

Valuation of Marine Harvest ASA



Universitetet
i Stavanger

Nam Thanh Vo

2016

UiS Business School



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS**

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE SPESIALISERINGSRETNING:
Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Marine Harvest ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Marine Harvest ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

217214

.....

.....

Navn:

Nam Thanh Vo

.....

.....

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2016

Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen er å verdsette Marine Harvest ASA per 31.12.2015, og utarbeide en handlingsstrategi basert ut ifra den estimerte verdien. Verdivurderingen tar i utgangspunktet i den fundamentale analysen, og den komparative analyse som et supplement.

Oppgaven starter først med kort beskrivelse av bransjen og selskapet, før det gjøres rede for ulike verdsettelsesteknikker og valg av metode. Videre i analysen foretok jeg en strategisk analyse og regnskapsanalyse for danne grunnlaget for prognostiseringen av fremtidsregnskapet. Den strategiske analysen vil avdekke eksterne og interne faktorer som kan påvirke selskapet og bransjen for øvrig, mens i regnskapsanalysen ser vi på viktige nøkkeltall for selskapet i forhold til bransjegjennomsnittet og omgrupperer regnskapet for analyseformål.

For å finne et verdiestimat ut ifra fremtidigregnskapet ble det estimert et avkastningskrav. Den fundamentale verdsettelsen kan beregnes på bakgrunn av å diskontere den frie kontantstrømmen i fremtidsregnskapet med selskapets avkastningskrav, WACC.

For å underbygge resultatet fra den fundamentale verdsettelsen ble det gjennomført en komparativ verdsettelse som et supplement med utgangspunktet i multipler. Avslutnings så vi på hvor følsom aksjeprisen er for endringer i enkelte variabler i sensitivitetsanalyse.

Den endelig verdiestimatet er på NOK 124,8 per aksje som er basert fra det vektete resultatet av den fundamentale- og komparative analysen, med forholdsvis $2/3$ og $1/3$. Den endelig verdiestimatet er høyere markedets aksjepris på NOK 119,6 per 31.12.2015. Det settes en nedre og øvre grense på 10% for å skille hold fra kjøp- og salgsanbefaling. Handelsstrategien vil i dette tilfellet være på hold av selskapets aksjer.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som den avsluttende leddet av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger våren 2016, med spesialisering innenfor anvendt finans.

Valget av oppgaven er tatt i utgangspunktet i spesialisering og av egen interesse for verdsettelse. Det å skrive en oppgave innenfor verdsettelse vil kunne åpne muligheter for å bruke mine egne faglige kunnskaper, samtidig videreutvikle meg innenfor fagområdet. Jeg har valgt å skrive en verdivurdering av Marine Harvest som operer innenfor oppdrettsnæringen. Oppdrettsnæringen er et spennende bransje som har hatt en relativt høyt vekst i den siste perioden og blitt omtalt mye i media etter oljenedturen.

Arbeidet med utredningen har vært spennende, lærerikt og utfordrende. Til gjengjeld har jeg fått lært mye om selskapet og oppdrettsnæringen, samtidig fått en bedre forståelse for fagområde.

Jeg vil videre rette en stor takk til min veileder, Lars Atle Kjøde for gode og konstruktive tilbakemeldinger gjennom prosessen.

Stavanger 15.06.2016

Nam Thanh Vo

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	i
Forord	ii
1 Introduksjon.....	1
1.1 Motivasjon og formål	1
1.2 Problemstilling	1
1.3 Oppgavens struktur	1
2 Presentasjon av selskapet og bransjen.....	2
2.1 Oppdrettsbransjen.....	2
2.2 Det globale markedet for laks.....	4
2.2.1 Handel og vareflyt	4
2.2.2 Produktet	5
2.2.3 Produksjon av laks.....	6
2.2.4 Kostnadsstrukturen	8
2.3 Marine Harvest ASA	9
2.3.1 Marine Harvest N.V	9
2.3.2 Pan Fish ASA	10
2.3.3 Fjord Seafood ASA	10
3 Verdsettelsesteknikker.....	11
3.1 Fundamental verdsettelse	11
3.2 Komparativ verdsettelse.....	12
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	12
3.4 Valg av metode.....	13
3.5 Rammeverket for verdsettelsen	14
4 Strategisk analyse	15
4.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	15
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	16
4.2.1 Porters fem krefter	16
4.2.2 Nyetableringer	16
4.2.3 Kunder	18
4.2.4 Leverandør.....	19
4.2.5 Substitutter.....	21
4.2.6 Direkte konkurrenter	22
4.3 PESTEL.....	24
4.3.1 Politiske forhold	24
4.3.2 Økonomiske forhold.....	25

4.3.3	Sosialkulturelle forhold	27
4.3.4	Teknologiske- og miljømessige forhold	27
4.3.5	Legale forhold	28
4.4	Intern ressursorientert analyse	29
4.4.1	Finansielle ressurser	30
4.4.2	Fysiske ressurser.....	30
4.5	Oppsummering av strategisk analyse	31
5	Regnskapsanalyse.....	32
5.1	Rammeverk for regnskapsanalyse.....	32
5.1.1	Valg av analysenivå.....	33
5.1.2	Valg av analyseperiode.....	33
5.1.3	Valg av komparative selskaper.....	34
5.2	Presentasjon av rapporterte tall	35
5.3	Omgruppering for analyse.....	37
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet.....	37
5.3.2	Omgruppering av balansen.....	42
5.3.3	Analyse og justering av målefeil	48
6	Nøkkeltallsanalyse.....	49
6.1	Lønnsomhet	49
6.2	Soliditet	50
6.3	Likviditet	52
7	Fremtidsregnskap	54
7.1	Driftsinntekter	54
7.2	Driftskostnader	56
7.3	Resultat fra tilknyttede selskaper.....	57
7.4	Investeringer.....	57
7.5	Arbeidskapital	57
7.6	Skatt.....	58
7.7	Endelig fremtidsregnskap.....	58
8	Avkastningskrav	59
8.1	Egenkapitalkostnad	60
8.1.1	Risikofri rente.....	60
8.1.2	Beta.....	61
8.1.3	Markedets risikopremie	62
8.2	Gjeldskostnad	63
9	Fundamental verdsettelse	64

10	Komparativ verdsettelse	65
11	Sensitivitetsanalyse	66
11.1	Risikofri rente.....	66
11.2	Beta.....	67
11.3	Langsiktig vekstrate	67
12	Konklusjon og handlingsstrategi	68
	Referanseliste.....	69
	Figurliste.....	72
	Tabelliste	74

1 Introduksjon

1.1 Motivasjon og formål

Jeg har valgt å skrive en verdsettelsesoppgave av det børsnoterte selskapet Marine Harvest. De operer innenfor oppdrettsnæringen som er en spennende bransje i dagens marked etter oljenedturen. Denne bransjen har hatt betydelig vekst gjennom de siste 20 årene og er et av Norges viktigste eksportnæringen. Det er forventet ytterligere vekst og at denne bransjen vil ha signifikant rolle for tilbudet av proteinrike kilder i fremtiden ettersom det vil være knapphet på animalske proteinkilder på landsbasis i fremtiden. Dette skyldes av den stadige økte befolkningsveksten i verden vil etterspørre etter mer proteinrike mat, og behovet for en bærekraftig produksjon vil bli enda viktigere i fremtiden.

Formålet med denne utredningen er å verdsette Marine Harvest per 31.12.2015, og utarbeidet en handlingsstrategi basert ut ifra den estimerte verdien.

1.2 Problemstilling

Basert ut ifra formålet med denne masterutredningen, gir dette følgende problemstilling:

«Hva er verdien av egenkapital til Marine Harvest ASA per 31.12.2015?»

1.3 Oppgavens struktur

Kapittel 2 inneholder en presentasjon av oppdrettsnæring og selskapet. Videre i kapittel 3 vil det bli presentert ulike metoder som kan benyttes for å verdsette Marine Harvest og valg av metode.

Kapittel 4 inneholder en strategisk analyse av selskapet og bransjen, mens i kapittel vil det bli gjennomført en omgruppering av regnskapet for analyseformål. Kapittel 6 omhandler viktige nøkkeltall fra regnskapet.

I kapittel 7 fastsettes selskapets fremtidigregnskap basert ut ifra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Videre i kapittel 8 fastsettes selskapets avkastningskrav.

Kapittel 9 inneholder en verdsettelse basert på totalkapitalmetoden og videre i kapittel 10 vil det gjennomført en komparativ verdsettelse med multipler som et supplement. Deretter vil det bli gjennomført en sensitivitetsanalyse i kapittel 11.

Kapittel 12 er avslutningsdelen og inneholder for øvrig en konklusjon av analysen.

2 Presentasjon av selskapet og bransjen

2.1 Oppdrettsbransjen

Fiskeoppdrett faller innenfor begrepet akvakultur og defineres som følge: virksomhet som på en eller annen måte påvirker organismer i sjø eller ferskvann, før de endelig blir høstet eller fanget (Hallenstvedt, 2009).

