. Teknologisk innovasjon er svært viktig for bransjen. Dette er med på å muliggjøre større volum og mer effektiv produksjon uten å gå på bekostning av lønnsomhet. Teknologi og innovasjon har alltid sin kostnad, og dermed tror vi at kapitalsterke selskaper har utviklingsmessig en stor fordel i forhold til mindre selskaper. Vi mener at rivalisering mellom aktørene står mellom store selskaper og de mindre blir spist opp etter hvert. Trussel fra rivalisering er dermed moderat.

3.2 Internanalyse

Her skal vi analysere selskapets interne styrker og svakheter. Analysen skal gi oss kunnskap over selskapets styrker som kan utnyttes positivt eller svakheter der selskapet har et forbedringspotensial. Analyse av konkurranseevne baserer seg ofte på både offentlig og ikke-offentlig informasjon. Vi skal kun bruke informasjon som er tilgjengelig for de fleste.

Analysen baserer seg på å skille mellom ressurser, kapabiliteter og aktiviteter. Ressurser bidrar til å skape verdi for kunder og kapabiliteter er evnen til å organisere, koordinere og bruke ressurser slik at den gir størst mulig verdi for kunder. Ikke kapitalsterke selskaper kan oppnå konkurransefortrinn med å organisere ressurser slik at sløsing av ressursene blir minst mulig. Noen av ressursene kan være vanskelig å kopiere eller at tilgjengeligheten er begrenset. Et selskap kan bruke mer ressurser enn andre, noe som kan skyldes av dårlig kapabilitetsevne. Aktiviteter skaper ekstra verdi for kunder og kan for eksempel være et høyt servicenivå eller trivsel på selve salgstidspunktet.

Bedriften har et konkurransefortrinn i markedet dersom den har en gunstig posisjon i forhold til konkurrerende selskaper. Konkurransefortrinnet innebærer at selskapet har ressurser, kompetanse eller relasjoner som kan gi et varig kostnads- eller differensieringsfortrinn. Kilder som kan føre til konkurransefortrinn kan enten være fysiske eller ikke-fysiske:

- | | |
|--------------------------------|-----------------------------|
| ✓ Kompetanse og holdning | ✓ Beliggenhet i forhold til |
| ✓ Fleksibelt produksjonsutstyr | kunder, leverandører osv. |
| ✓ Tilgang på ressurser/råvarer | ✓ Innkjøpsbetingelser |

Odd Eyvind Hovland skriver i sin studieguide i strategi at det er viktig å legge til grunn en oppfatning av at *”konkurransefortrinn skal gjør at virksomheten over lang tid kan ha bedre avkastning enn normalavkastningen for en like risikabel investering.”*²³ Vi skal bruke to forskjellige modeller for å avdekke eventuelle konkurransefortrinn og identifisere de ressursene som bidra til konkurransefortrinnet. Først skal vi beskrive litt teori rundt KIKK modellen og deretter identifisere mulige

²³ En studieguide fra BI nettstudier, Strategi s. 51

kilder til konkurransefortrinnet. Etter KIKK modellen skal vi kort fortelle teori rundt SVIMA modellen, og til slutt identifisere de ressursene som kan føre til varige konkurransefortrinn.

3.2.1 KIKK- modellen

Modellen viser kilder til konkurransefortrinn som bedriften kan oppnå gjennom kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering.

Kostnadsstruktur

Bedriften kan ha opparbeidet en kostnadsstruktur som fremmer til en mer effektiv drift. Effektivitet bedrer selskapets fleksibilitet som kan være avgjørende i forhold til overlevelse. Fleksibilitet fører til at selskapet har en bedre mulighet til å tilpasse produksjon og innsatsfaktorene til markedets behov.

Innovasjon

Innovative løsninger kan fremme til lavere produksjonskostnader og bidra til å styrke konkurranseevnen. De daglige rutinene kan bli mer effektive og marginalproduktiviteten/marginalkostnaden kan bli høyere/lavere. Innovative bedrifter er ofte de som kommer først til markedet med en ny teknologi. Dette kan forbedre rykte og bidra til høyere etterspørsel etter bedriftens produkter. Ny teknologi er ofte også veldig attraktiv fra forbrukernes side, og kan bidra til høyere prisoppgåelse.

Kvalitet

De fleste er opptatt av kvalitet men graden av kvalitet varierer mellom individenes preferanser. Når det er snakk om mat så tror vi at et individ er gjennomsnittlig mer opptatt av kvalitet. Dårlig kvalitetskontroll kan skade selskapets rykte og i verste fall lede til konkurs. E24.no skrev den 8. mars 2013 at gjestene hos den danske Michelin restauranten Noma ble omgangssyk på grunn av at en kjøkkenmedarbeider var omgangssyk²⁴.

²⁴ <http://e24.no/naeringsliv/noma-gjester-rammet-av-omgangssyke/20343557>

Slike tilfeller skader rykte, og forverrer kvalitetsfølelsen. Kvaliteten fremmer til bedre rykte og kan bidra til høyere prisopptjening.

Relasjonsbygging er svært viktig i dagens marked. Bra relasjon med kundene kan bidra til høyere salgsvolumer og prisopptjening. Ett bra eksempel fra en bra kundeorientering er den norske møbelforretningen Slettvoll, som har et stort fokus på kunderelasjon og på å opprettholde en god service. Fokus på kundene og deres trivsel har bidratt til høyere salgsvolumer og dermed høyere lønnsomhet. Ofte kommer kundene som føler seg trygge, verdsett og som får den servicen de ønsker tilbake igjen. Det er svært viktig å legge merke til at individenes preferanser er forskjellige, og selskaper som klarer å tilpasse seg etter kundenes preferanser vil lykkes i markedet.

Kilder til konkurransefortrinn varierer mellom bransjer og bedrifter. Noen av selskapene kan ha fokus på kvalitet og kundeorientering og legger mindre vekt på kvalitet og kostnadsstruktur. Likevel er det veldig viktig at selskap har fokus på alle disse kildene for å lykkes. Hvis kostnadsstrukturen er ufleksibel kan det føre til høy risiko i usikre tider og i verste fall lede til en såkalt domino effekt. Med dette mener vi at andre kilder kan bli forverret på grunn av en dårlig kapitalflyt. Dette kan for eksempel utvikle seg til å påvirke selskapets mulighet til å opprettholde et høyt kvalitetsnivå. En balanse er dermed svært viktig for å drive en lønnsom bedrift.

3.2.2 Anvendelse av KIKK

3.2.2.1 Kostnadsstruktur

Når vi sammenligner EBITDA pr kg i forhold til nærmeste konkurrenter ser vi at MHG ligger noe lavere enn gjennomsnittet. Dette indikerer at selskapet har høyere kostnadsstruktur pr kg enn konkurrentene.

Tabell 3-10 EBITDA pr KG

EBITDA PER KG	2008	2009	2010	2011	2012
MARINE HARVEST	3,32	6,75	13,00	9,87	3,37
CERMAQ	3,25	7,94	18,33	15,46	5,79
GRIEG SEAFOOD	2,66	5,65	10,70	5,76	-0,43
SALMAR	6,61	9,34	14,88	7,50	4,67
LERØY SEAFOOD	5,13	9,48	15,46	10,86	5,05
GJENNOMSNIITT	4,20	7,83	14,47	9,89	3,69

Allikevel må vi huske at MHG slakter omtrent tre ganger så mye som de nærmeste konkurrentene. Teoretisk er marginalkostnaden stigende i tilfeller der selskapet ikke har en stordriftsfordel. MHG sin kostnadsstruktur er ikke optimal men vi synes at den er konkurransedyktig på dagens marked. Også EBIT pr kg ser vi at er noe lavere enn gjennomsnittet.

Tabell 3-11 EBIT pr KG

EBIT PER KG	2008	2009	2010	2011	2012
MARINE HARVEST	-4,53	4,08	15,09	3,53	2,46
CERMAQ	1,37	5,06	20,12	9,24	2,72
GRIEG SEAFOOD	-3,23	3,16	13,19	-3,16	-1,33
SALMAR	5,69	6,63	16,07	6,10	3,12
LERØY SEAFOOD	3,24	7,81	16,14	4,37	4,86
GJENNOMSNIITT	0,51	5,35	16,12	4,02	2,37

Vi ser at MHG sin kostnadsstruktur ikke er bedre enn konkurrentenes. Slik vi ser det så har MHG ikke noen konkurransefordel å hente fra kostnadsstrukturen men de tåler relativt kraftige markedssvingninger og er forholdsvis fleksibel.

3.2.2.2 Innovasjon

MHG bidrar til flere prosjekter som kan fremme mer lønnsom og bærekraftig vekst i bransjen. Selskapet har bidratt aktivt til etablering av et nasjonalt senter Salmon Louse Research Centre for forskning på lus. Dette viser delvis selskapets motiver om å påvirke samfunnsøkonomisk utvikling i bransjen, som videre kan gi selskapet fordeler i form av bedre produksjonsmetoder. Forskningens hovedmål er å utvikle effektive løsninger for blant annet lakselus, og bidra til å finne varige løsninger på en rekke utfordringer som bremser næringens videre vekst. Senteret har fokus på å bli et

verdensledende forskningssenter på lakselus og lignende parasitter. Bak forskningssenteret står flere bedrifter, Havforskningsinstituttet og Norges Veterinærhøgskole. Bedrifter som bidrar til senteret er blant annet Lerøy Seafood Group og EWOS innovation AS. Senteret er del av Norges Forskningsråds satsing på Sentre for forskningsdrevet innovasjon²⁵.

I 2009 introduserte MHG en ny høstingsmetode som forbedrer fiskevelferden under høsting. Metoden gir også lavere kostnader og bedre produktkvalitet. Teknologien ble først tatt i bruk i Canada og etter hvert ble den også tatt i bruk i Norge. Metoden fjerner behovet for å flytte levende fisk til slakting i åpen brønnbåt, som videre vil minke risikoen for sykdommer. Fisken blir flyttet etter slakting i en lukket beholder som gir flere fordeler. Transportkapasitet har økt med 100 % som videre vil reduserer drivstofforbruket og vil dermed også gi miljømessige fordeler²⁶.

MHG har i flere år utviklet nye metoder for helt eller delvis lukket produksjon av laks i sjø og på land. Selskapet er kontinuerlig med i prosjekter for å forbedre fiskens helse, velferd og kvalitet²⁷. Teknologien må være økonomisk bærekraftig og samtidig redusere negative effekter på miljøet, som blant annet rømming og sykdommer.

Hvis MHG klarer å være kontinuerlig innovativ gir det selskapet kort- og mellomlangsigte konkurransefordeler i markedet. Vi tror at det er veldig vanskelig å finne en enkel metode eller teknologi som kan gi selskapet et varig konkurransefortrinn. På den andre siden vil en kontinuerlig innovasjon gi et varig konkurransefortrinn hvis selskapet klarer å være hele tiden foran konkurrentene. Dette er likevel bare synsing og kan ikke konkluderes med å resultere til et varig konkurransefortrinn.

²⁵ <http://marineharvest.com/no/Marine-Harvest-Norge/Media/Aktuelt/Samlet-forskningsinnsats-mot-lus/>

²⁶ <http://marineharvest.com/en/CorporateResponsibility/Qmarine-in-practise/New-harvest-methods-in-Marine-Harvest-Canada/>

²⁷ <http://marineharvest.com/no/Marine-Harvest-Norge/Media/Aktuelt/Forsok-med-nye-apne-og-lukkede-systemer-for-lakseproduksjon1/>

3.2.2.3 Kvalitet

Kvaliteten kan oppfattes på mange forskjellige måter, og krav på kvalitet varierer mellom individuelle preferanser. Både Q marine og systemet standard driftsprosedyrer (SOP) dekker MHG sine kvalitetsmessige krav. Kvaliteten betyr at de møter kundenes krav i forhold til kvalitet, trim, fettinnhold, pigment, emballasje og holdbarhet. Systemene styrer selskapets produksjonspraksiser og – prosessene, og sørger for å oppfylle kundenes spesifikasjoner og lovpålagte krav.

Marine Harvest beskriver i sin nettside at Q marine er et kvalitetsstyringssystem som sikrer kvalitetsprosessen, og kontrollerer/koordinerer tre viktige faktorer²⁸:

- ✓ Kontroll av uønskede stoffer
- ✓ Kontroll av matbårne patogener
- ✓ Sporing

Streng kvalitetssikring er svært viktig for oppnå ønsket kvalitet som tilfredsstiller kundenes krav. Uten en kvalitetssikring øker faren for dårlig kvalitet som kan være en årsak av fôr, vann, tilsetninger, ingredienser, utstyr og pakkemateriell.

Norske myndigheter har strenge krav på kvaliteten på laks. Fiskedirektoratet kontrollerer produksjonen og Mattilsynet kvaliteten på fisk. Kravene varierer mellom landegrensene, og har dermed en variasjon blant annet i pålagte lover og kontroll. I Norge er sannsynligheten for kvalitetsmessige fordeler små og alle produktene kan sees på å ha like god kvalitet. I utlandet kan kvaliteten variere noen, og lede til et konkurransefortrinn. Vi kan allikevel ikke dokumentere at kvaliteten varierer mellom produktene. Vi antar at konkurrenter har omtrent like god kvalitet som MHG.

3.2.2.4 Kundeorientering

Begrepet inneholder organisasjonens evne til å møte effektivt kundenes behov og preferanser. For å møte kundenes individuelle preferanser må interne prosesser fra produksjon, produktutvikling og tjenester i form av kundeservice være på plass.

²⁸ <http://www.marineharvest.com/Global/Sustainability/B%C3%A6rekraftig%20sj%C3%B8mat%20-%20en%20guide%20fra%20Marine%20Harvest.pdf>

MHG har tatt i bruk en ny kundeportal oppbygd av Ateles som fremmer selskapet til en mer effektiv ordreprosess og produksjonsplanlegging²⁹. Portalen gir selgerne mulighet, uavhengig hvor i verden de er, til å se hvor mye fisk som er tilgjengelig i hele verden der MHG har sin produksjon. Denne portalen gir selskapet fordeler i form av bedre og effektiv leveringskapasitet og ikke minst økt lønnsomhet. Selgerne vet nøyaktig hvor mye de kan selge til en hver tid som resulterer til høyere salgsvolumer og høyere markedspriser.

Vi har ikke nok informasjon til å konkludere at kundeorienteringen kan sees på å være et konkurransefortrinn for MHG. Portalen kan gi selskapet kort- og mellomlangsigtede fortrinn i forhold til konkurrenter, men dette leder neppe til et varig konkurransefortrinn.

3.2.3 SVIMA - ressursanalyse

SVIMA er en modell for å identifisere ressurser som kan gi selskapet et varig konkurransefortrinn. Vi skal bruke modellen for å identifisere om selskapet har slike ressurser og eventuelt i hvilken grad disse kan bidra til konkurransefortrinn.

Ressursen må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert eller appropriert.

Sjelden

Ressursen er sjelden hvis få eller ingen andre har tilgang til denne. Sjelden betyr ikke nødvendigvis at ressursen gir selskapet et konkurransefortrinn i markedet. For at den oppfyller kriteriet må den også gi en økonomisk verdi for selskapet.

Viktig

Ressursen bidrar til en mer effektiv produksjon eller er en viktig del av et sluttprodukt, og kan ikke erstattes med andre ressurser. En viktig ressurs kan føre til at kunden er villig til å betale noe ekstra for produktet, hvis ressursen bidrar til for eksempel et mindre forurenset miljø.

²⁹ http://www.ateles.se/no/kunder/marine_harvest.html

Ikke- imiterbar

Konkurrentene prøver ofte å kopiere ressurser som kan bidra til høyere økonomisk verdi for selskapet. For at ressursen er ikke-imiterbar bør den være umulig å kopiere, og muligheten for å skaffe den er ikke til stedet. Videre bør ressursen være uerstattelig.

Mobilisert

Ressursen må være mulig å ta i bruk, og den skal være allerede i bruk for å skape verdi for selskapet. Hvis ressursen ikke er mulig å bruke eller den er ikke allerede i bruk er den ikke mobilisert.

Approprierbar

Ressursen som ikke skaper økonomisk verdi for selskapet er ikke approprierbar. Ressursen må ha en karakter som bidrar til økonomisk verdi for selskapet selv og ikke for konkurrerende selskaper, andre interessenter, leverandører eller kunder.

Tabell 3-12 SVIMA chart

SJELDEN	VIKTIG	IKKE-IMITERBAR	MOBILISERT	APPROPRIERBAR	UTFALL
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	<i>Paritet</i>
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	<i>Trivielt fortrinn</i>
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	<i>Midlertidig fortrinn</i>
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	<i>Potensielt fortrinn</i>
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	<i>Ikke-beholdt fortrinn</i>
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	<i>Varig fortrinn</i>

Tabellen viser hvordan ressursene klassifiseres. Ressurs som oppfyller alle disse kriteriene vil gi selskap et varig konkurransefortrinn.

3.2.4 Anvendelse av SVIMA

Vi fant i KIKK analysen tre ressurser som kan lede til et konkurransefortrinn.

- ✓ Produksjonskapasitet
- ✓ Samarbeid med Nofirma
- ✓ Innovasjon - menneskelige ressurser - kapital

SVIMA modellen er et greit verktøy for å analysere disse ressursene. For å overleve i markedet må en bedrift identifisere og utnytte tilgjengelige ressurser optimalt. Over tid må bedriften utvikle seg. Til tross for kontinuerlig utvikling og velfungerende selskapsmodell har noen selskaper kortere livsløp enn andre, selv om de har et konkurransefortrinn³⁰. Et konkurransefortrinn kan endre seg over tid, og evnen til å utvikle nye konkurransefortrinn kan være fraværende.

3.2.4.1 Produksjonskapasitet

Produksjonskapasitet er summen av ulike faktorer som menneskelige ressurser, maskiner osv.. MHG har en veldig høy produksjonskapasitet i forhold til mellomstore og små selskaper. Spørsmålet er i hvilken grad kan denne sammensetningen av ressurser være et konkurransefortrinn. MHG er ikke den eneste med denne ressursen, og dermed gir ikke denne ressursen en varig konkurransefordel. Allikevel påvirker denne ressursen mye på maktbalansen i markedet. Mellomstore og små selskaper har det tøft med å konkurrere med de store i volum og pris, og hvis markedsprisen synker kraftig vil de fleste små selskapene slite økonomisk.

MARINE HARVEST	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar
Produksjonskapasitet	JA/NEI	JA	JA/NEI	JA	JA

3.2.4.2 Innovasjon – menneskelige ressurser - kapital

Som nevnt tidligere har Marine Harvest en evne til å tenke fremover. Innovasjon er summen av ulike ressurser som kapital, menneskelige ressurser osv.. Menneskelige ressurser skaper innovative løsninger og kapital igangsetter disse prosjektene. Kapital kan dermed sies å være en byggestein til innovasjon, og uten kapital blir ikke innovative løsninger en del av menneskenes hverdag. Mellomstore og små selskaper har ofte en begrenset tilgang til kapital og har dermed ikke en lik mulighet til innovasjon som de store selskapene. Innovasjonen kan tenkes å være sjelden og begrenset.

³⁰ <http://www.magma.no/naar-konkurransefortrinn-forvitrer-er-det-mulig-aa-gjenvinne-profitable-markedsposisjoner>

MHG har en kapitalsterk eierstruktur som gir fordeler i form av videre ekspansjon i markedet gjennom konsolidering og innovasjon. Dette er en stor fordel for selskapet, og sannsynligheten for videre ekspansjon i markedet mener vi at er veldig høy. Kapitalsterk eierstruktur gir dermed et bedre utgangspunkt for selskapet til å ekspandere raskt på markedet.

Fremtidige produksjonsvolum vil øke mye i fra dagens nivå, og for at aktørene skal klare å levere avkastning til eierne er innovasjon en svært viktig del av fremtiden. Selv om innovasjon er viktig for hvert eneste selskap er ikke alle selskapene like innovative, mest på grunn av mangel på kapital. Dette leder til store fordeler for de store kapitalsterke aktørene som etter hvert klarer å levere større volum mer effektivt enn pr i dag.

MARINE HARVEST	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar
Innovasjon - m.r.- kapital	JA/NEI	JA	JA/NEI	JA	JA

3.2.4.3 Samarbeid med Nofirma

Samarbeid med Nofirma vil gi MHG mellom- og langsiktige fordeler i form av økt tilgang til råvarer, og sannsynligvis lavere innkjøpspriser. Dette vil styrke selskapets konkurransevne i markedet og lede til høyere marginer. Avtalen reduserer også leverandørens makt som kan sees på å være en veldig viktig fordel på dagens marked.

Denne ressursen er svært viktig for selskapet, og er fortsatt forholdsvis sjelden. Det er ikke mange konkurrenter som har en slik tilgang til råvarer. Slik vi ser det så er ressursen kopierbar og kan lede kun til et midlertidig konkurransefortrinn. Vi ser også at en slik ressurs vil øke de små selskaperes avhengighet av de større oppdrettene.

MARINE HARVEST	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar
Samarbeid med Nofirma	JA/NEI	JA	NEI	JA	JA

3.3 Risikofaktorer

Risikoen betegnes som usikkerhet om fremtidig verdi av eiendeler og størrelsen på fremtidige inn- og utbetalinger. Alt som har et avkastningspotensial har også en viss grad av usikkerhet. Selskapet står over tre ulike form av risiko:

- ✓ Forretningsrisiko
- ✓ Strategisk risiko
- ✓ Finansiell risiko

I neste avsnitt skal vi beskrive finansielle risikofaktorer som inkluderer både markedsrisiko og operasjonell risiko.

3.3.1 Finansiell risiko

Risikoen varierer mellom bransjer og selskaper. Optimal håndtering av risiko er veldig viktig for å oppnå en god og stabil lønnsomhet. Prisen på fôr er en svært viktig faktor for lønnsomhetsutviklingen fordi fôrkostnadene utgjør en stor andel av de totale kostnadene. Vi tror at den marginale fôrkostnaden reduseres på lang sikt, gjennom teknologisk utvikling, oppkjøp av andre oppdrettsselskaper og samarbeid med Nofirma. Som nevnt tidligere i oppgaven har prisen på laks variert mye, og utgjør en stor fare for stabil verdiskapning i bransjen. Utvikling i etterspørsel og tilbud vil avgjøre i stor grad MHG sin verdiskapning i fremtiden.

3.3.1.1 Rømming av laks

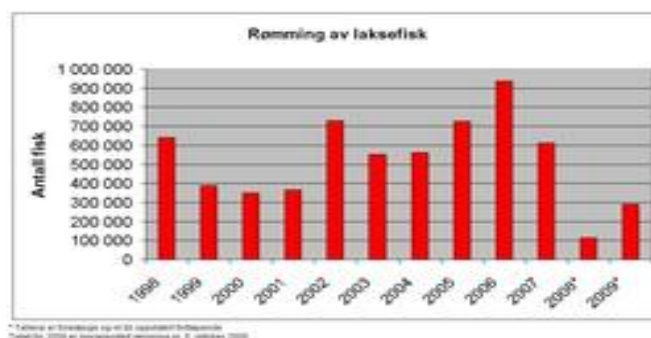
Rømming av laks er et stort problem for bransjen som påvirker ikke bare selskapenes kostnadspost men skader også villfisk. Vitenskapelig studie påpeker at ”*Rømt oppdrettslaks påvirker villaksens genetiske sammensetning og den geografiske bestandsstrukturen.*”³¹ Allerede i 2004 ble det vedtatt nye internforskrifter (IK-Akvakultur) for å sikre bedre rutiner, praksis og systemer for å redusere rømming.³² Til tross for det, er rømmingen fortsatt et problem for næringen.

³¹ <http://www.plosone.org/article/info%3Adoi%2F10.1371%2Fjournal.pone.0043129>

³² http://www.bellona.no/Havbruksweb/Tema_havbruk/Romming

Det utvikles kontinuerlig teknologi for å minimere rømmingen men denne har sin kostnad. For å oppnå lavere rømmingsrate må selskapene forbedre rutiner, inspeksjoner og vedlikeholde anleggene oftere. Teknologien er ikke billig og krever store investeringer, men den leder også til lavere rømming som har sin påvirkning til det totale produksjonsvolumet. Næringen har allikevel vært lite interessert i å investere i teknologien og venter trolig til det kommer et pålegg fra myndighetene³³.

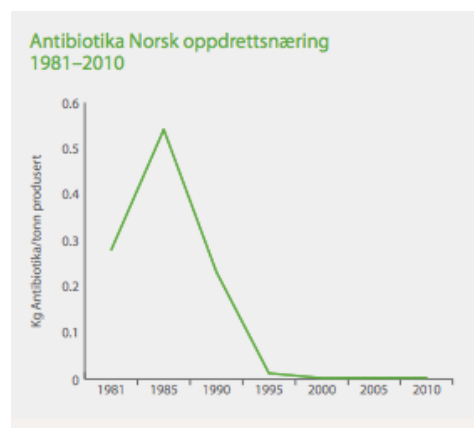
Figur 3-13 Number of salmon escapes



3.3.1.2 Biologiskrisiko

Bruken av antibiotika var høy på 1980-tallet, men har blitt redusert mye på 1990-tallet, på grunn av effektiv vaksinerings og forebyggende tiltak (biosikkerhet). Selv om produksjonsvolum har økt mye har alvorlige sykdommer blitt redusert fra 1990-tallet med omtrent 25 %. Likevel har rask ekspansjon i produksjonsvolum delvis ført til at risikoen for

Figur 3-14 Use of antibiotic in aquaculture

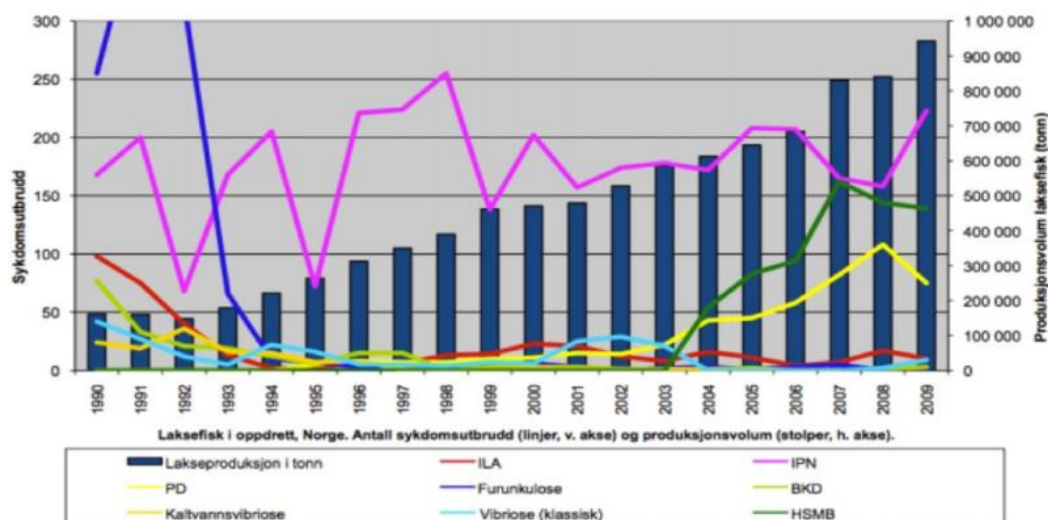


sykdommer har økt noe, og det kan utvikle seg sykdommer som bransjen ennå ikke har sett. For at bransjen skal klare å levere større volum i fremtiden må produksjonen være bærekraftig, og ressurser for forskning og utvikling av metoder som hemmer sykdommer, må være på plass. Mattilsynet nevner i nettsiden sin at *”Transport av ung, frisk fisk gjennom områder med eldre syk og/eller smittet fisk krever ekstra innsats og tiltak skal det lykkes uten at smittet spres.”*³⁴

³³ http://www.bellona.no/Havbruksweb/Tema_havbruk/Romming

³⁴ http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/akvakultur/bronnbat/utkjoring_av_smolt_en_smittemessig_utfordring.8185

Figur 3-15 Biological risk development in aquaculture



Figuren viser hvor viktig forskning og utvikling er for lakseoppdrett. Noen av sykdommene har hatt en betydelig reduksjon gjennom bedre vaksiner som er et resultat av forskning og utvikling. Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening beskriver i sin rapport at ”Det er fortsatt stort behov for forskning og utvikling, ikke minst med kartlegging av dødsårsaker og diagnostisering av nye sykdommer.”³⁵

Norsk akvakultur er ung og det er fortsatt mye kunnskap å innhente for å minimere de naturlige sykdomsutbruddene. Vi tror at kostnadene knyttet til biologiskrisiko vil øke noe i fremtiden. Med dette mener vi kostnader som kan rettes mot forebyggende tiltak, utvikling og forskning, vaksiner osv.

Andre risikoer som vi har valgt ikke å nevne og ta hensyn til i verdivurderingen er blant annen valutarisiko og renterisiko.

³⁵ http://www.fhl.no/getfile.php/DOKUMENTER/Faktaark_laksesykdommer%201990%20-2009NOR.pdf

3.4 Oppsummering av strategisk analyse

Ekstern analyse gir oss et bilde om at trusselen fra eksterne forhold kan sees på å være moderat. Trussel fra leverandører utgjør den største trusselen for MHG på kort og mellomlang sikt, men avtar på lang sikt. Trussel fra kunder, substitutter og konkurranse er moderat, og trusselen fra rivalisering er lav. Dette indikerer at konkurransen mellom aktørene ikke er spesiell tøff, og konkurransen står mer eller mindre på pris, kvalitet og produksjonsvolum. Vi synes at den største utfordringen for bransjen er etablering av god, bærekraftig og fleksibel produksjon. Høy fremtidig volumvekst i bransjen krever kontinuerlige investeringer, og fleksibel kostnadsstruktur som tåler markedssvingninger. Analysen viser at muligheten for produkt differensiering er lav som videre vil øke konkurransen mellom aktørene. På grunn av lav mulighet for produkt differensiering ser vi ikke på nyetableringer som å være en stor trussel for bransjen. Kunder har forholdsvis stor makt på markedet, og spesielt når laksen kan sees på å være et homogent produkt er substituering mulig. Likevel har vi estimert trusselen fra kunder å være moderat fordi fremtidig volumvekst og laksens helsemessige fordeler vil dempe en del av det totale trusselbildet. Historisk har lakseprisen vært høy i forhold til substitutter men har blitt relativt billigere de siste tiårene. Vi tror at prisutviklingen på laks vil fortsette den historiske tendensen, og dette vil styrke laksens attraktivitet i markedet.