Oppdrettsbransjen er historisk sett som en relativt ungt næring. Det hele startet i 1960 med oppdrettspioner som eksperimenterte med oppdrett av laks. De høstet både gode og dårlige erfaringer rundt eksperimentene, som spredte seg raskt i miljøet og kunnskapsbasen vokste (Haaland, Hersoug, Kolle, & Møller, Uten år).

Det var imidlertid ikke før i 1969 at man begynte med oppdrett innenfor merder, etter at brødrene Grøntvedt hadde satt ut laksesmolt på Hitra og blitt regnet som verdens første lakseanlegg (Hallenstvedt, 2015). De oppnådde allerede svært gode resultater det første året, og gjennombruddet for lakseoppdrett kom i begynnelsen av 1970 årene og har siden den gang blitt ett av de viktigste næringene i Norge (Hallenstvedt, 2015). Ser man på utviklingen de siste 20 årene har det vært enormt vekst på det globale markedet for den totale verdensproduksjonen av laks fra rundt 450.000 tonn til 2100.000 tonn årlig. Dette gir en årlig vekst på 8%.

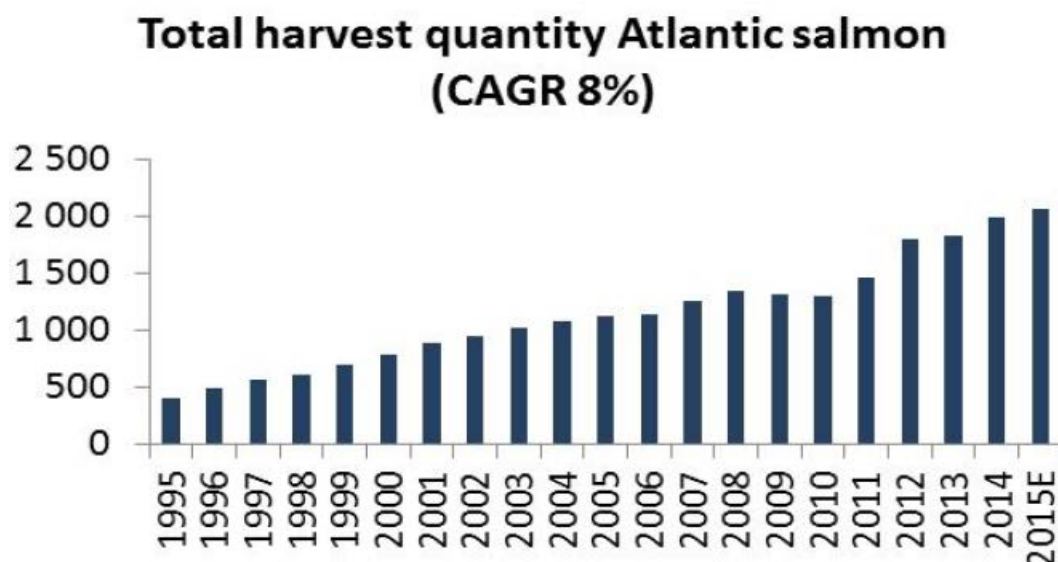


Figure 2-1: Totalt slaktevolum av laks (Kilde: SFI Handbook 2015)

Selv om man har hatt et eventyrlig vekst med oppdrett på det globale markedet, forventes det at veksten kommer til å avta i de kommende årene. Figuren under viser hvordan den historiske veksten av det globale tilbudet av laks fra 2004 til 2014, videre er det laget en prognose for

forventet vekst for 2014 til 2020. Som vi kan se har den årlige veksten vært på 6% mellom 2004 til 2014. I følge estimatene fra Kontali analysen forventes det en ytterligere reduksjon i tilbudsveksten og viser en fremtidig vekst på 3% for 2014 til 2020.

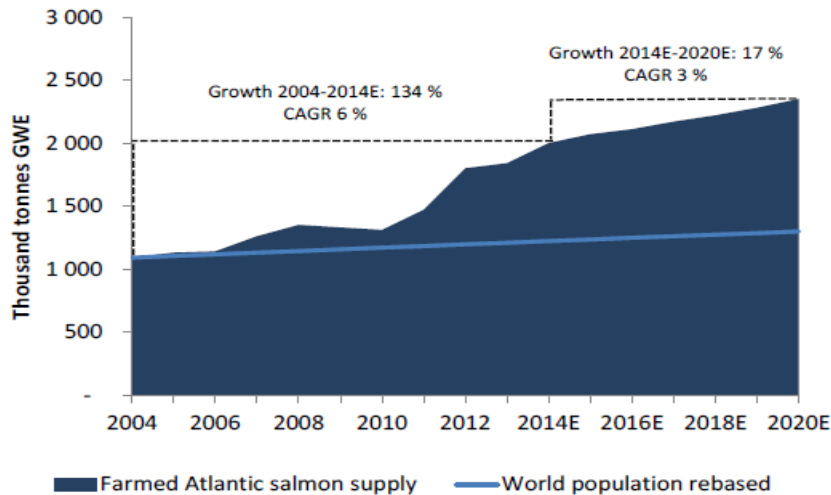


Figure 2-2: Produksvolum av laks med vekst estimerer (Kilde: SFI Handbook 2015)

Den reduserte veksten kan knyttes til at industrien har nådd et produksjonsnivå hvor de biologiske grensene er presset. Det forventes derfor at den fremtidige veksten ikke kan løses etter næringens avgjørelser alene ved at det åpnes flere konsesjoner, men at bransjen må finne løsninger som reduserer næringens biologiske fotavtrykk som følge av lakseoppdrett (Handbook, 2015). Dette krever fremgang i teknologi, utvikling av bedre farmasøytiske produkter, implementering av ikke-farmasøytiske produkter, forbedret regelverk for industrien og samarbeid innad i bransjen (Handbook, 2015). Industrien i Chile er godt eksempel som følge av raskt vekst og uten at disse biologiske faktorene er hensyntatt, førte det til en nedgang i markedet som følge av massive sykdomsutbrudd grunnet overproduksjon og mangel på overvåking (Handbook, 2015).

Oppdrettslaks er i dag en av Norges største og viktigste eksportnæring, og det forventes at bransjens betydning vil økes i fremtiden som følge av nedgangstidene rundt olje- og gassnæringen. De positive framtidssiktene for norsk lakseoppdrett er begrunnet med at vi er verdensledende på oppdrettskompetanse, både innen produksjon og teknologi. Vi har også en lang kystlinje med gunstige vanntemperatur forhold for produksjon av laks.

2.2 Det globale markedet for laks

Produksjonen av atlantisk laks har i hovedsakelig vært dominert av et fåtall produserende land. Markedet består av Norge, Chile, Canada, Skottland, Australia og Island. Dette er fordi oppdrett av laks er avhengig av visse naturgitte forhold som stabilt sjøtemperatur, skjermet kystlinje og andre biologiske faktorer. Norge er klart den største globale hovedprodusenten av atlantisk laks med litt over 50% av markedsandelen i næringen. Chile følger etter med et antatt markedsandel på 25% og er klart den nest største. Videre følger de andre regionene etter med Skottland og Canada i spissen.

2.2.1 Handel og vareflyt

Historisk sett har det vært en klar inndeling over hvilke produsenter som eksporterer til de ulike hovedmarkedene, der Norge eksporterer til Russland, EU og Asia. Chile har derimot hatt sitt hovedmarked i USA, Sør-Amerika også Asia. Canada har sitt hovedmarked sentrert på vestkysten av USA, mens Skottland har i hovedsakelig eksportert innland og til Storbritannia.

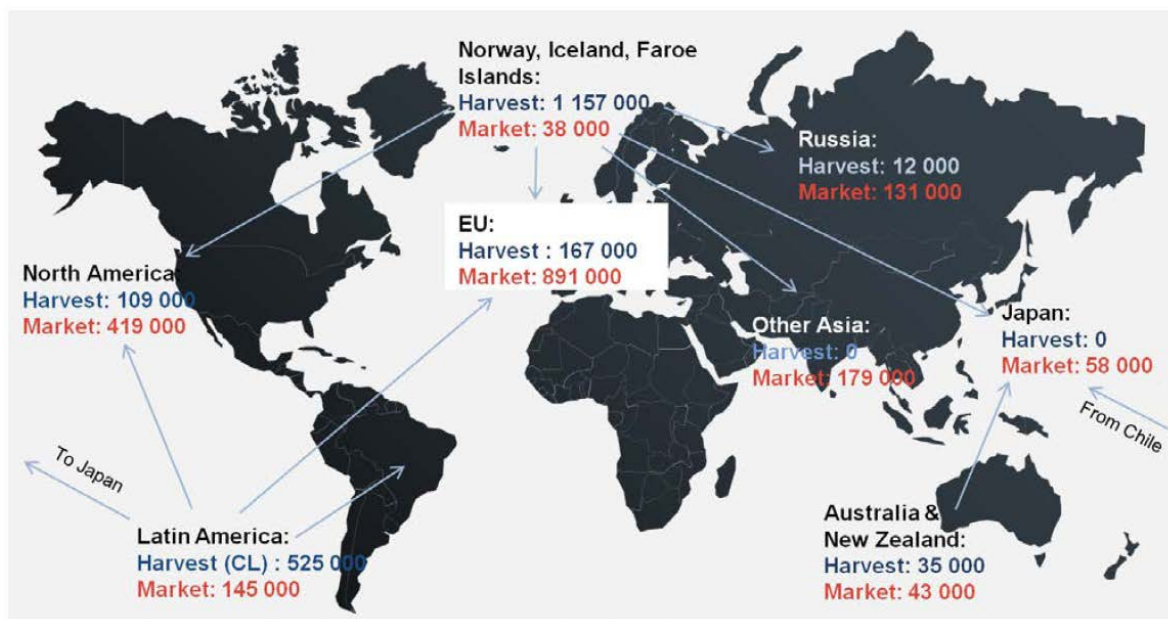


Figure 2-3: Handel og vareflyt oppdrettslaks (Kilde: SFI Handbook 2015)

Årsakene til denne klare inndelingen er på grunn av at de ulike regionene har historisk sett hatt full fokus på å utvikle de nærliggende markedene. Dette skyldes i hovedsakelig av at laks er et fersk produkt, og logistikken rundt tid og kostnader for transport har drevet denne trenden.

2.2.2 Produktet

Laks er en fellesbetegnelse for en fiske familie bestående av ulike arter som atlantisk laks, stillehavslaks, ørret, harr og røye. Laks er anadrom fiskeart, hvilket betyr at den blir født i ferskvann, vandrer deretter ut i saltvannsområder og returnerer tilslutt tilbake til ferskvann ved kjønnsmoden alder for gyting og reproduksjon. Flere av lakseartene eksisterer både i form av oppdrettslaks og villaks. Det største produksjon av laks er gjennom oppdrett som står rundt 70% av verdensproduksjonen (Handbook, 2015).

Laks som fiskeprodukt er en god kilde til næringsstoffer som omega 3 fettsyrer, ulike vitaminer og mineraler. På grunn av laksens næringsinnhold, har det blitt dokumentert at konsum av laks fører til helsefremmede effekter med hensyn til hjerte og karsykdommer (Helsedirektoratet, 2014). I tillegg er laks et sunt produkt av høyt kvalitet med gode kilder til protein, som utgjør at den er ettertraktet i store deler av verden.

Figuren under viser produksjonsnivået for de ulike lakseartene i 2014. Som vi kan se er atlantisk laks, den største og viktigste arten av laksefisk. Denne arten er sett på som et meget allsidig produkt, og kan anvendes i en rekke retter. Marine Harvest produserer i hovedsak atlantisk laks, men de produserer også andre typer laks i små skalaer og kveite.

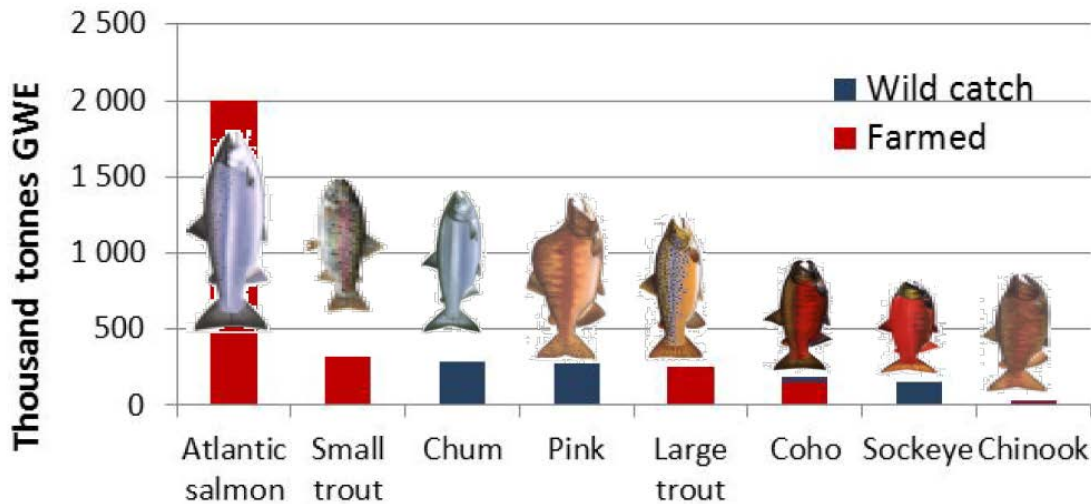


Figure 2-4: Oversikt over produksjonsnivå for lakseartene (Kilde: SFI Handbook 2015)

2.2.3 Produksjon av laks

For å drive med virksomhet innenfor lakseoppdrett trenger man minst en lisens, den gir deg muligheten til å produsere opp mot et gitt maksimumvolum. I samtlige oppdrettsland kontrollerer myndighetene lisens- og konsesjonsrettighetene. I tillegg til lisens fra myndighetene er det andre viktige faktorer som må tas i betraktning, som plassering og oppdrettsanlegg. Produksjonssyklusen for oppdrettslaks består av mange ulike faser, og tar til sammen to til tre år fra klekking av øyerogn til spiseklar laks.

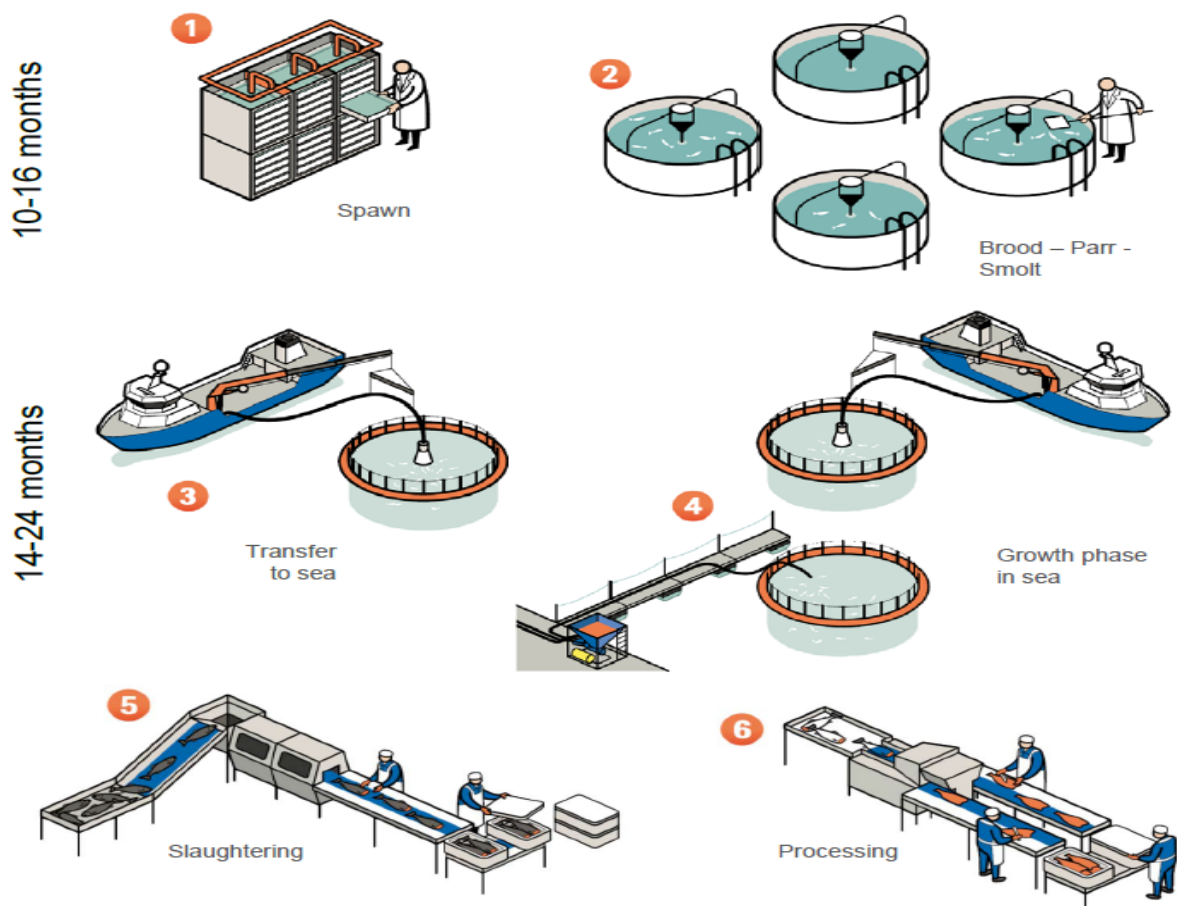


Figure 2-5: Laksens livssyklus (Kilde: SFI Handbook 2015)

1. Rogn

I den første fasen blir rogn utviklet i inkubasjonstanker i ferskvann. Her ligger rognen i cirka 60 dager ved en temperatur på åtte grader før den klekkes. Når eggene klekkes til små fisk har de en plommesekk som sørger for næring i første stadium (Harvest, Uten år).