Intern analysen viste oss at MHG ikke har noen fordeler å hente fra kostnadsstrukturen. Selskapet er svært innovativt og er med i flere utviklingsprosjekter for å utvikle næringen mot mer bærekraftig fremtid. Kvaliteten er en svært viktig faktor for å oppnå størst mulig kundeportefølje i bransjen, men vi ser at det ikke er en stor kvalitetsforskjell mellom de nærmeste konkurrentene. Kvaliteten varierer noen mellom landegrensene på grunn av krav fra myndigheter, men vi klarer ikke å bevise at forskjellen kan lede til et konkurransefortrinn. Likt som med kvaliteten har vi ikke nok informasjon til å finne noen konkrete forskjeller på kundeorienteringen.

I SVIMA analyserte vi tre ressurser som kunne lede til et konkurransefortrinn. Vi konkluderte med at produksjonskapasitet påvirker en del av maktbalansen i markedet, men kunne ikke lede til et konkurransefortrinn. Samarbeidet med Norfirma er svært

viktig for MHG i dagens marked. Få konkurrenter har en slik tilgang til råvarer men på grunn av ressursens kopierbarhet leder dette samarbeidet kun til et midlertidig fortrinn. Fremtidige volum er estimert til å øke mye, og for å oppnå en bærekraftig produksjon er innovasjon svært viktig. Innovasjonen settes ikke i gang uten menneskelige ressurser og kapital. For å få tak i de riktige menneskene må selskapet være en attraktiv arbeidsgiver og eierstrukturen må være kapitalsterk for å gjennomføre innovative løsninger/prosjekter.

Det finnes også andre faktorer som påvirker selskapet og dens fremtidig posisjon i markedet. I delen om risikofaktorer tok vi for oss to faktorer som vi har ikke nevnt før i oppgaven. Rømming av laks påfører næringen økonomiske kostnader og skader villfisken. Investeringer må gjøres, men de fleste oppdrettene er fortsatt svært lite interessert i å investere i ny teknologi. Kontinuerlig allokering av kapital til forebyggende tiltak mot biologiskrisiko er også svært viktig.

4 Regnskapsanalyse

Nå går vi over til steg 2 i rammeverket for verdsettelsen, nemlig regnskapsanalysen:

”formålet med regnskapsanalyse er å vinne innsikt i fortiden for å få et bedre grunnlag for å si noe om fremtiden”³⁶

For å forstå hvilken økonomisk utvikling MHG har hatt så har vi valgt å legge vekt på regnskapstallene for de siste 5 årene, altså 2008 – 2012. Årsregnskapene for konsernet er utarbeidet av en revisor fra Ernst & Young og avlagt i henhold til IFRS³⁷. Det tilsier at det ligger god regnskapsskikk bak rapportene, men de lider av et sterkt kreditorfokus. Dette passer bra for første del av regnskapsanalysen som er en analyse av risiko. Den andre delen tar for seg analyse av lønnsomheten. Her skal vi se på hvilken evne selskapet har til å tjene penger, og da må vi se på regnskapene som en investor. For å få et investorperspektiv må det gjøres litt omgrupperinger og justeringer i regnskapet. Etter omgrupperingen og justeringen så vil vi, med utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet, ta for oss en analyse av lønnsomheten. Vi vil sammenligne disse nøkkeltallene opp mot andre selskaper i bransjen. Selskapene som vi har valgt å ta med i sammenligningen er SalMar, Lerøy Seafood, Cermaq, Grieg seafood og til slutt et gjennomsnitt av alle de nevnte, inkludert MHG. Teorien som er brukt i dette kapittelet er hovedsakelig hentet fra boken; Financial statement analysis and security valuation. Se vedlegg 1 for full utregning av nøkkeltallene.

4.1 Analyse av risiko

Vi skal her gjennomføre en analyse av den selskap spesifikke risikoen til MHG. For å se på den kortsiktige risikoen vil vi bruke en likviditetsanalyse, og den langsiktige risikoen vil bli analysert gjennom en soliditetsanalyse.

4.1.1 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse har som formål å se om et selskap har nok likvide midler til å dekke sine regninger etter hvert som de forfaller. Dårlig likviditet kan i verste fall føre

³⁶ Finansiell Rapportering og Analyse s.219

³⁷ International Financial Reporting Standards

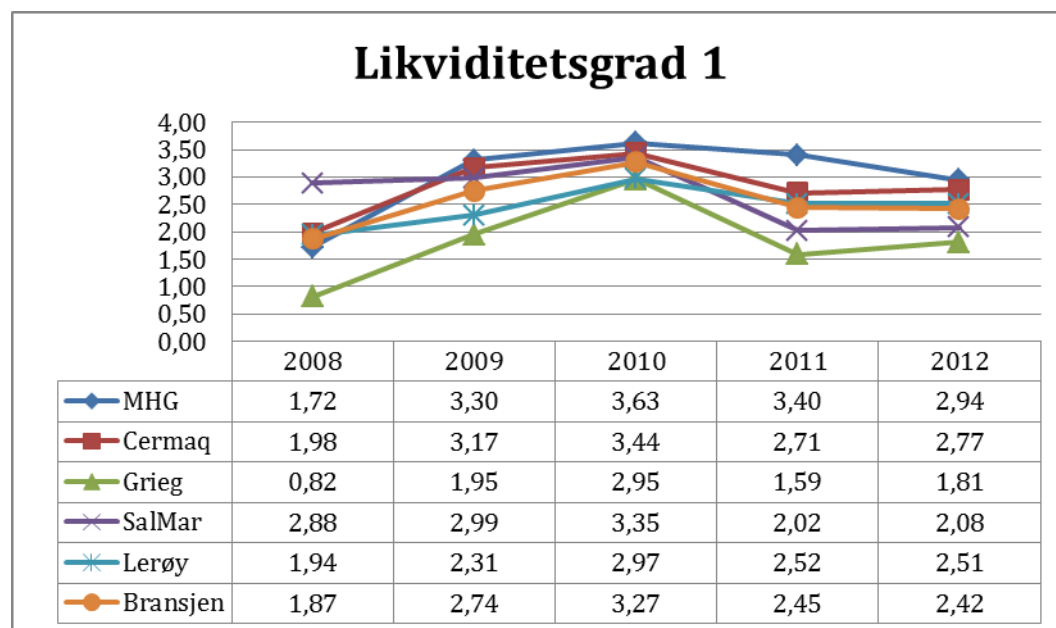
til konkurs. For å analysere betalingsevnen til selskapet skal vi se på likviditetsgrad 1 og 2.

Likviditetsgrad 1

Ved utregning av likviditetsgrad 1 har vi brukt følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figur 4-1 Likviditetsgrad 1



En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør ligge på minimum 2. Ved å se på figur 5-1 så kan vi se at MHG har ligget på godt over 2 med unntak av i 2008. Vi kan også se at MHG, i perioden etter 2008, ligger godt over de andre selskapene i bransjen. Året 2008 var et svært dårlig økonomisk år for MHG grunnet store problemer i Chile på grunn av ILA viruset. Dette i lag med svært ugunstige valutabevegelser gjorde at den kortsiktige gjelden dette året var mye større enn ellers og dermed en lavere likviditetsgrad. Som vi kan se har likviditetsgraden blitt mye høyere etter 2008 og stabilisert seg på et mye bedre nivå. Dette er mye på grunn av at NOK har blitt styrket, noe som gjør at den kortsiktige gjelden er blitt mye lavere siden 2008 samtidig som omløpsmidlene mer eller mindre har vært på samme nivå.

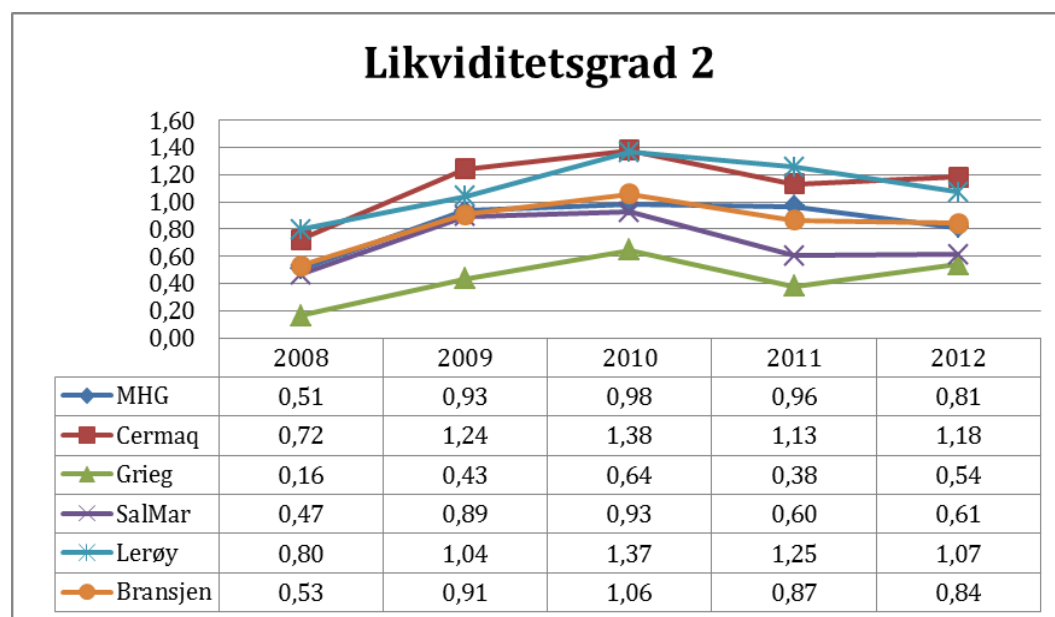
Likviditetsgrad 2

For å se nærmere på likviditeten til Marine Harvest har vi valgt å ta med likviditetsgrad 2. Dette er en strengere versjon enn den første. Her tar vi vekk de

omløpsmidlene som ikke nødvendigvis er så veldig likvide. Normalt sett vil det si å trekke i fra varelageret, men i oppdrettsbransjen så føler vi at de biologiske eiendelene også bør trekkes i fra. Vi har altså brukt følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Omløpsmidler} - \text{varelager} - \text{biologiske eiendeler})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figur 4-2 Likviditetsgrad 2



Av figuren kan vi se at MHG ikke lenger kommer best ut når vi ser litt nøyere på likviditeten. Det kommer av at MHG har bundet mesteparten av sine omløpsmidler opp i så kalte «ikke fullt så likvide» midler, og da spesielt biologiske eiendeler. Selv om det ikke ser like bra ut for MHG nå så ligger likviditetsgraden på et tilfredsstillende bra nok nivå, noe som også er jevnt med gjennomsnittet til bransjen.

4.1.2 Soliditetsanalyse

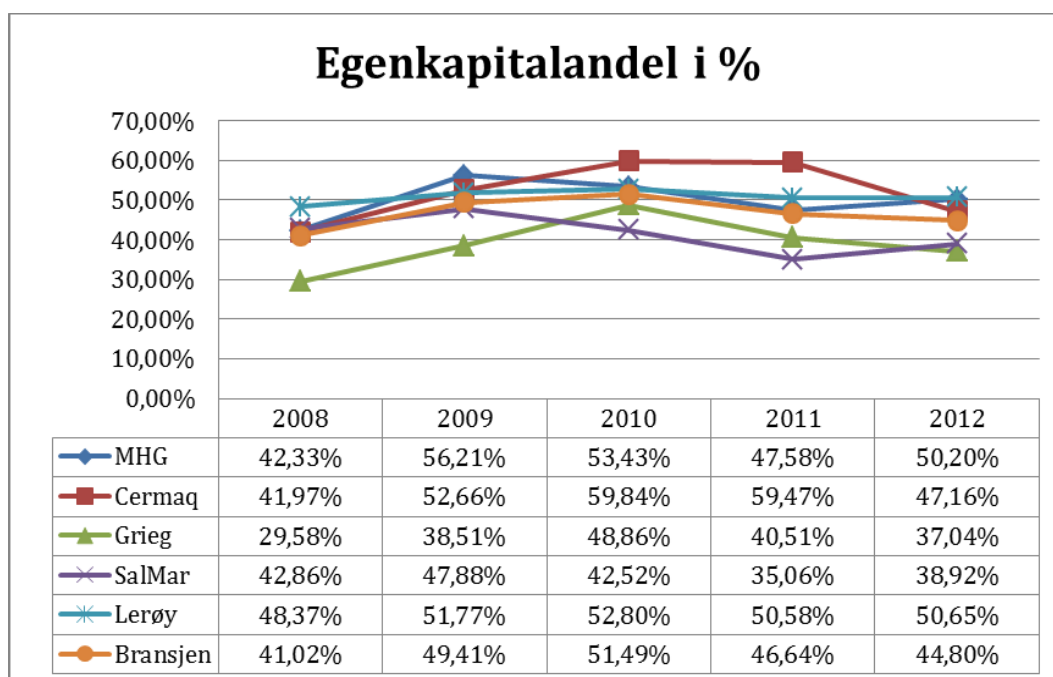
Hensikten til en soliditetsanalyse er å se på hvor godt bedriften kan håndtere tap. Her er egenkapitalandel og rentedekningsgrad to viktige nøkkeltall.

Egenkapitalandel

En høy egenkapitalandel gjør at bedriften har mulighet til å stille større sikkerhet for lån og at den kan takle dårlige perioder bedre. Formelen som brukes er:

$$\text{Egenkapital i \%} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100$$

Figur 4-3 Egenkapitalandel i %



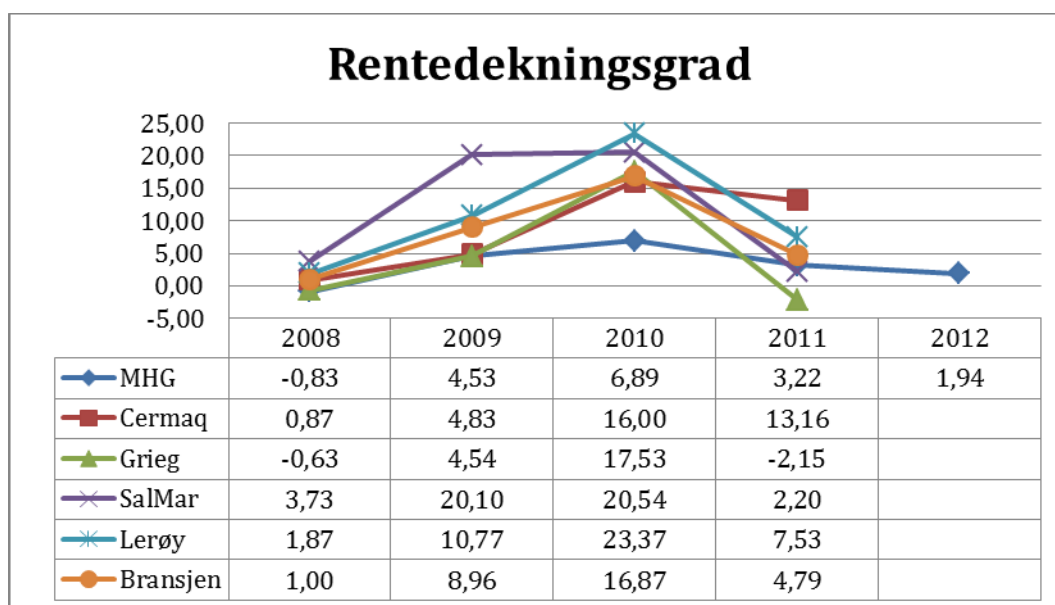
Etter et dårlig år i 2008, hvor det negative resultatet bidro til å redusere egenkapitalandelen, så har MHG klart å bygge den opp igjen til i overkant av 50 %. En synkende trend fra 2009 til 2011 kommer av at aksjonærene tok ut høyt utbytte i 2010 og 2011, men som vi ser så er den på vei opp igjen allerede i 2012. Hele bransjen ligger på en gjennomsnittlig høy egenkapitalandel noe som tyder på at de fleste selskapene i bransjen vil være godt rustet mot eventuelle tap.

Rentedekningsgrad

Denne forteller oss hvilken evne selskapet har til å betale renter. En høy rentedekningsgrad tilsier at selskapet har kapasitet til å pådra seg nye lån. Formelen er:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat f. skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$$

Figur 4-4 Rentedeckningsgrad



MHG hadde en negativ rentedeckningsgrad i 2008 grunnet et negativt resultat men har i ettertid ligget godt i pluss. Hvis vi ser i forhold til andre selskaper i bransjen så kommer ikke MHG spesielt godt ut. Dette kommer av at MHG har mye mer rentebærende gjeld enn de andre selskapene og må betale mer i rentekostnad. Selv om MHG har en betydeligere lavere rentedeckningsgrad enn de andre i bransjen, så er det ennå rom til å betjene mer lån.

Oppsummering risiko

Den kortsiktige risikoen ser med første øyekast relativt liten ut, men med å gå litt nøyere til verks så kan vi se at det ikke står like bra til som først antatt. Lav kontantbeholdning og mye kapital bundet opp i biologiske eiendeler gjør at likviditeten ikke er så høy som ønsket. Når det er sagt så ligger likviditeten akkurat på grensen slik at den er god nok. Når det kommer til den langsiktige risikoen så har MHG allerede bevist at de kan tåle tap, som i 2008, og allikevel ha en god egenkapitalandel. Selv om finanskostnadene er relativt høye i forhold til andre selskaper, så vil nok MHG takle en negativ valutaeffekt eller eventuelt nye rentebærende lån ganske bra. Alt i alt så virker det som MHG står godt rustet mot risiko, og det er viktig i en bransje hvor blant annet ILA viruset kan gjøre stor skade.

4.2 Omgruppering av balansen

Før vi går videre med analysen så må vi gjøre litt omgrupperinger i regnskapet for å gå fra et kreditorperspektiv til et investorperspektiv. Vi har valgt å omgruppere balansen slik at vi finner sysselsatt kapital. Dette vil bli gjort ved to enkle steg. Først må vi skille eiendelene og gjelden mellom driftsrelatert og finansiell.

Figur 4-5 Omgruppering av balansen

Anleggsmidler	Egenkapital	Driftsrelaterte Eiendeler	Egenkapital
	Minoritet		Minoritet
Omløpsmidler	Langsiktig Gjeld	Finansielle Eiendeler	Driftsrelatert Gjeld
	Kortsiktig Gjeld		Finansiell Gjeld

Etter det så må vi trekke den driftsrelaterte gjelden i fra de driftsrelaterte eiendelene slik at vi får den sysselsatt kapitalen i form av finansiell gjeld og egenkapital alene.

Figur 4-6 Omgruppering av balansen

Driftsrelaterte Eiendeler	Egenkapital	Netto Driftseiendeler	Egenkapital
	Minoritet		Minoritet
Finansielle Eiendeler	Driftsrelatert Gjeld	Finansielle Eiendeler	Finansiell Gjeld
	Finansiell Gjeld		

Under har vi presentert den endelige omgrupperte balansen. De fleste postene er ganske selvforklarende, men vi har valgt å legge til et par noter for de vi mener trenger litt ekstra utdypning.

Tabell 4-7 Omgruppert balanse

Omgruppert sysselsatt balanse (Nok Millioner)	2008	2009	2010	2011	2012	
Driftsrelaterte eiendeler						<i>noter</i>
Varige driftsmidler	4 243,6	3 518,1	3 885,1	4 167,5	4 111,9	
konsesjoner og rettigheter	5 766,6	5 409,5	5 442,5	5 577,5	5 435,4	
Goodwill	2 239,9	2 142,6	2 111,6	2 146,1	2 115,5	
Utsatt skattefordel	230,5	54,5	118,6	160,1	73,9	1
Andre immaterielle eiendeler	160,0	136,0	132,9	123,1	114,2	
Varelager	1 074,5	742,7	775,8	783,0	819,7	
Biologiske eiendeler	5 620,6	5 351,1	7 278,1	6 285,2	6 207,9	
Kundefordringer	1 903,4	1 672,1	1 844,9	1 914,9		
Annen kortsiktige fordringer	532,4	551,6	814,7	609,8	2 341,9	
Andre langsiktige fordringer			2,6	25,8		
Sum driftsrelaterte eiendeler	21 771,5	19 578,2	22 406,8	21 793,0	21 220,4	
Driftsrelatert gjeld						
Betalbar skatt	69,9	50,8	49,7	86,6		
Utsatt skatteforpliktelse	732,9	1 142,6	2 237,9	2 351,9	2 543,7	1
Annen kortsiktig gjeld	2 349,9	1 048,6	1 112,2	1 180,3	2 921,3	
Leverandørgjeld	1 729,2	1 339,8	1 450,2	1 481,8		
Sum driftsrelatert gjeld	4 881,9	3 581,8	4 850,0	5 100,6	5 465,0	
Finansielle eiendeler						
Investeringer i tilknyttede selskaper	513,5	520,1	678,9	624,4	647,3	
Andre aksjer	78,9	118,8	124,2	92,1	1 081,8	
Kontanter og kontantekvivalenter	372,6	172,2	318,9	279,1	335,3	2
Sum finansielle eiendeler	965,0	811,1	1 122,0	995,6	2 064,4	
Sysselsatte eiendeler	17 854,6	16 807,5	18 678,8	17 688,0	17 819,8	
Egenkapital						
Sum egenkapital tilordnet eiere i Marine						
Harvest ASA	9 579,5	11 415,5	12 500,2	10 766,3	11 619,7	
Ikke-kontrollerende eierinteresser	45,1	45,0	70,5	75,8	69,0	
Sum egenkapital	9 624,6	11 460,5	12 570,7	10 842,1	11 688,7	
Finansiell gjeld						
Langsiktig rentebærende gjeld	6 747,7	5 116,9	5 107,3	6 589,4	5 338,5	
Annen langsiktig gjeld	116,7	99,8	571,1	99,3	414,7	
kortsiktig rentebærende gjeld	1 365,5	130,3	429,7	157,0	377,8	
Sum finansiell gjeld	8 229,9	5 347,0	6 108,1	6 845,7	6 131,0	
Sysselsatt kapital	17 854,5	16 807,5	18 678,8	17 687,8	17 819,7	

Note 1. Utsatt skattefordel og forpliktelse

Når det kommer til utsatt skattefordel og skatteforpliktelse har vi valgt å klassifisere disse som driftsrelaterte. Dette har vi gjort siden utsatt skatt hovedsakelig oppstår på grunn av midlertidige forskjeller mellom skattemessige- og bokførte verdier av eiendeler og gjeld.

Note 2. Kontanter og kontantekvivalenter

Selskaper trenger å investere litt kapital i kontantbeholdningen sin for å ha midler tilgjengelig for å dekke løpende regninger og eventuelle svingninger i markedet. Slik kapital går under driftsrelaterte eiendeler. Det er vanskelig å si hvor mye av denne beholdningen som faktisk brukes som en buffer og derfor velger vi den trygge metoden som er å klassifisere alle kontanter og kontantekvivalenter som finansielle eiendeler.

4.3 Analyse av lønnsomhet

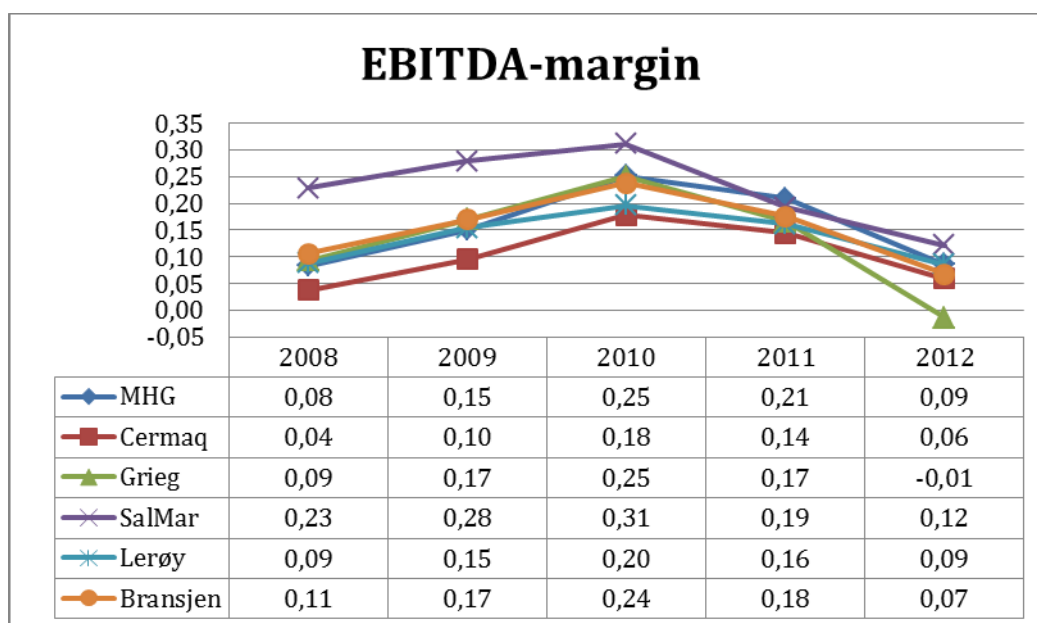
For en investor er det viktig at et selskap kan vise til positive resultater, eller i det minste fall potensialet for at det kan være lønnsomt i fremtiden. Når det kommer til lønnsomhet så er kontantstrømmen til selskapet ganske essensielt. Derfor har vi valgt å bruke EBITDA-margin som et nøkkeltall. Vi vil også se på lønnsomhet i forhold til egenkapital og rentebærende gjeld i form av ROCE.

EBITDA-margin

EBITDA-marginen forteller investorene hvor godt resultat bedriften har i forhold til salget, før justering for kapitalstrukturen. Vi har valgt å bruke den operasjonelle EBITDA, det vil si at vi ser vekk i fra ekstraordinære poster som blant annet verdijusteringer, restruktureringskostnader, urealiserte gevinster og resultat fra tilknyttete selskaper. Dette gjør at investor får et bedre bilde av lønnsomheten. Formelen blir da:

$$EBITDA - margin = \frac{EBITDA}{Driftsinntekter}$$

Figur 4-8 EBITDA - margin



Krisen i Chile og høye fôr kostnader gjorde at MHG ikke hadde så høy EBITDA-margin i 2008 og 2009. Med å ha fokus på å redusere det generelle kostnadsnivået, og sakte men sikkert gjenopprette driften i Chile har EBITDA-marginen blitt mye høyere i 2010. Dette var et veldig bra år for MHG, og et år hvor Chile klarte å gjenopprette lønnsomhet. Den lille nedgangen i 2011 kommer av et betydelig fall i lakseprisene. Den dårlige utviklingen i 2012 kommer av generelt lave laksepriser og at kostnadsnivået økte betraktelig i Chile. I forhold til de andre selskapene i bransjen så har MHG ligget marginalt over gjennomsnittet de siste 3 årene.

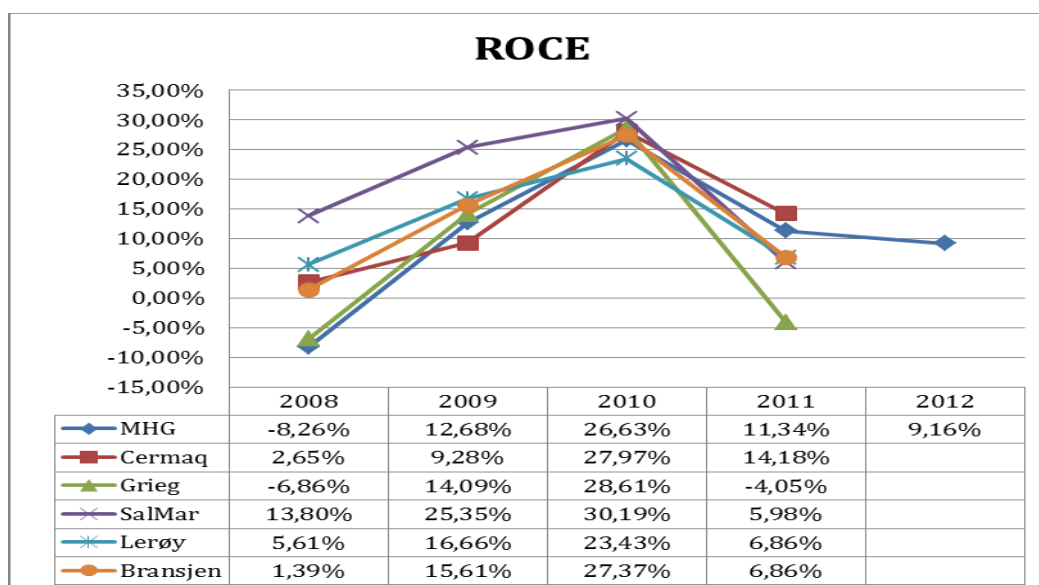
ROCE

ROCE er en metode som ofte blir brukt for å sjekke «helsen» til bedriften. Det vil si at den forteller oss hvilken avkastning selskapet har på den sysselsatte kapital.