2. Parr

Fisken oppbevares i ferskvann til de er rundt 60-100 gram. Under denne fasen er det viktig med sortering og vaksinerings av fisk, samt stabilt vannkvalitet og renhold. De siste to månedene før levering, tilpasses yngelen til et liv i sjøen (Harvest, Uten år).

3. Smolt

I denne stadiet gjennomgår fisken en fysiologisk endring som gjør den i stand til å gå fra ferskvann til saltvann. Smolten fraktes til anlegg i sjøen med brønnbåt. Under transporten økes saltinnholdet i vannet gradvis slik at smolten kan tilvenne til livet i sjøen (Harvest, Uten år).

4. Vekst i sjø og frakt til slakteri

Laksen vokser i sjøanlegg til rundt 4,5-5,5 kg og fraktes videre til slakteri med brønnbåt. Laksens liv i sjøanlegget blir nøye overvåket. Dette skyldes at godt dyrehold med fokus på fiskens generelle helsetilstand sikrer laks av høy kvalitet (Harvest, Uten år).

5. Fabrikk

Den fullvoksne laksen blir slaktet i moderne fabrikanlegg, med strenge krav til hygiene og kvalitet. Før slakting, blir fisken bedøvet. Etter slakting blir fisken sløyet og pakket i is, og transporteres deretter som hel fisk til kunder over verden (Harvest, Uten år).

6. Distribusjon

I siste fasen distribueres fisken over hele verden via trailere, jernbane, skip og flyfrakt. Topprioritet er hele tiden å bevare friskhet og kvalitet, samt begrense transporttiden (Harvest, Uten år).

2.2.4 Kostnadsstrukturen

Oppdrettsnæringen er svært kapitalkrevende og volatil. Tabellen under illustrerer kostnadsstrukturen ved produksjon av laks, samt hovedkomponentene. Produksjonskostnadene har historisk sett blitt redusert som et resultat av økt produktivitet gjennom teknologiske utvikling og økt kompetanse.

	Norge NOK	Norge %	Canada CAD (\$)	Canada %	Skottland GBP (£)	Skottland %	Chile USD (\$)	Chile %
Fôr	12,35	48,07 %	2,26	39,44 %	1,62	49,24 %	2,08	45,92 %
Primær foredling	2,62	10,20 %	0,55	9,60 %	0,31	9,42 %	0,41	9,05 %
Smolt	2,28	8,88 %	0,54	9,42 %	0,31	9,42 %	0,48	10,60 %
Lønn	1,49	5,80 %	0,56	9,77 %	0,18	5,47 %	0,15	3,31 %
Vedlikehold	0,89	3,46 %	0,22	3,84 %	0,09	2,74 %	0,19	4,19 %
Brønn båt	0,98	3,81 %	0,21	3,66 %	0,21	6,38 %	0,28	6,18 %
Avskrivninger	0,76	2,96 %	0,2	3,49 %	0,13	3,95 %	0,13	2,87 %
Salg & markedsføring	0,62	2,41 %	0,02	0,35 %	0,04	1,22 %	0,01	0,22 %
Dødelighet	0,34	1,32 %	0,04	0,70 %	0,26	7,90 %	0,02	0,44 %
Andre	3,34	13,00 %	1,14	19,90 %	0,25	7,60 %	0,77	17,00 %
Totalt	25,69		5,73		3,29		4,53	

Tabell 2-1: Kostnadsstrukturen (Kilde: SFI Handbook 2015)

Fôrkostnadene: I likhet med produksjon av andre animalske dyr utgjør kostnadene knyttet til fôr den største andelen av totalkostnadene. Variasjonen i kostnadene mellom landene skyldes av ulike innsatsfaktor i selve fôret, logistikk og fôrfaktor (Handbook, 2015).

Smolt: Produksjon av smolt skjer enten i lukkede anlegg på land eller i innsjøer. Storbritannia har de høyeste kostnadene som følge av lav skala i produksjon (Handbook, 2015).

Lønn: Forskjellen i lønnskostnader mellom produksjonslandene er i hovedsakelig på grunn ulikt lønnsnivå. Lønnskostnadene er lave og utgjør en liten del av den totale kostnadene, som følge at mye produksjon er automatisert (Handbook, 2015).

Brønnbåt/foredling: Transportkostnader av levende fisk, slakting, foredling og pakking er alle sterkt avhengig av volum, logistikk og automasjon (Handbook, 2015).

2.3 Marine Harvest ASA

Marine Harvest som vi kjenner i dag ble etablert 29. desember 2006 etter en fusjon mellom Marine Harvest N.V, Fjord Seafood ASA og Pan Fish ASA (Bryhn, 2009).

Marine Harvest er et av verdens ledende sjømat selskap og verdens største produsent av atlantisk laks. Selskapet har om lag 11,700 ansatte med virksomhet i 24 land, og omsatte i 2015 for 28 milliarder kroner. Marine Harvest hovedkontor ligger i Bergen og er børsnotert på både Oslo Børs og New York Stock Exchange.

Selskapets historiske kursutvikling er presentert i figuren under. Marine Harvest har hatt en betydelig vekst i kursutvikling med unntak av 2011. De svake tallene i 2011 skyldes på grunn av at lakseprisene ble sterkt redusert og varierte veldig.



Figure 2-6: Historisk kursutvikling (Kilde: YahooFinance)

2.3.1 Marine Harvest N.V

Selskapets historie kan bli sporet tilbake til 1965, hvor Mowi startet med lakseproduksjonen i Norge, ved Flogøy like utenfor Sotra (iLaks, 2013). I 1969 kjøpte den norske statseide selskapet, Norsk Hydro 50 prosent av aksjene i selskapet. Senere i 1985 har Hydro økt sin aksjebeholdning til 100 prosent eierskap og i 1990 ble Hydro Seafood registrert. I 2000 viser det nederlandske baserte selskapet Nutreco interesse for Hydro Seafood, som dannes til Marine Harvest. Nutreco hadde tidligere i 1999 kjøpt opp det skotske selskapet Unilever, som hadde brukt navnet Marine Harvest ved lakseoppdrett i Skottland. I 2005 fusjonerte Marine Harvest med Stolt Nielsen, og etablerte et nytt selvstendig selskap som beholdt navnet Marine Harvest (Harvest, 2015).

2.3.2 Pan Fish ASA

Pan Fish Holding AS ble etablert i 1992 av Arne Nore. Selskapets hovedstrategi var å ekspandere gjennom oppkjøp av oppdrettsanlegg i innland og utland. I 1992 kjøpte selskapet eierandeler i flere norske og canadiske oppdrettsselskaper, og Pan Fish Canada ble etablert. Morselskapet byttet navn til Pan Fish ASA i 1995. Etter dette fortsatte selskapet i 1996 å ekspandere ved å gjøre flere oppkjøp av oppdrettsanlegg i Norge, Canada, og Skottland, samt i norske og franske videreføringsselskaper. I 1997 ble Pan Fish ASA notert på Oslo børs. Selskapets strategi krevde mye kapital som ble innhentet via gjeldsfinansiering og ved utgangen 2001, når markedsprisen på laks kollapset fikk store økonomiske problemer og synkende omsetninger. I 2002 gjennomgikk selskapet store omstruktureringer samt refinansiering som inkluderte oppsigelse av hele styret og salg av eiendeler for å nedbetale kreditorer (Bryhn, 2009). Etter refinansiering og omstrukturering ble selskapet lønnsomt igjen i 2005. I 2005 overtok John Fredriksen gjennom Geveran Trading Ltd som majoritetseier ved å kjøpe aksjeposten til Nordea (Bryhn, 2009).

2.3.3 Fjord Seafood ASA

Fjord Seafood ble etablert i Brønnøysund 1996 som en oppdrettsbedrift under navnet Torgnes Invest. Selskapet har siden den gang opplevd et enorm vekst fra å være en liten familiebedrift, til å bli et av verdensledende oppdrettsselskap. Veksten har skjedd i form av en aggressiv ekspansjon strategi, gjennom oppkjøp og fusjoner. Fjord Seafood ble børsnotert på Oslo børs i 2000. I likhet med Pan Fish møtte selskapet store finansielle problemer i slutten av 2001. Selskapet hadde blant problemer med å nedbetale gjeld til kreditorer. Selskapet var nære å kollapse totalt, men klarte takket være noen store aksjonærer å redde selskapet med en bailout på 700 millioner. Fjord Seafood stabiliserte sin finansielle posisjon gjennom kostnadsreducerende tiltak og restrukturering av drift. I 2005 kjøpte John Fredriksen seg inn som stor aksjonær (25%) og overtok i 2006 hele Fjord Seafood og la det inn under Pan Fish (Bryhn, 2009).

3 Verdssettelsesteknikker

Det brukes mange ulike verdsettelsesmodeller i praksis, fra de aller enkleste modeller til de mer sofistikerte til å finne verdien av selskapet. I hovedsakelig kan man skille verdsettelsesmetodene i tre ulike kategorier; fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. De ulike metode har sine styrker og svakheter. Disse hovedtypene behøver ikke å være gjensidige utelukkende, men snarere ment som supplement til hverandre for å styrke verdsettelsen.

Videre vil jeg gi en kort beskrivelse av de ulike metodene og varianter av disse. Deretter følger en begrunnelse for valgt verdsettelsesmetode av selskapet Marine Harvest.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental metode baserer seg på analyse av virksomhetens underliggende forhold ved å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av prognoser for fremtidsregnskapet. Verdssettelsesteknikken tar hensyn til selskaps finansielle egenskaper som vekst, risikoprofil og kontantstrømmer og brukes ved å neddiskontere de forventede fremtidige kontantstrømmene med tilhørende avkastningskrav for å finne selskapets virkelig verdi (Damodaran, 2012).

Fundamental verdsettelse skilles gjerne mellom egenkapitalmetoden eller selskapsmetoden, som er svært ulik i praksis, men som ved konsistent bruk vil gi samme verdiestimat.

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelse av selskapets egenkapital. Denne metoden brukes ved å neddiskontere kontantstrømmen til egenkapital med egenkapitalens avkastningskrav. Det finnes fire ulike metoder innenfor egenkapitalmetoden: fri kontantstrømmodellen, dividendemodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Alle de fire modellene har ulike fremgangsmåter, men skal ved konsistent bruk gi den samme verdiestimatet gitt at de underliggende forutsetninger er de samme.

Selskapskapitalmetoden er en indirekte verdsettelse av selskapets egenkapital. Metoden brukes ved finne selskapets total kapital ved å neddiskontere fremtidig fri kontantstrøm til selskapskapital med dens avkastningskrav. Deretter finnes verdien av egenkapital ved å trekke fra markedsverdien av netto finansiell gjeld.

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en teknikk som baserer seg på sammenlignende prising av tilsvarende selskaper eller eiendeler i markedet. Det skilles gjerne mellom to modeller, multiplikatormodellen og substansverdimodellen (Penman, 2013).

Multiplikatormodellen er en metode som utføres ved å sammenligne multiplikatorverdier i sammenlignbare selskaper med selskapets nøkkeltall. Disse multiplikatorverdiene er basert på nøkkeltall fra finansregnskapet til komparative. De vanligste multiplene er P/E, P/B, EV/Sales, EV/EBIT og EV/EBITDA (Penman, 2013). De første multiplene brukes når man skal verdsette egenkapitalen, mens de tre siste benyttes når man skal verdsette total kapitalen.

Substansverdimodellen brukes til å estimere substansverdien til virksomhetens eiendeler ved å sammenlikne markedsverdien på sammenlignbare eiendeler (Penman, 2013). Verdien av egenkapital kan dermed finnes ved å trekke fra gjeld. Denne metoden krevet at har informasjon om alle eiendeler og gjeld og at man kan estimere markedsverdi gjennom sammenligning med markedsverdi på tilsvarende eiendeler og gjeld.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse benyttes til å verdsette fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising (Knivsflå, 2015a). Denne metoden blir ofte brukt som en utvidelse av fundamental verdsettelse hvor man eksplisitt bygger inn verdien av fleksibilitet (Knivsflå, 2015a). En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å utføre en handling, og omhandler ofte muligheten til ekspansjon, utsettelse eller avhende et prosjekt.

Opsjonsbasert verdsettelse er fordelaktig på grunn av den egner seg for virksomheter som gjennomgår ulike avgjørende faser i livssyklusen. En annen fordel er at det mulig beregne verdien av en fleksibilitet i selskapet innehar. utfordringer med denne teknikken er at det foreligger risiko for dobbeltegning. En annen ulempe er at flere av variablene er usikre estimat, og kan være vanskelig å finne passende estimat.

3.4 Valg av metode

Enhver verdsettelse er unik, og for hvert selskap bør det gjøres et nøye valg av verdsettelsesmetode som egner best for dens virksomhet for å finne det beste verdiestimat. Valg av verdsettelsesmetode avhenger som sagt av mange faktorer som må vurderes som selskapets, bransje og fase i livssyklusen samt hvorvidt det er planer om videre drift. Andre viktige faktorer som bør hensynstas er tilgang på informasjon, krav til pålitelighet og tid til disposisjon.

Marine Harvest opererer innenfor et relativt modent bransje med relativt få store konkurrenter. Marine Harvest er et av verdens største sjømat-selskaper som har levert et stabilt og gode driftsresultater de siste årene. Selskapet er børsnotert, dermed vil det foreligge en del offentlig informasjon i form presentasjoner av selskapet og medieomtale, samt historiske regnskapstall fra årsrapporter.

I tillegg bør det gjøres en vurdering mellom kostnad og nytte for metodevalg. Siden denne verdivurderingen har som målsetting å finne det beste verdiestimatet for Marine Harvest og er skrevet som det avsluttede del innenfor mastergraden med rundt 6 måneders til disposisjon. Dermed er ikke tid til disposisjon den viktigste avgjørelse faktoren angående hvilken metode som skal anvendes. Jeg vil dermed velge den metoden som anses som det beste for verdsettelsen.

I denne utredningen vil jeg derfor gjennomføre en fundamental verdsettelse av Marine Harvest etter total kapitalmetoden. Denne metoden har ofte blitt omtalt som ressurskrevende i henhold til kostnads og tidshorisont, men til gjengjeld vil den gi et mer presist verdiestimat. Siden ingen verdsettelsesmetoder er komplett, kan det alltid forekomme et unøyaktig resultat ved kun bruk av en metode. Dermed har jeg valgt å bruke komparativ verdsettelse med multipler avslutningsvis som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Optimalt vil bruk av supplerende vurderingsteknikk gi oss bedre rimelighet av verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

3.5 Rammeverket for verdsettelsen

Den fundamentale verdsettelsen kan deles inn fem steg (Penman, 2013):

1. Strategisk analyse: Kjenne bedriften og bransjen
2. Regnskapsanalyse: Analysere tilgjengelig informasjon fra årsregnskaper for å avdekke historisk utvikling
3. Budsjetter fremtidige størrelser: Bruk innsikt fra strategisk regnskapsanalyse til å budsjetter fremtidig utvikling for selskapet
4. Verdsette selskapet: Verdsette selskapet med utgangspunkt i de budsjetterte størrelsene
5. Handlingsstrategi: Sammenlign verdsettelsen med børskurs på verdsettelsestidspunktet og velg strategi

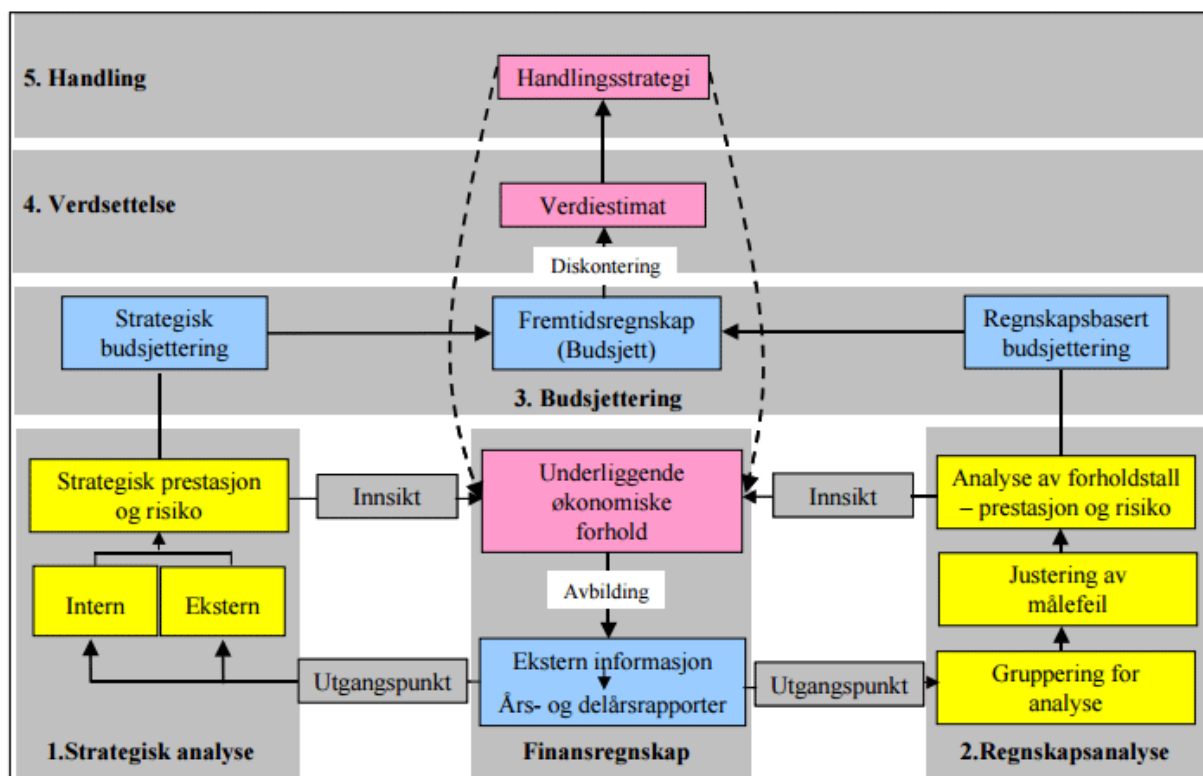


Figure 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

4 Strategisk analyse

I dette kapitlet skal jeg gjennomføre en strategisk analyse av Marine Harvest og oppdrettsbransjen. Formålet med den strategiske analysen er kartlegge selskapets strategiske posisjon, presentasjon og risiko, samt danne grunnlaget for estimering av prognosene og fremtidsregnskapet for den fundamentale verdivurdering senere i utredning.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Den strategiske analysen er todelt i en ekstern og intern analyse. I første delen av analysen vil jeg forsøke å analysere de eksterne forholdene ved å anvende Porters fem krefter og PESTEL-modellen. Videre vil jeg analysere de interne ressursene ved bruk SVIMA-modellen. Til slutt vil jeg oppsummere den strategiske analysen i en SWOT-modell.