Formelen er:

$$ROCE = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Sysselsatt kapital}} \times 100$$

Figur 4-9 ROCE



Etter mareritt året i 2008, så var det godt med en sterk kontantstrøm i 2009 som gjorde at MHG kunne redusere den rentebærende gjelden betraktelig. En styrking av NOK mot lånevalutaen samt en emisjon i mai 2009 var også med på å redusere den rentebærende gjelden ytterligere. Solid etterspørsel i 2010 var med på å presse opp prisene i alle markedene, noe som la grunnlaget for det høye driftsresultatet. Som nevnt før så har lakseprisen falt betraktelig siden 2010 og derfor har også ROCE hatt en nedadgående kurve. I forhold til bransjen så kan det se ut som om MHG har hatt en bedre trend enn de fleste andre selskapene de siste årene.

Oppsummering lønnsomhet

Omstilling av situasjonen i Chile, fokus på å redusere kostnadene, styrking av NOK og høy etterspørsel er nøkkelpunktene som forklarer den positive trenden frem til 2010. De siste 2 år har hele bransjen opplevd en reduksjon i lønnsomheten som følge av at lakseprisen er blitt markant lavere. MHG har i perioden posisjonert seg som en av de mest kostnadseffektive lakseprodusentene, da spesielt i Norge, og har av den grunn klart å bremse den negative trenden litt mer enn konkurrentene.

5 AVKASTNINGSKRAVET

5.1 Kapitalverdimodellen - CAPM

Kapitalverdimodellen er mye brukt i kapitalmarkedet og brukes blant annet i analyser av investeringsprosjekter, regnskapsmessige verdsettelse og verdsettelse av verdipapirer. Modellen kan deles inn i to risikotyper: markedsrisiko og bedriftsrisiko. Markedsrisiko kalles også for systematisk risiko som påvirker alle selskaper i markedet, og uttrykkes med samvariasjonsmålet beta. Systematisk risiko påvirkes av inflasjon, økonomisk vekst, rentenivå osv.. Usystematisk risiko kalles også for bedriftsrisiko eller aksjespesifikk risiko. Ved diversifisering av en portefølje kan den totale usystematiske risikoen reduseres. Modellen gir kompensasjon for ikke-diversifiserbar risiko fordi en gjennomsnittlig investor er risikoavers og veldiversifisert.³⁸

Kapitalverdimodellen uten skatt:

$$r_j = r_f + \beta_j * (E(r_m) - r_f)$$

- ✓ j : egenkapital
- ✓ r_j : avkastningskrav til egenkapital
- ✓ r_f : risikofri rente
- ✓ β_j : beta egenkapital, systematisk risiko
- ✓ $(E(r_m) - r_f)$: markedets risikopremie

Ved bruk av denne modellen finner vi et avkastningskrav til egenkapitalen som videre brukes til å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Kapitalverdimodellen er i utgangspunktet en en-periodisk modell, og avkastningskravet bør i prinsippet beregnes hvert år. Det er en veldig tidkrevende prosess å beregne et unikt avkastningskrav for hvert år, og derfor har vi valgt å bruke det samme avkastningskravet for alle årene.

5.1.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Vi bruker følgende estimater for å beregne egenkapitalens avkastningskrav:

$$r_f = 2,35\% \quad \beta_{ek} = 1,12 \quad (E(r_m) - r_f) = 5\% \quad r_{ek} = ?$$

$$r_{ek} = 0,0235\% + 1,12 * 5\% = \underline{\underline{7,95\%}}$$

³⁸ Finansiell Økonomi s. 73

I de neste avsnittene forklarer vi hvorfor vi har valgt å bruke disse anslagene.

5.1.1.1 Beta

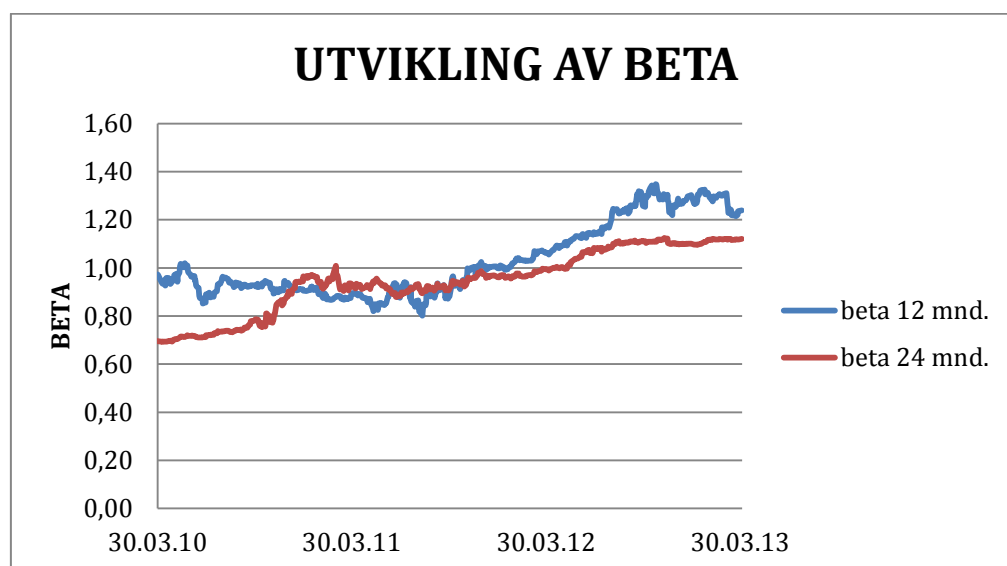
Beta koeffisient måler samvariasjon i forhold til en markedsindeks, og måler aksjens systematisk risiko i forhold til markedsporteføljens risiko³⁹. Markedsporteføljens beta er 1, og betaen for risikofri investering er 0. Dette betyr at jo større betaverdien er, jo høyere gjennomsnittlig risiko, og omvendt. Betaen beregnes følgende:

$$\beta_j = \frac{Kov(r_j, r_m)}{Var(r_m)}$$

Selskapsrisikoen varierer noe over tid som videre påvirker betaverdien. I verdivurdering tar man hensyn til at betaen er konstant over tid.

Vår kalkulasjon viser en 12 måneders beta som ligger på 1,2 og 24 måneders beta på 1,12. Lakseoppdrett er en svært konjunktur følsom bransje, og derfor er det rimelig å anta at betaen ligger noe høyere enn 1. Vi ser allikevel ikke at risikobildet for MHG kan sees på å være veldig høyt. Kontinuerlig utvikling og effektivisering av produksjon reduserer en liten grad av det totale risikobildet, og gjør at selskapet er mer fleksibelt for konjunktursvingninger. Vi synes at en beta på 1,12 er et forsvarlig valg.

Figur 5-1 Utvikling av beta



³⁹ Finansiell Økonomi s. 47

5.1.1.2 Risikofri rente

Risikofri rente er en nominell avkastning som en investor kan forvente å motta fra en risikofri investering. Pwc forteller i sin publikasjon at 44 % av selskapene brukte 10-årig statsobligasjon i 2012 for det norske markedet. Kun 20 % av respondentene brukte 5-årig statsobligasjon, og 19 % 3-årig statsobligasjon. Det nevnes også at valg av risikofri rente er situasjonsbetinget⁴⁰.

	3 år	5 år	10 år
2012	1,44	1,59	2,10
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52
2009	2,71	3,33	4,00
2008	4,53	4,43	4,47

Tabell 5-2 Development in Norwegian goverment bond yield

Tabell 5-3 Statsobligasjon

Statsobligasjon - gjennomsnitt 2.1.2013-27.3.2013		
3år	5år	10år
1,55	1,76	2,35

I vår tilfelle synes vi at 10-årig statsobligasjon er et rimelig valg. Dermed har vi kommet til en konklusjon om å bruke risikofri rente på **2,35%** i vår estimering, noe som er litt høyere enn gjennomsnittlig 10-årig statsobligasjon i 2012.

5.1.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen en investor krever utover risikofri rente. Det er gjort få empiriske studier av markedets risikopremie i Norge. Johnsen (1996) er en av de få som har gjort empirisk studie av dette. Johnson skriver i sin studie at Oslo Børs har gjennomsnittlig gitt 6 % meravkastning pr år fra 1990 til 2009. Johnsen skriver videre at ”*markedspremien i dag etter all sannsynlighet kan antas å ligge lavere enn den historiske premien.*”, og at den skal sannsynligvis ligge rundt 5 %⁴¹.

Pwc sin publikasjon viser at i gjennomsnitt så brukte selskapene markedets risikopremie på 5 % i 2012⁴². Med risikofri rente på 2,35 % og markedets risikopremie på 5 % blir forventet markedsavkastning 7,35 % som vi synes er et rimelig anslag. Dermed har vi valgt å bruke risikopremie på 5 % i vår estimering.

⁴⁰ <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-web.pdf> s. 8

⁴¹ <http://espensirnes.blogspot.no/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>

⁴² <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-web.pdf> s. 9

Tabell 5-4 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremie	2011	2012	2013
Vektet snitt	5,2%	5,0%	5,0%
Median	5,0%	5,0%	5,0%
Kvartil 1	4,5%	4,0%	4,0%
Kvartil 3	6,0%	5,5%	5,5%

5.1.1.4 Småbedriftspremie

Småbedriftspremie er en tilleggspremie til egenkapitalens avkastningskrav for små selskaper som forventes å ha høyere årlig avkastning enn større selskaper. Små bedrifter har ofte høyere risiko og dermed bør også avkastningskravet ha en tilleggspremie.

Selskaper som har markedsverdi under 5 milliarder bør ha et høyere avkastningskrav enn hva kapitalverdimodellen tilsier⁴³. MHG har en langt høyere markedsverdi enn 5 milliarder, og derfor har vi ikke valgt å legge til en tilleggspremie.

Tabell 5-5 Småbedriftspremie

Småbedriftspremie	Vektet snitt*	Median	Vektet snitt*	Median
Markedsverdi over 5 mrd	0,6%	0,0%	0,9%	0,0%
Markedsverdi 2-5 mrd NOK	1,3%	0% - 1%	1,5%	0% - 1%
Markedsverdi 1-2 mrd NOK	2,0%	1% - 2%	2,1%	1% - 2%
Markedsverdi 0,5-1 mrd NOK	2,9%	2% - 3%	2,9%	2% - 3%
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd NOK	3,9%	3% - 4%	3,6%	3% - 4%
Markedsverdi 0-0,1 mrd NOK	4,5%	4% - 5%	4,5%	3% - 4%

* Vektet snitt er beregnet som midtpunktet i intervallet.

⁴³ <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-web.pdf> s. 12

5.2 Totalkapitalens avkastningskrav - WACC

Avkastningskravet for totalkapitalen beregnes med å vekte markedsverdien av egenkapital og gjeld etter skatt per 2.4.2013. Markedsverdien av egenkapitalen er:

$$\begin{aligned} & \text{markedsverdi av egenkapital 2.4.2013} \\ & = \text{aksjepris} * \text{antall utestående aksjer} \end{aligned}$$

Tabell 5-6 Markedsverdi

MARINE HARVEST ASA	
Antall aksjer	3 748 341 597
Kurs pr 2.4.2013	5,53
Markedsverdi av egenkapital	20 728 329 031
Markedsverdi av netto finansiell gjeld	4 066 600 000
TOTAL MARKEDSVERDI	24 794 929 031
Andel egenkapital	83,6 %
andel gjeld	16,4 %

Tabellen ovenfor viser vektingen av egenkapital og gjeld som er beregnet på følgende vis:

Total markedsverdi

$$= \text{markedsverdi av egenkapital} + \text{markedsverdi av gjeld}$$

$$W_e = \frac{\text{markedsverdi av egenkapital}}{\text{total markedsverdi}}$$

$$W_g = \frac{\text{markedsverdi av gjeld}}{\text{total markedsverdi}}$$

Gjeldens markedsandel er vanskelig å beregne siden vi kun har tilgang til årsregnskapet. Dermed antar vi at bokført netto finansiell gjeld tilsvarer markedsverdien på 4 066 600 000 (se vedlegg 2).

$$\mathbf{r_{tk} = w_e * r_{ek} + w_g * r_g * (1 - skatt)}$$

- ✓ r_{tk} : totalkapitalens avkastningskrav
- ✓ r_{ek} : egenkapitalens avkastningskrav
- ✓ w_e : vektet egenkapital
- ✓ w_g : vektet gjeld
- ✓ r_g : gjeldens avkastningskrav
- ✓ $(1 - skatt)$: skatt på 28 % gir 0,72

Ved bruk av anslagene som vi har beregnet tidligere i oppgaven, og gjeldens avkastningskrav som er beskrevet i neste avsnittet blir total kapitalens avkastningskrav følgende:

$$r_{tk} = 0,836*7,95 + 0,164*0,0665*(1-0,28) = \underline{\underline{7,43\%}}$$

5.2.1 Gjeldens avkastningskrav

Gjeldens avkastningskrav er risikofri rente pluss påslag for kredittrisiko. Siden MHG er et veldig solid selskap er kredittrisikoen lav. Vi har beregnet gjeldens avkastningskrav ved å dele den årlige finanskostnaden med summen av langsiktig og kortsiktig rentebærende gjeld, og antar at dette er markedsverdien til gjeld pr 2.4.2013.

Tabell 5-7 Gjeldens avkastningskrav

Gjeldens avkastningskravet				
2008	2009	2010	2011	2012
5,98 %	7,71 %	6,87 %	6,02 %	6,70 %
Gjeldens avkastningskravet før skatt				6,65 %
4,31 %	5,55 %	4,95 %	4,33 %	4,82 %
Gjeldens avkastningskravet etter skatt				4,79 %

Vektet avkastningskrav til gjeld fra de siste 5 årene tilsvarer 6,65 % før skatt. Dette anslaget skal vi bruke å beregne total kapitalens avkastningskrav.

6 FREMTIDSREGNSKAPET

Vi har valgt å estimere fremtidsregnskapet 5 år fremover, dvs. fra 2013 til 2017. Det siste året er en horisontalverdi, der vi legger til grunn ”steady state”. Med ”steady state” mener vi en konstant vekst i de ulike regnskapspostene. For å estimere fremtidsregnskapet har vi valgt å bruke de operasjonelle driftsinntektene som et grunnlag. Vi har beregnet historisk andel av omsetning for hvert år til de ulike postene, og deretter beregnet et gjennomsnitt til disse årene. I estimering av fremtidsregnskapet bruker vi justerte gjennomsnittstall. Teorien som er brukt er hentet fra Damodaran on valuation.