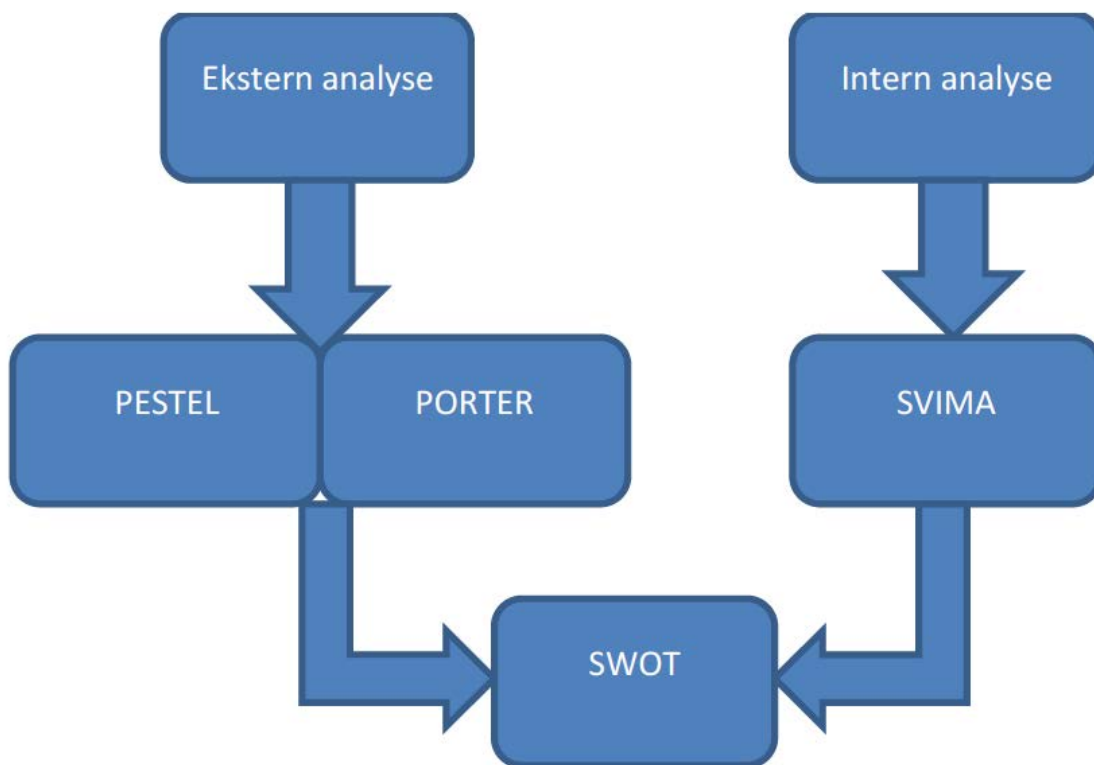


Figure 4-1: Rammeverk for strategisk analyse

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

4.2.1 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk for å analysere lønnsomheten og konkurransesituasjon i en bransje (Porter, 1985). Modellen tar i utgangspunktet i fem konkurransekrefter som er viktig faktor til å vurdere konkurranseintensiteten og hvor attraktiv bransjen er generelt. De fem kreftene består av rivalisering innad bransjen, trusselen fra potensielle nye aktører i bransjen og trussel fra substitutter samt forhandlingsmakten hos kunder og leverandører.

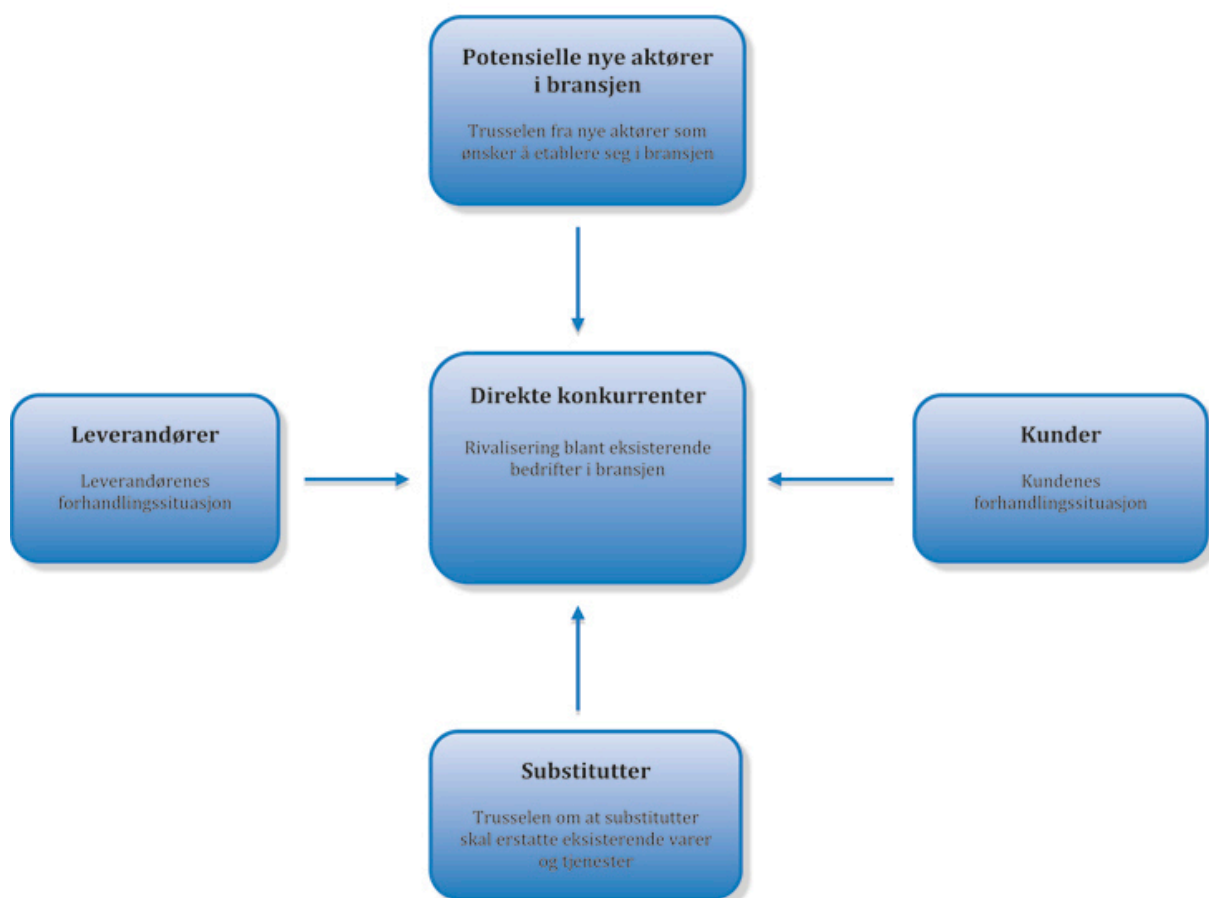


Figure 4-2: Porters 5 krefter

4.2.2 Nyetableringer

Trusler fra nyetablering avhenger av hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg. Høye inngangsbarriere vil gjøre det vanskeligere for nye aktører etablere seg, og lave inngangsbarriere vil følgelig være en trussel mot eksisterende aktører. De mest typiske

etableringshindrene er som følge stordriftsfordeler, kapitalkrevende, produktdifferensiering, merkeloyalitet, myndigheter/reguleringer av legale forhold, og tilgang til distribusjonskanaler og lokalisering (Porter, 1985).

Å etablere seg i oppdrettsbransjen vil være svært kapitalkrevende grunnet store kapitalinvesteringer i oppstartsfasen i blant annet konsesjonslisens, produksjonsanlegg og utstyr, forskning og utvikling, samt at anleggene ikke generer inntekter før endt produksjonssyklus som varierer mellom 2-3 år. Det er også utgangspunktet vanskelig å etablere seg i oppdrettsnæring på grunn av konsesjonssystemet som representerer en juridisk inngangsbarriere siden nyetablerte ikke kan drive oppdrettsvirksomhet uten tillatelse. I de fleste landene/regionene hvor man driver med lakseoppdrett er det myndighetene som gir lisenser for oppdrettsvirksomhet. Landene har noe ulik lovgivning og politikk på oppdrettslisensene, men felles for de alle er at det deles ut svært få nye lisenser. Dette fører til at nye aktører som ønsker seg å etablere innenfor bransjen må kjøpe lisenser på annenhåndsmarkedet av eksisterende aktører. Dette medfører at eksisterende aktører har en stor innflytelse på om nye aktører kan etablere seg i næringen.