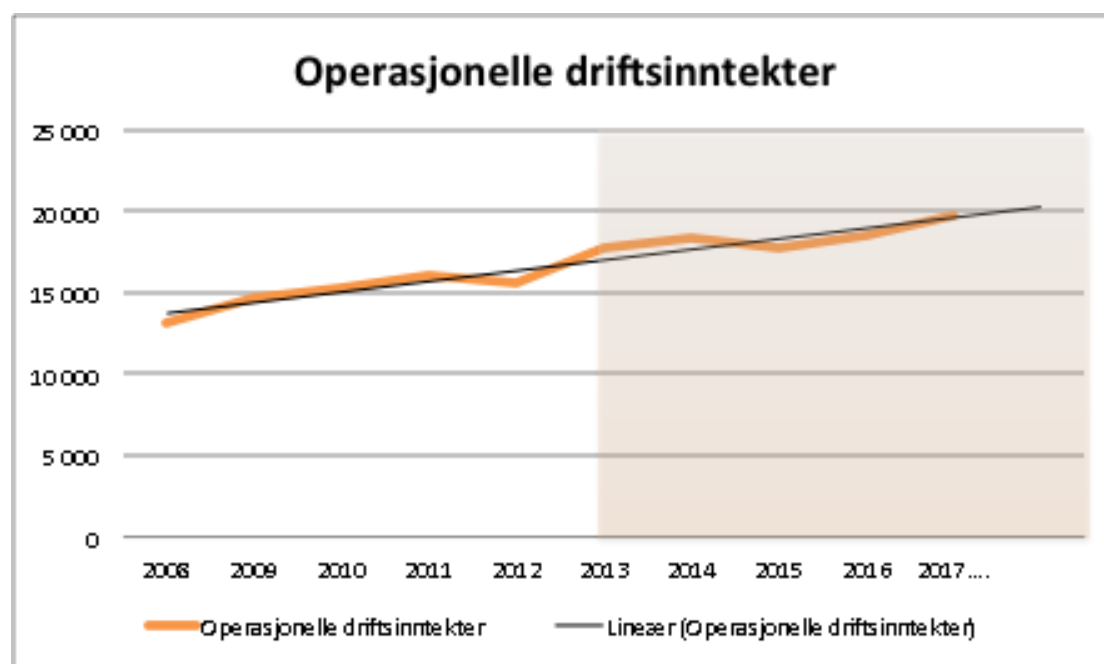
6.1 Operasjonelle driftsinntekter

Operasjonelle driftsinntekter har hatt en stabil vekst sett bort i fra en liten nedgang i 2012. Siden lakseindustrien er fortsatt ung og potensialet til større produksjonsvolum er på plass tror vi at den historiske trenden fortsetter også fremover. Den største trusselen i vår estimering er høy volatilitet i prisen. I de neste 3 avsnittene skal vi forklare kort hvordan vi har estimert de operasjonelle driftsinntektene.

Operasjonell driftsinntekt

$$= \text{produksjonsvolum} * \text{gjenn.snitt pris} + \text{omsetning MH VAP}$$

Figur 6-1 Operasjonell driftsinntekt



6.1.1 Volum

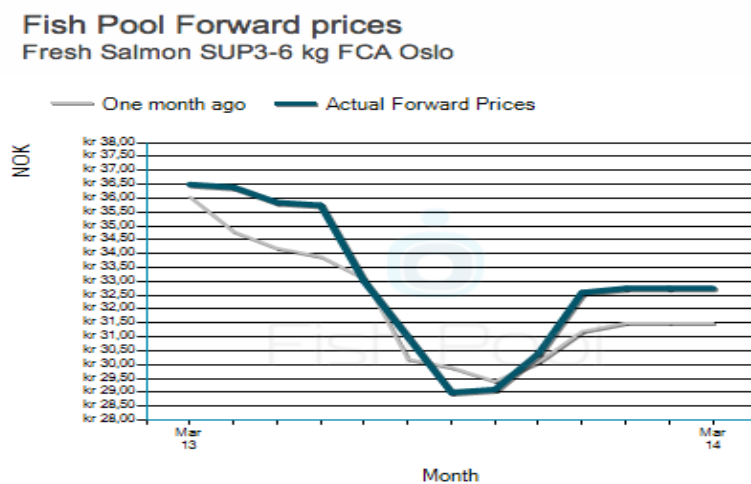
MHG har nevnt at produksjonsvolumet blir omtrent likt som i 2012, og derfor har vi estimert produksjonsvolumet i 2013 til å ligge rundt 2012 nivået. Etter 2013 og fremover har vi estimert en stabil årlig vekst mellom 2,5- 3,5 %. Vi synes at dette er et rimelig estimat, og i forhold til gjennomsnittlig historisk trend på rundt 4 % synes vi at en noen lavere vekst fremover er forsvarlig på grunn av blant annet begrenset tilgang til lisenser.

	2013	2014	2015	2016	2017.....
HARVEST VOLUM (1000)	396 229	409 919	424 081	434 302	444 769

6.1.2 Pris

Som sagt tidligere i oppgaven har prisen vært veldig volatil de siste ti årene. For å estimere fremtidig gjennomsnitt pris har vi hentet forwardpriser for 2013 og 2014 fra fishpool.no (22.4.2013).

Figur 6-2 Forwardpris



Deretter har vi beregnet en gjennomsnittspris for både 2013 og 2014. Tabellen under viser justerte priser for 2013 og 2014 som vi skal bruke i estimeringen. Vi tror at årene frem mot slutten av 2015 er en økonomisk ustabil periode men forbedrer seg i begynnelsen av 2016. Fra 2016 og fremover har vi estimert en stabil vekst.

	2013	2014	2015	2016	2017.....
GJENNOMSNIFF PRIS	30	30	27	28	30

6.1.3 MH VAP

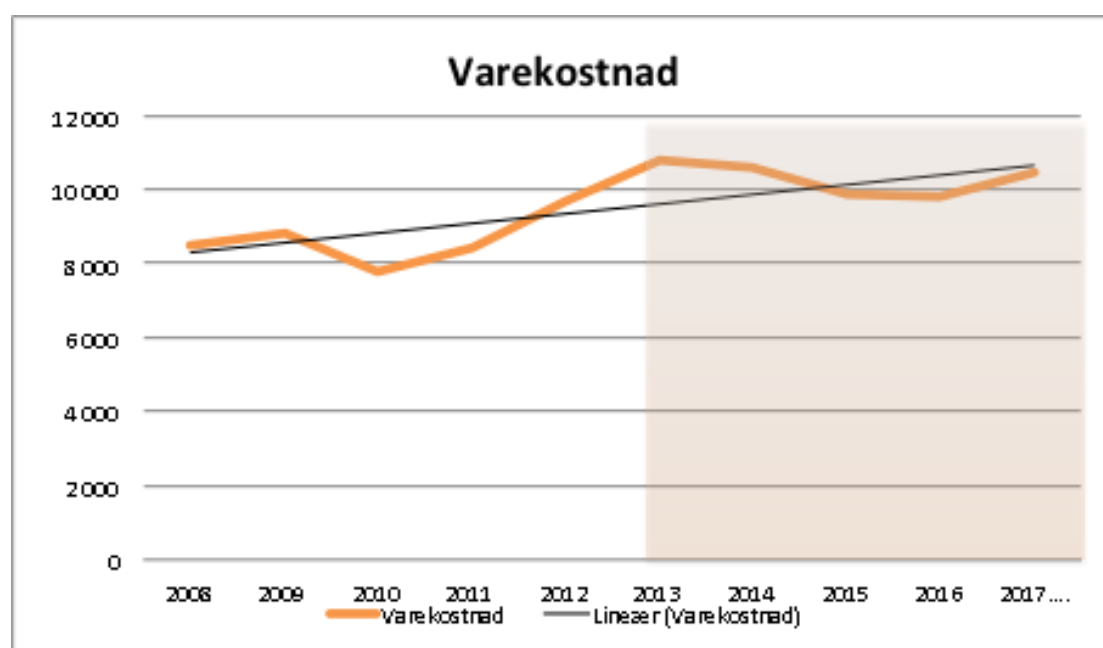
Vi fant ved å analysere MH VAP at den har hatt forholdsvis stabil vekst. I analysen fant vi at produksjonsvolumet utgjør gjennomsnittlig ca. 7 % av MH VAP sin omsetning. Intervallet til prosentvis andel varierer mellom 6,8 % og 7,6 %. Ved å bruke et gjennomsnitt på 7 % har vi funnet estimert vekst til MH VAP. Vi synes at dette er en forsvarlig måte å beregne fremtidig volum på fordi MH VAP sin omsetning korrelerer sterkt i forhold til produksjonsvolumet.

	2013	2014	2015	2016	2017.....
MHVAP	5 826 897 941	6 028 217 265	6 236 492 172	6 386 791 633	6 344 491 912

6.2 Varekostnad

Varekostnadene utgjør en stor andel av de totale kostnadene. Kostnadene har variert noe, og har ligget mellom 50,9 % og 64,8 % av omsetningen de siste 5 årene. Vi tror at prosentvis andel av omsetningen avtar noe på grunn av avtalen med Nofirma og alternativ råvarebruk. Dette vil si at vi forventer at marginer kommer til å øke noen i fremtiden.

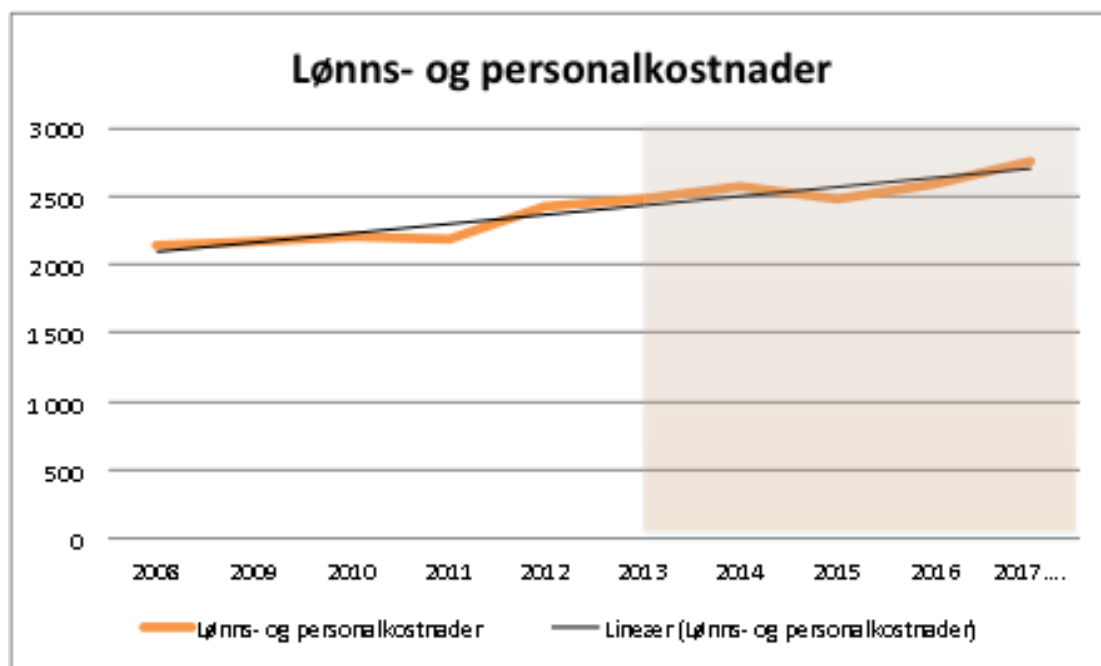
Figur 6-3 Varekostnad



6.3 Lønns- og personalkostnader

Et gjennomsnitt på lønns- og personalkostnadene har vært 14,8 % de siste 5 årene. Vi tror at kostnadene i forhold til omsetningen avtar noe gjennom teknologisk utvikling, effektivisering av produksjonen og automatisering. Dermed har vi kommet frem til en konklusjon om å bruke en lavere prosentvis andel av omsetning enn hva gjennomsnittet har vært de siste årene. Vi synes at 14 % av omsetningen er et rimelig anslag.

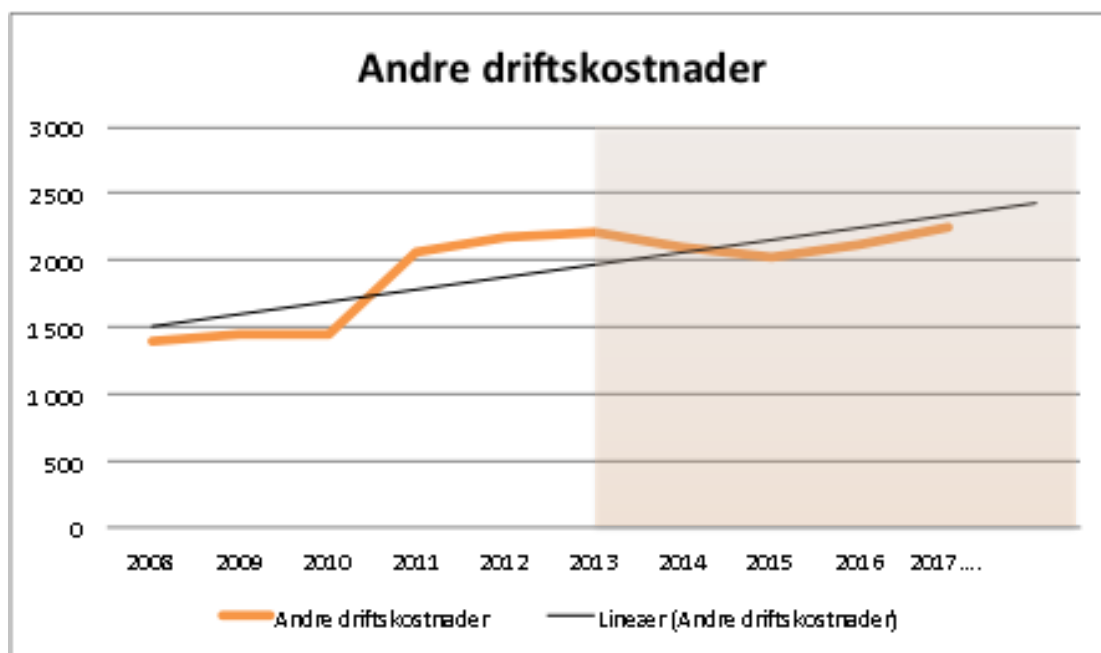
Figur 6-4 Lønns- og personalkostnader



6.4 Andre driftskostnader

MHG har slitt med produksjonen i Chile og Canada på grunn av økte kostnader fra år 2010. Vi tror allikevel at problemene i Chile og Canada løses i nærmeste fremtid men påfører fortsatt en noe høyere kostnad i 2013 enn gjennomsnittet. Andel av omsetning har ligget mellom 9,8 % og 13,9 % de siste 5 årene. Vi tror at prosentvis andel av omsetningen kommer til å ligge rundt det samme nivået som gjennomsnittet fra og med 2014. Vi tror at andre driftskostnader øker historisk sett noe på grunn av forebyggende tiltak mot biologiskrisiko og rømming av laks. Derfor har vi ingen grunn til å avvike fra gjennomsnittet. Vi bruker 11,4 % av omsetningen som et grunnlag for å estimere de fremtidige andre driftskostnadene.

Figur 6-5 Andre driftskostnader



6.5 Skatt

Når en bedrift opererer i flere land så vil også inntekten ha ulik skattesats i de forskjellige landene. I en verdsettelse vil det derfor oppstå problemer rundt hvilken skattesats som skal brukes. Dette kan håndteres på tre ulike varianter. Den første og tryggeste måten er å holde inntekten separert for så å bruke den korrekte skattesatsen i det respektive landet. Den andre metoden er å bruke et vektet gjennomsnitt av skattesatsene fra hvert land. Vektene vil være kalkulert ut i fra hvor stor inntekt landet utgjør av totalen. Den tredje og siste varianten er å bruke skattesatsen til det landet som hovedkvarteret er lokalisert i og som muligens har høyest skattesats av landene. Vi valgte å vekte hvert land med utgangspunkt i den operasjonelle EBITDA.