Oppdrettsnæringen er en relativt attraktiv bransje med noen store aktører som Marine Harvest, og en del mellomstore og små aktører. De store aktøren har sine fordeler med kapitalsterke investor, teknologi, patenter og bedre tilgang på råvarer enn mindre konkurrenter. Det vil dermed oppstå vanskeligheter for de mindre aktørene i bransjen med å få kostnadsstrukturen på et relativt nivå slikt at de klarer å konkurrere effektivt med de store aktøren.

Under kategorien for trusler fra nyetableringer kommer det mest sannsynligvis enten i form av landbasert- eller offshore oppdrettsanlegg.

I enkelte land som ikke har en kystlinje som egner til lakseoppdrett, blant annet Danmark, Polen, Kina, USA og India har man startet med landbasert lakseoppdrett til å konkurrere med de ledende produksjonslandene innenfor oppdrett (Sved & Lynum, 2015). Det er både fordeler og ulemper med å drive med landbasert oppdrett. Fordelene er at man kan drive nærmere markedene slik at man kan redusere transportkostnader, samtidig unngår man at oppdrettsfisk rømmer fra anleggene og eliminerer også lusespredning til vill laksen og ørret. Videre følger også ulemper som at det er kostnadskrevede med økt energiforbruk, og at det må skje kontinuerlig utskiftning av vann i kummen som vil gi betydelige mengder med avløpsvann og slam, som må håndteres. Offshore oppdrett er et annet alternativ for nyetablering innenfor oppdrettsbransjen, som har blitt godt mottatt og støttet av den tidligere fiskeriministeren

Elisabeth Aspaker (Nodland, 2015). Det er foreløpig ingen som driver med dette alternativet, men Norway Royal Salmon og Aker som har spisskompetanse både innenfor oppdrett og offshore har søkt om utviklingstillatelse til 15 konsesjoner (Lorentzen, 2016). Dersom konseptet blir god tatt vil driftsstart være cirka to år etter innvilgelsen, eventuelt i 2018.

Det er som følge antatt ingen trusler fra nyetableringer innenfor landbasert eller offshore oppdrett. Siden det er fortsatt mye usikkerhet rundt lønnsomheten, og at det trengs mere forskning og utvikling for å få det store teknologiske gjennombruddet slik at dette blir en attraktiv og konkurranse dyktig alternativ. Dermed er trussel nivå satt til å være lav.

4.2.3 Kunder

Kunder med forhandlingsstyrke er en trussel for selskapet ved at de kan presse ned prisene, kreve høyere kvalitet, og at de kan øke konkurransen mellom aktørene i bransjen, slik at bransjens lønnsomhet svekkes. Det er ulike faktorer som kjennetegner når kundene har stor forhandlingsmakt ved at det er relativt få og mektige kunder, produktet som selges er standardisert, lave byttekostnader til andre aktører, produktene som selges utgjør en stor del av kundens totale kostnader og når kunden har muligheten til å integrere bakover i verdikjeden (Porter, 1985).

I figuren under kan man se de ulike kunde gruppene Marine Harvest selger til. De ulike kunde gruppene består av distributører, matservice (hoteller, restauranter, catering), detaljhandel, industry og andre. Dette viser at selskapet har en relativt bredt kundeportefølje innenfor bransjen, slik at de kan oppnå mer makt ovenfor kundene.

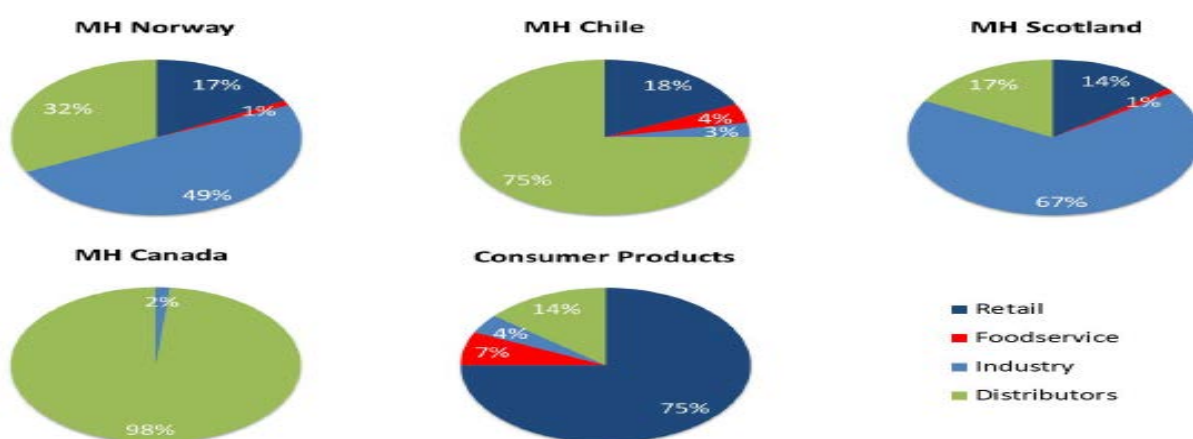


Figure 4-3: Marine Harvest sine salgskanaler (Kilde: SFI Handbook 2015)

På en annen side har Marine Harvest nødvendigvis ikke noe særlig forhandlingmakt ovenfor kundene sine. De er langt ifra den eneste aktøren innenfor oppdrettnæringen, slik at det er

muligheter for å bytte leverandør. Det at laks først og fremst er et homogent produkt, vil graden av produkt differensiering være lav. Samtidig har kunden god tilgang på informasjon rundt typiske faktorer som pris og kvalitet. Forholdene ligger dermed til rette for at kundene kan lett bytte leverandør, og at bytte kostnadene bør ligge relativt lavt, gitt at det ikke har blitt inngått leveransekontrakter som er kostbare å bryte.

I alt vil si at det er grunnlag for å hevde at kundene har enn viss forhandlingsmakt innenfor denne bransjen, og jeg påstår at den totale trusselen fra kunder er ansett fra moderat til høy.

4.2.4 Leverandør

Leverandører med stor forhandlingsmakt er trussel på lik linje som mektige kunder. Porter trekker frem ulike faktorer som kan påvirke leverandørene forhandlingsmakt overfor bransjens lønnsomhet. De mest typiske faktorene er som følge leverandørens størrelse og antall, byttekostnader, produkt differensiering og muligheter for vertikal integrasjon (Porter, 1985).

På leverandørsiden i oppdrettsnæringen finner blant annet ulike leverandører som lever produksjonsteknologi, fôr, smolt og vaksiner. Disse leverandørene har som regel patent på de biologiske innsatsfaktorene eller produktene, slik at de har enn viss forhandlingsmakt. Dette utgjør en reelt trussel overfor bransjen, siden et patent gir leverandøren markedsrett som kan minnes om en monopolsituasjon over en begrenset tidsperiode.

Den største kostnaden innenfor oppdrettsnæringen er tilknyttet til fôr. Fôrkostnadene utgjør som tidligere nevnt, rundt 50% av de totale kostnadene og er et viktig faktor for å skape et sluttprodukt av høy kvalitet. Derfor er leverandører av fiskefôr den viktigste faktoren for lønnsomhets innenfor oppdrettsbransjen. Figuren under viser utviklingen av markedsandelene i fiskefôrbransjen fra 1998 til 2014.

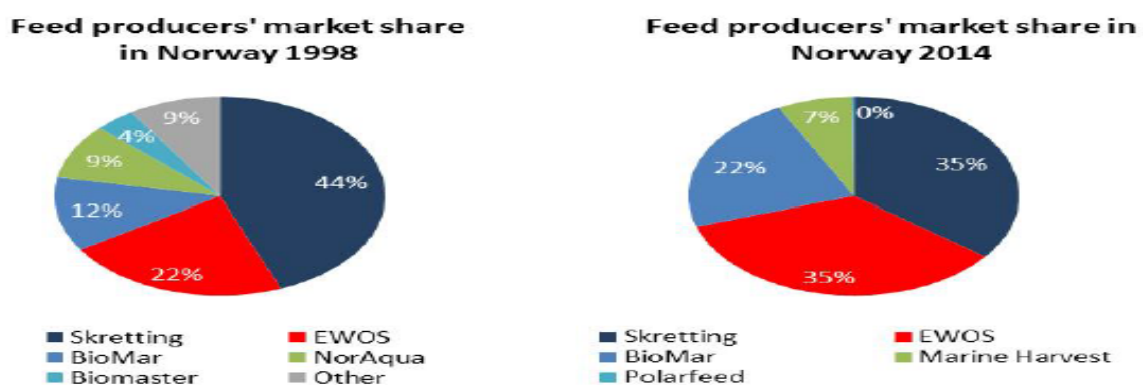


Figure 4-4: Fôrproducentenes markedsandeler (Kilde: SFI Handbook 2015)

I løpet av det siste tiåret har fiskefôrindustrien blitt stadig mer konsolidert, og denne trenden har ført til bransjen består i hovedsak av tre store aktører. De tre ledende aktørene av fiskefôr på det globale markedet er BioMar, Skretting og EWOS. I tillegg seiler Marine Harvest opp som en potensiell konkurrent, da de startet med egen produksjon av fôr i 2014 og er selvforsynt med 80% av fôrbehovet i Norge. Marine Harvest kan bli et reelt konkurrent i fremtiden innenfor bransjen, da de har planer om å utvide produksjonen av fôrfabrikken i Bjugn og har investert ytterligere i et nytt fabrikk i Skottland (Aadland, 2015). Selve produksjonen til Marine Harvest er først og fremst til selvforsyning, dermed er det tatt lite hensyn utover. Med kun tre store ledende aktører innenfor fôrbransjen taler det for sterkere forhandlingsmakt hos leverandørene.