Inntekten fra «MH Other business entities», som er en samling av mange organisasjoner i forskjellige land, har vi valgt å legge på MH Norway sin inntekt. Ved hjelp av denne metoden fant vi ut at for perioden 2008 til 2011 var det en gjennomsnittlig skattesats på 27,7 %. Grunnen til at 2012 ikke er med i betraktningen er fordi MHG sluttet å skille mellom landene i oppføring av inntektene og startet med å skille mellom kun oppdrett og salg & markedsføring. Dette gjør det vanskelig å finne den korrekte vektede skattesatsen. Vi har derfor valgt å benytte oss av den tredje metoden som er å bruke skattesatsen til det landet som hovedkvarteret er lokalisert i,

nemlig Norge. Skattesatsen i Norge er 28 %, noe som passer ganske bra med den gjennomsnittlige skattesatsen vi fant på 27,7 %.

6.6 Netto arbeidskapital

Arbeidskapitalen er som regel forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men vi vil gjøre noen justeringer når det handler om verdsettelse.

Når det kommer til omløpsmidlene så vil vi trekke ut kontantene og netto verdi på valutasikringer. Dette gjør vi fordi disse midlene ikke har noen direkte innvirkning på driften og kan få en grei avkastning med å investere andre steder.

Ved utregning av WACC så tar vi hensyn til gjeld og vi vil derfor trekke i fra den kortsiktig rentebærende gjelden og annen kortsiktig gjeld i fra utregningen av netto arbeidskapital. Dette gjør at vi blir stående med leverandørgjeld, betalbar skatt og offentlige avgifter og andre skatter som den kortsiktige gjelden.

Den beste måten å estimere netto arbeidskapital på er å beregne den som en prosent av driftsinntektene. Med å kalkulere prosentandelen for de siste 5 årene kan vi se at den gjennomsnittlige netto arbeidskapitalen er 51 %.

Tabell 6-6 Arbeidskapital i % av driftsinntekter

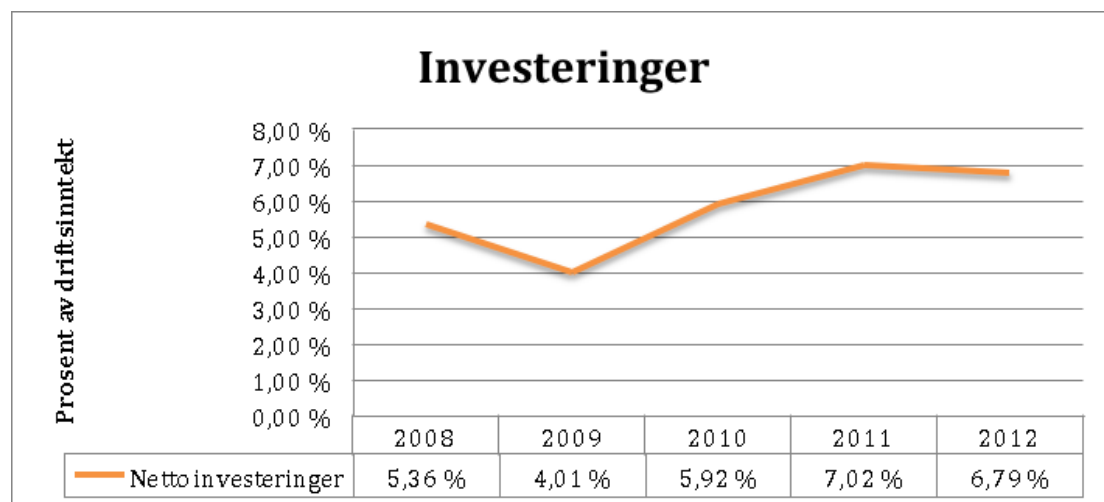
Arbeidskapital	7201,6	6665,5	8727,4	7663,8	7666,7
Operasjonell driftsinntekt	13 124,6	14 619,5	15 281,2	16 023,6	15 569,3
i % av driftsinntekter	54,87 %	45,59 %	57,11 %	47,83 %	49,24 %
<hr/>					
gjennomsnittlig arbeidskapital	50,93 %				

6.7 Investeringer

Det vil alltid kreve investeringer for å opprettholde eller forbedre den daglige driften i en bedrift. Derfor er det viktig at vi tar med netto investeringer i utregning av fremtidsbudsjettet. Spørsmålet er bare om vi skal fokusere kun på normalinvesteringene, som er kjøp av driftsmidler som går på den direkte driften, eller om vi skal inkludere kjøp av aksjer og andre investeringer også. I utgangspunktet så er det bare normalinvesteringene som er stabile hvert år og som har en innvirkning på kontantstrømmen. Men som nevnt før så har vi valgt å regne med lavere

varekostnader i fremtiden, som følge av en investering i et fôr selskap, så derfor er det naturlig og ta med kostnaden av denne type investeringer også. Vi har derfor valgt å se på netto investeringer i forhold til driftsinntekten og under kan du se gjennomsnittet for de siste 5 år.

Figur 6-7 Investeringer



Av figuren kan vi se at investeringene har ligget litt høyere de siste to årene enn ellers. Dette kommer av at det i disse årene ble gjort større investeringer i andre aksjer enn ellers. Dette er som sagt en post som vil variere veldig for hvert år og derfor er det naturlig å se på gjennomsnittet over en periode på 5 år. Gjennomsnittet for de siste 5 år er 5,82 % og vi vil derfor bruke 5,8 % i utforming av vårt fremtidsbudsjett.

7 Verdsettelse av Marine Harvest

Vi skal som nevnt tidligere verdsette Marine Harvest etter total kapitalmetoden.

Størrelsen på de ulike postene er diskutert og fastsatt i forrige kapittel. Dette gjør at vi står igjen med følgende fremtidsbudsjett som skal brukes i verdsettelsen:

Tabell 7-1 Prognostisert kontantstrøm

	<u>E 2013</u>	<u>E 2014</u>	<u>E 2015</u>	<u>E 2016</u>	<u>E 2017</u>
Operasjonelle driftsinntekter	17 714	18 326	17 687	18 547	19 688
Varekostnad	-10 805	-10 629	-9 905	-9 830	-10 434
Lønns- og personalkostnader	-2 480	-2 566	-2 476	-2 597	-2 756
Andre driftskostnader	-2 214	-2 089	-2 016	-2 114	-2 244
Operasjonell EBITDA	2 214	3 042	3 290	4 006	4 253
Normale investeringer	1027	1063	1026	1076	1142
Netto driftsavhengige arb.kap.	9034	9346	9020	9459	10041
Endrings arbeidskapital	200	312	-326	439	582
<i>Operasjonell kontantstrøm før Skatt</i>	<i>987</i>	<i>1667</i>	<i>2590</i>	<i>2492</i>	<i>2529</i>
Skatt	276	467	725	698	708
Operasjonell kontantstrøm etter skatt	711	1200	1865	1794	1821

Den siste kontantstrømmen legger grunnlaget for terminalverdien, som er en verdi for alle kontantstrømmene som kommer etter terminaltidspunktet. For å beregne denne har vi valgt å bruke «Gordon growth model⁴⁴».

$$Terminalverdi_{2017} = \frac{KS_{2017}}{(WACC - Vekstkomponent(g))}$$

Videre så må vi neddiskontere de aktuelle kontantstrømmene.

$$EV = \frac{KS_{2013}}{1+r} + \frac{KS_{2014}}{(1+r)^2} + \frac{KS_{2015}}{(1+r)^3} + \frac{KS_{2016}}{(1+r)^4} + \frac{T_{2017}}{(1+r)^4}$$

Der

- KS_x er den operasjonelle kontantstrømmen etter skatt for år x
- r = WACC = 7,43 %
- g = vekstkomponent = 2,5 %

⁴⁴ Valuation: The art and science of corporate investment decisions s.45

Vi får da følgende verdsettelse av Marine Harvest:

Nåverdi kontantstrøm 2013 - 2016	4 552
+Nåverdi Terminalverdi	25 800
-Netto finansiell gjeld	4 067
=Verdi av EK	26 285
Per aksje	7,01

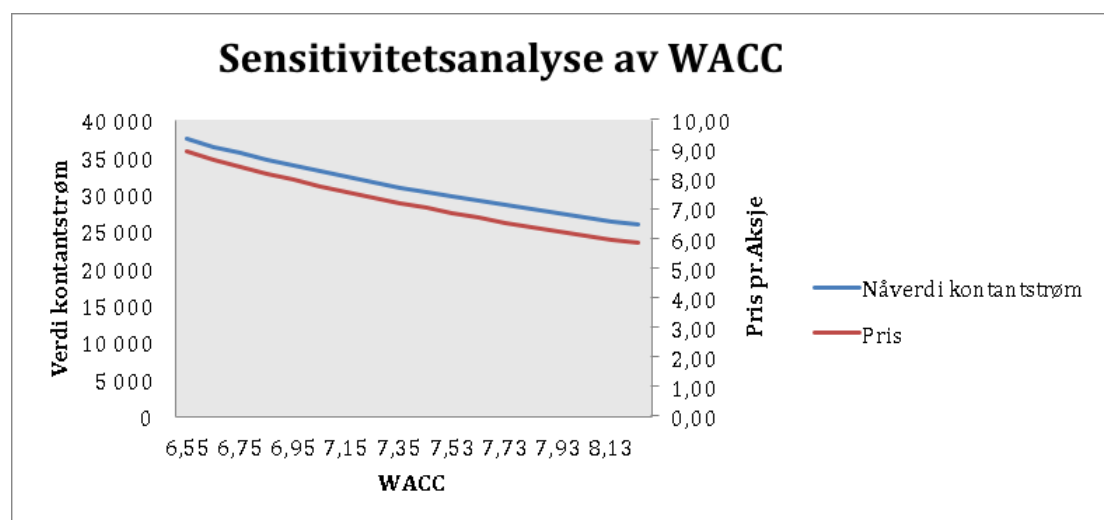
8 Sensitivitetsanalyse

En verdsettelse tar for seg mange forskjellige verdidrivere som må estimeres. Vi har prøvd å tallfeste disse etter beste evne gjennom analyser og relevante teorier. Selvfølgelig er ikke våre estimater 100 % korrekte og vi vil derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse. I en sensitivitetsanalyse sjekker vi følsomheten til vår aksjepris i forhold til små endringer i viktige verdidrivere. Vi vil se på hvordan verdsettelsen vår forandrer seg i forhold til utgangspunktet med en endring i WACC, laksepris, varekostnader og volum.

8.1 WACC

I utarbeidelsen av WACC så er det flere faktorer å ta hensyn til, så derfor er det viktig å se på hva en endring i disse har å si for en endring i WACC. I vedlegg 3 kan du se hvordan en endring i beta eller risikofri rente kan påvirke WACC. Videre vil vi ta for oss absolutte endringer i WACC og se hvordan den neddiskonterte kontantstrømmen og pris pr aksje vil bli påvirket av positive/negative endringer i denne.

Figur 8-1 Sensitivitetsanalyse av WACC



Som vi kan se av figuren så vil en økning av WACC resultere i en lavere verdi på kontantstrømmen og dermed en lavere pris pr aksje. Hvis for eksempel beta verdien øker til 1.22 samtidig som den risikofrie renten økes til 2.45 % så vil den nye WACC bli 7,93 % og vi vil få en pris pr aksje på 6,22 kr. Dette er en ganske stor nedgang fra 7,01 kr pr aksje som er vårt estimat, og beviser bare hvordan små endringer kan gjøre store utslag.

8.2 Laksepris

Lakseprisen har som nevnt variert veldig de siste årene og vil fortsette å variere i årene som kommer. Derfor har vi valgt å se på hva en prosentvis endring vil ha å si for verdsettelsen vår.

Tabell 8-2 Sensitivitetsanalyse – endring i laksepris

Laksepris i %	Verdi kontantstrøm	Aksejpris	Endring i kontantstrømverdi	Endring i aksjepris
10% Reduksjon	28499	6,52	-6,1 %	-7,0 %
5% Reduksjon	29426	6,77	-3,1 %	-3,4 %
1% Reduksjon	30167	6,96	-0,6 %	-0,7 %
Estimert	30352	7,01	0,0 %	0,0 %
1% Økning	30537	7,06	0,6 %	0,7 %
5% Økning	31279	7,26	3,1 %	3,6 %
10% Økning	32205	7,51	6,1 %	7,1 %

Som vi kan se så vil en endring i prisen ha litt å si for utfallet av aksjeprisen men kanskje ikke så mye som forventet. En reduksjon/økning av lakseprisen på 10 % vil føre til at aksjeprisen vil bli estimert mellom 6,52 kr og 7,51 kr noe som er godt over 5,53 kr som er aksjens kurs på verdsettelsestidspunktet.

8.3 Varekostnader

MHG har lagt stor vekt på å redusere kostnadsnivået de siste årene og dette er noe vi har tatt med i vår estimering av det fremtidige kostnadsnivået. Derfor er det viktig å se på hva en endring i kostnadsnivået vil ha å si for aksjeprisen.

Tabell 8-3 Sensitivitetsanalyse – endring i varekostnad

Varekostnad i %	Verdi kontantstrøm	Aksejpris	Endring i kontantstrømverdi	Endring i aksjepris
10% Reduksjon	43490	10,52	43,3 %	50,1 %
5% Reduksjon	36921	8,77	21,6 %	25,1 %
1% Reduksjon	31666	7,36	4,3 %	5,0 %
Estimert	30352	7,01	0,0 %	0,0 %
1% Økning	29038	6,66	-4,3 %	-5,0 %
5% Økning	23783	5,26	-21,6 %	-25,0 %
10% Økning	17214	3,51	-43,3 %	-49,9 %

Tydeligvis vil en endring i varekostnadene ha veldig mye å si i forhold til aksjeprisen. Dette bekreftes fint med å se på at en endring på 1 % i kostnadene vil føre til en endring på 5 % i aksjeprisen.

8.4 Volum

Produksjonsvolum kan bli utsatt for etterspørselssvikt eller virus utbrudd som gjør at det vil variere fra det som først er antatt. Dette gjør at vi vil se nærmere på hva en endring i volumet har å si for aksjeprisen.

Tabell 8-4 Sensitivitetsanalyse – endring i volum

Volum i %	Verdi kontantstrøm	Aksjepris	Endring i kontantstrømverdi	Endring i aksjepris
10% Reduksjon	26272	5,92	-13,4 %	-15,5 %
5% Reduksjon	28562	6,53	-5,9 %	-6,8 %
1% Reduksjon	30044	6,93	-1,0 %	-1,1 %
Estimert	30352	7,01	0,0 %	0,0 %
1% Økning	30631	7,09	0,9 %	1,1 %
5% Økning	31412	7,3	3,5 %	4,1 %
10% Økning	31470	7,31	3,7 %	4,3 %

Som vi kan se av figuren så vil en reduksjon i volum ha større påvirkning på aksjeprisen enn en økning. En økning på 10 % vil nesten ha den samme effekten som en økning på 5 %, mens en reduksjon ser ut til å påvirke aksjeprisen sterkere jo større den prosentvise endringen. En endring på +/- 10 % vil uansett gjøre at aksjekursen fremdeles ligger over 5,53 kr.

8.5 Oppsummering

Vi har vist at til og med små endringer i verdidriverne vil påvirke aksjeprisen. Verst er kostnadsnivået som vil endre aksjekursen med 5 ganger den prosentvise endringen. Dette er heldigvis en verdidriver som det er mulig å gjøre noe med og som det arbeides aktivt for å redusere. De andre verdidriverne vil selv med en økning/reduksjon på 10 % gjøre at aksjekursen holder seg over dagens kurs på 5,53 kr.

9 Komparativ verdsettelse

Når det kommer til den komparative verdsettelsen så har vi valgt å fortsette med å bruke de samme sammenlignbare selskapene som før i oppgaven. Eneste forskjellen er at vi velger å se bort i fra Grieg Seafood, fordi deres multiplikator ville vært misvisende med tanken på det negative resultatet de hadde i 2012. Vi står da igjen med de børsnoterte selskapene Cermaq, SalMar og Lerøy Seafood Group. I følge Mckinsey & Company (Valuation 2010) så bør en estimere fremtidige resultater i utarbeidelsen av multipler, men som nevnt tidligere så er den komparative verdsettelsen kun ment som et supplement og for å kvalitetssikre funnene fra hovedverdsettelsen. Vi har derfor valgt å benytte oss av historiske tall, nærmere bestemt årsrapportene fra 2012, i utarbeidelsen av multiplene. I vår komparativ analyse vil vi, som nevnt før, se nærmere på følgende multipler; P/E, EV/EBITDA og EV/SALES. I stedet for å bruke bransjegjennomsnittet for å regne ut multiplikatorene så har vi valgt å bruke et bransjegjennomsnitt som er vektet ut i fra selskapenes markedsverdi. En full utarbeidelse av multiplikatorene kan finnes i vedlegg 4.

Tabell 9-1 Komparativ verdsettelse

	Cermaq	Lerøy Seafood	SalMar	Marine Harvest
<i>Aksjekurs 02.04.2013</i>	93,25	157,00	53,25	5,53
P/E Estimert Verdi per aksje	93,35	316,50	152,67	3,95
EV/EBITDA Estimert Verdi per aksje	123,20	232,86	73,95	5,78
EV/SALES Estimert Verdi per aksje	175,17	229,38	51,04	5,67

Som vi kan se av tabellen over så vil en estimert verdi med bruk av P/E metoden gi en mye lavere verdi enn dagens aksjekurs, mens de andre to gir en litt høyere verdi. Grunnen til at P/E verdien er såpass lav kommer av det dårlige resultatet i 2012. At EV/EBITDA og EV/SALES viser til en høyere verdi per aksje, selv etter et svakt år, er bare med på å bekrefte vår verdsettelse om at aksjen er underpriset.

10 Konklusjon

Aksjekursen til Marine Harvest var den 2.4.2013 priset til 5,53 kr pr aksje. På bakgrunn av vår verdsettelse så har vi kommet frem til en verdi på 7,01 kr pr aksje. Dette tilsier en oppside på 26,7 %, og det er en god anbefaling om å kjøpe aksjen.

Med å analysere den strategiske posisjonen samt de siste års regnskap har vi funnet ut at det ikke er noe spesielt som skiller MHG fra andre selskaper i bransjen. Men noe som vil hjelpe MHG med å utvikle seg i fremtiden er fokuset på å minimere kostnadsnivået, samt samarbeidet med Norfirma. Dette har vi tatt med i betraktning når vi har prognostisert fremtidsbudsjettet, som er grunnlaget for verdsettelsen vår.

Det at terminalverdien utgjør rundt 85 % av den estimerte verdien av selskapet reflekterer bare at verdsettelsen inneholder en stor grad av usikkerhet. Med å gjennomføre en sensitivitetsanalyse så sjekket vi følsomheten på verdiestimatet i forhold til viktige verdidrivere. Her kom vi frem til at vår verdivurdering er solid med tanken på endringer i volum, pris og WACC, men er ganske sårbar mot små endringer i kostnadsnivået.

Den komparative analysen gir litt forskjellige resultater med en liten oppside som mest pålitelig. Dette er uansett kun ment som et supplement til verdsettelsen og vil ikke påvirke vår estimerte verdi da vi føler at man kan med en nøye valgt multiplikator, finne den verdien man vil.

Vi har gjort denne verdsettelsen etter våre beste estimater og har en god følelse på at det er en reell mulighet for at aksjekursen til Marine Harvest vil stige i fremtiden. Vi vil derfor konkludere med en kjøpsanbefaling da vi føler at aksjekursen pr 2.4.2013 er underpriset.

11 Litteraturliste

11.1 Bøker

Bøhren, Øyvind & Michalsen, Dag : Finansiell Økonomi : Teori og Praksis : Skarvet Forslag AS 2006

Damodaran, Aswath: Damodaran on valuation : security analysis for investment and corporate finance. - 2nd ed. 2006

Damodaran, Aswath: Investment valuation : tools and techniques for determining the value of any asset. - 2nd ed. - New York : Wiley, 2002

Hovland, Odd Eyvind: En studieguide fra BI nettstudier : Strategi : BI forlag Oslo 2010

Kinserdal, Arne: Finansiell rapportering og analyse. - 13. utg. 2005

McKinsey & Company, Koller Tim, Goedhart Marc, and Wessels David: Valuation: Measuring and managing the value of companies, - 5th Edition 2010.

Penman, Stephen H.: Financial statement analysis and security valuation. – 5th ed., International ed. 2012

Titman Sheridan, D. Martin John: Valuation: The art and science of corporate investment decisions. – 2nd ed. 2011

11.2 Rapporter

Cermaq årsrapport 2008 – 2012

En kunnskapsbasert sjømatnæring, utarbeidet av Frank Asche og Ragnar Tveterås, Handelshøyskolen BI, 8/2011

Eierskapsstruktur i norsk havbruksnæring – betydning for lokal verdiskapning og sysselsetting, utarbeidet av Pöyry Management Consulting for Marine Harvest, 9/2012

Grieg Seafood årsrapport 2008 – 2012

Lerøy Seafood årsrapport 2008 – 2012

Marine Harvest årsrapport 2008 – 2012

Risikopremien i det norske markedet 2012 og 2013, utarbeidet av PwC

SalMar årsrapport 2008 – 2012

Salmon farming industry handbook 2012

11.3 Internett kilder

www.abcnyheter.no

www.ateles.se

www.bellona.no

www.cermaq.com

www.e24.no

www.espensirnes.blogspot.no

www.fhl.no

www.hegnar.no

www.helsedirektoratet.no

www.innovasjon Norge.no

www.ipo.no

www.lederkilden.no

www.magma.no

www.marineharvest.com

www.mattilsynet.no

www.norlandsforskning.no

www.nrk.no

www.ntnu.diva-portal.org

www.plose.org

www.regjeringen.no

12 Vedlegg

12.1 Vedlegg 1 Regnskapsanalyse

Likviditetsgrad 1	(Nok Millioner)	Marine Harvest				
		2008	2009	2010	2011	2012
	Sum omløpsmidler	9 503,5	8 489,7	11 032,4	9 872,0	9 704,8
	/ Sum kortsiktig gjeld	5 514,5	2 569,5	3 041,8	2 905,7	3 299,1
	Likviditetsgrad 1	1,7	3,3	3,6	3,4	2,9

Likviditetsgrad 2	(Nok Millioner)	Marine Harvest				
		2008	2009	2010	2011	2012
	Sum omløpsmidler	9 503,5	8 489,7	11 032,4	9 872,0	9 704,8
	- varelager	1 074,5	742,7	775,8	783,0	819,7
	- biologiske eiendeler	5 620,6	5 351,1	7 278,1	6 285,2	6 207,9
	/ Sum kortsiktig gjeld	5 514,5	2 569,5	3 041,8	2 905,7	3 299,1
	Likviditetsgrad 2	0,5	0,9	1,0	1,0	0,8

Egenkapitalandel i %	(Nok Millioner)	Marine Harvest				
		2008	2009	2010	2011	2012
	Sum Egenkapital	9 624,6	11 460,5	12 570,7	10 842,1	11 688,7
	/ Sum Totalkapital	22 736,4	20 389,3	23 528,8	22 788,4	23 284,7
	Egenkapitalandel	42,33 %	56,21 %	53,43 %	47,58 %	50,20 %

Rentedekningsgrad	(Nok Millioner)	Marine Harvest				
		2008	2009	2010	2011	2012
	Ordinært resultat f.skatt	-3 261,3	1 660,5	4 252,3	1 382,9	789,2
	+ finanskostnader	1 786,60	470,10	721,80	622,50	842,20
	/ Finanskostnader	1 786,60	470,10	721,80	622,50	842,20
	Rentedekningsgrad	-0,83	4,53	6,89	3,22	1,94

ROCE	(Nok Millioner)	Marine Harvest				
		2008	2009	2010	2011	2012
	Driftsresultat	-1692,2	1347,7	4461,2	1209,4	968,7
	+ finansinntekter	217,6	782,9	513	796	662,7
	/ Sysselsatt kapital	17854,5	16807,5	18678,8	17687,8	17819,7
	ROCE	-0,08	0,13	0,27	0,11	0,09

EBITDA-margin	(Nok Millioner)	Marine Harvest				
		2008	2009	2010	2011	2012
	EBITDA	1086,5	2207,3	3844,2	3384	1320,6
	/ Driftsinntekter	13 124,6	14 619,5	15 281,2	16 132,8	15 463,5
	EBITDA-margin	0,08	0,15	0,25	0,21	0,09

12.2 Vedlegg 2 Finansiell Gjeld

	2012
Finansielle eiendeler	
Investeringer i tilknyttede selskaper	647,3
Andre aksjer	1 081,8
Kontanter og kontantekvivalenter	335,3
Sum finansielle eiendeler	2 064,4
Finansiell gjeld	
Langsiktig rentebærende gjeld	5 338,5
Annen langsiktig gjeld	414,7
kortsiktig rentebærende gjeld	377,8
Sum finansiell gjeld	6 131,0
Netto finansiell gjeld	4 066,6
Sum egenkapital tilordnet eiere i Marine Harvest ASA	11 619,7
Ikke-kontrollerende eierinteresser	69,0
Sum egenkapital	11 688,7
	15 755,3
ANDEL EK	74,2 %
ANDEL GJELD	25,8 %

12.3 Vedlegg 3 Sensitivitetsanalyse

		Beta						
		0,97	1,02	1,07	1,12	1,17	1,22	1,27
Risikofri rente	2,05 %	6,55 %	6,76 %	6,97 %	7,18 %	7,39 %	7,60 %	7,81 %
	2,15 %	6,64 %	6,85 %	7,06 %	7,26 %	7,47 %	7,68 %	7,89 %
	2,25 %	6,72 %	6,93 %	7,14 %	7,35 %	7,56 %	7,77 %	7,98 %
	2,35 %	6,80 %	7,01 %	7,22 %	7,43 %	7,64 %	7,85 %	8,06 %
	2,45 %	6,89 %	7,10 %	7,31 %	7,52 %	7,72 %	7,93 %	8,14 %
	2,55 %	6,97 %	7,18 %	7,39 %	7,60 %	7,81 %	8,02 %	8,23 %
	2,65 %	7,06 %	7,26 %	7,47 %	7,68 %	7,89 %	8,10 %	8,31 %

WACC	Verdi	Pris
6,55	39 365	9,42
6,65	38 348	9,15
6,75	37 379	8,89
6,85	36 455	8,64
6,95	35 573	8,41
7,05	34 729	8,18
7,15	33 923	7,97
7,25	33 151	7,76
7,35	32 411	7,56
7,43	31 828	7,41
7,53	31 153	7,23
7,63	30 494	7,05
7,73	29 859	6,88
7,83	29 249	6,72
7,93	28 661	6,56
8,03	28 095	6,41
8,13	27 550	6,27
8,23	27 023	6,12

12.4 Vedlegg 4 Komparativ analyse

	Cermaq	Lerøy Seafood	SalMar	Marine Harvest	Veid gj.snitt
Aksjekurs	93,25	157,00	53,25	5,53	
Antall aksjer	92500000	54 577 368	113 299 999	3 748 341 597	
Markedsverdi Egenkapital	8 625 625 000	8 568 646 776	6 033 224 947	20 728 329 031	
Årsresultat	240 347 000	480 797 000	481 442 000	412 600 000	
Resultat per Aksje	2,60	8,81	4,25	0,11	
P/E	35,89	17,82	12,53	50,24	
Vektet P/E for andel markedsverdi	7,04	3,47	1,72	23,69	35,93
Estimert Verdi	8 635 098 667,90	17 273 897 881,94	17 297 071 204,85	14 823 741 134	
P/E Estimert Verdi per aksje	93,35	316,50	152,67	3,95	
<i>vekt med hensyn til markedsverdi</i>	<i>0,20</i>	<i>0,19</i>	<i>0,14</i>	<i>0,47</i>	
Markedsverdi Egenkapital	8 625 625 000	8 568 646 776	6 033 224 947	20 728 329 031	
+Netto rentebærende gjeld	2 999 855 000	2 231 860 000	27 644 000	5 381 000 000	
-Kontanter	510 181 000	1 082 797 000	55 336 000	335 300 000	
=Enterprise Value(EV)	11 115 299 000	9 717 709 776	6 005 532 947	25 774 029 031	
EBITDA	694 859 000	774 866 000	510 834 000	1 320 600 000	
EV/EBITDA	16,00	12,54	11,76	19,52	
Vektet EV/EBITDA for andel markeds	3,14	2,44	1,61	9,20	16,40
Estimert Verdi	11 396 418 856	12 708 617 854	8 378 215 192	21 659 229 774	
EV/EBITDA Estimert Verdi per aksje	123,20	232,86	73,95	5,78	
Markedsverdi Egenkapital	8 625 625 000	8 568 646 776	6 033 224 947	20 728 329 031	
+Netto rentebærende gjeld	2 999 855 000	2 231 860 000	27 644 000	5 381 000 000	
-Kontanter	510 181 000	1 082 797 000	55 336 000	335 300 000	
=Enterprise Value(EV)	11 115 299 000	9 717 709 776	6 005 532 947	25 774 029 031	
Driftsinntekter	11 781 921 000	9 102 941 000	4 204 791 000	15 463 500 000	
EV/SALES	0,94	1,07	1,43	1,67	
Vektet EV/SALES for andel markedsv	0,19	0,21	0,20	0,79	1,38
Estimert Verdi	16 203 340 121	12 519 015 288	5 782 729 209	21 266 510 780	
EV/SALES Estimert Verdi per aksje	175,17	229,38	51,04	5,67	