Fiskefôr er i utgangspunktet en standardvare som brukes hovedsakelig til oppdrett, dermed vil graden av produktdifferensiering være lav og byttekostnadene vil som regel være lave for det enkelte selskapene. Dette vil føre til at det blir konkurranseinstinkt mellom de tre store aktørene i bransjen om kundene sine, slik at forhandlingsmakten ovenfor oppdrettsselskapene svekkes.

Fôrprodusentene har historisk operert på kost-pluss kontrakter, slik at risikoen for volatilitet i råvarepriser overføres fra fôrprodusentene til oppdrettsbransjen. Ser man på prisutviklingen for de ulike innsatsfaktorene fra 2006-2014, kan man se at det har vært spesielt høy volatilitet rundt noen av innsatsfaktorene til fiskefôr. Dette vil utgjøre en stor trussel for oppdrettsbransjens lønnsomhet, siden de bærer risikoen for endringen i råvareprisen.

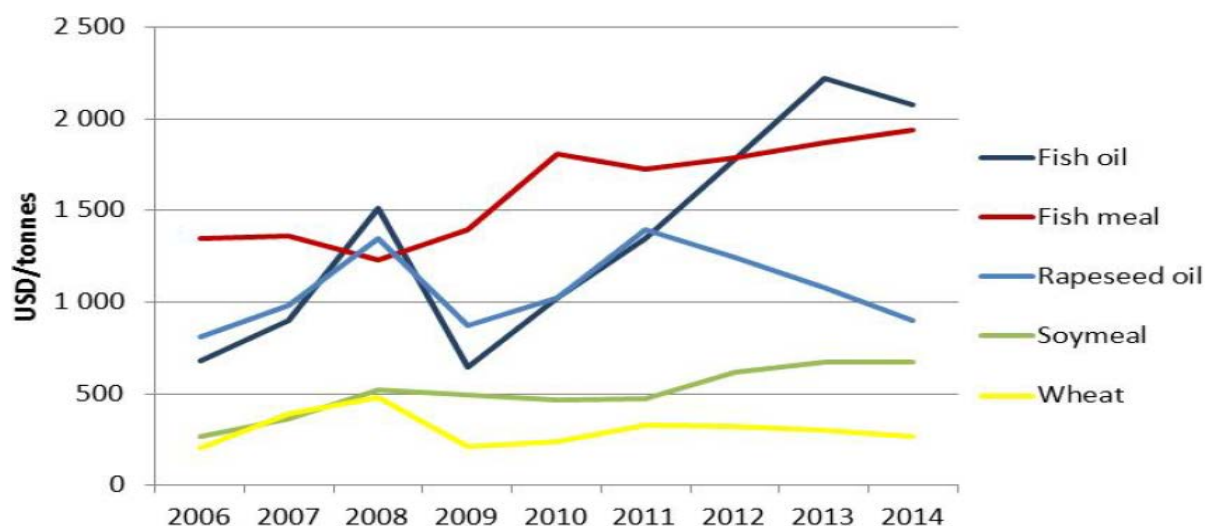


Figure 4-5: Prisutviklingen for innsatsfaktorene (Kilde: SFI Handbook 2015)

Samlet sett vil jeg påstå at den samlede trusselen fra leverandørene er moderat for oppdrettsbransjen generelt, men den vil være noe lavere for Marine Harvest.

4.2.5 Substitutter

Porter (1985) definerer substitutter som produkter eller tjenester som er annerledes, men som dekker det samme behovet hos konsumenten. Substitutter utgjør en trussel for bransjen siden de kan utkonkurrere nåværende produkter, slik at selskapene må forbedre sitt eget produkt for å konkurrere i markedet. De gir også kundene andre alternativer, og de blir gjerne mer prissensitive. Dette gir konsumentene økt forhandlingsmakt, siden de vil velge det produktet som gir dem høyest nytte.

Hva som anses som substitutter for laks, vil det variere avhengig av forbruker til forbruker. Laks er et produkt med rikelig kilder til protein, og dermed vil substituttene være naturlig andre proteinrike kilder som storfe, svin, lam, kylling og andre fiskearter. Figuren under viser hvordan den relative prisforskjellen på utvalgte substitutter indeksert mot laks har endret seg fra 1980 til 2014. Til tross for at laks har blitt relativt billigere over tid, er det fortsatt et relativt dyrt produkt sammenlignet med sine substitutter. Det har kun vært lam som har hatt en høyere relativ pris i forhold til laks.

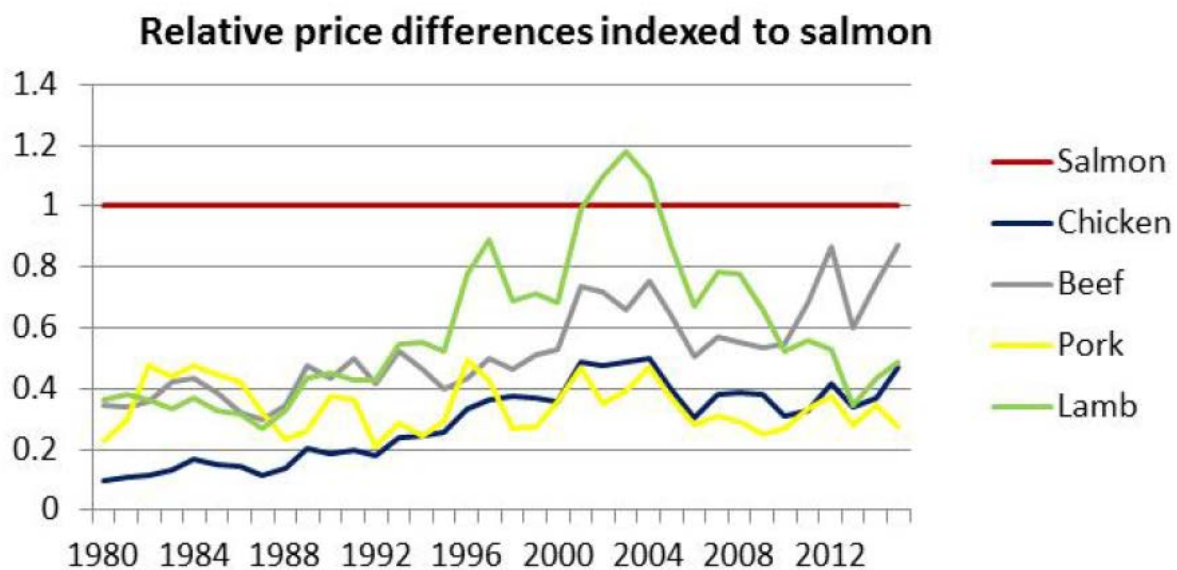


Figure 4-6: Relativ prisforskjeller på substitutter mot laks (Kilde: SFI Handbook 2015)

Selv om prisen på laks er høyere enn de andre substitutts godene er det fortsatt høyt ettertraktet produkt blant konsumentene. En av hovedgrunnene til at laks blir valgt fremfor andre substitutter kan foreligge i at det har blitt dokumentert helsemessige fordeler ved produktet (Helsedirektoratet, 2014). Laksen er en god kilde til næringsstoffer som omega 3, proteiner, fettsyrer, og bredtvalg av vitaminer og mineraler. Dette vil kunne gi laks et bedre pris fortrinn i forhold til sine konkurrenter.

Det avgjørende for trusselen vil imidlertid ligge rundt konsumentenes preferanse. Laksen vil være ett produkt som er sensitivt overfor endringer i konsumenters kjøpekraft, og vil velges bort til fordel for andre produkter når kjøpekraften reduseres. Trusselen fra substitutter styrkes ved økonomiske nedgangstider. På samme måte svekkes trusselen ved økonomiske oppgangstider.

Trusselen fra substitutter anses å være moderat. Da laksen har helsemessige effekter og er et produkt av høyt kvalitet som veier opp for den relative høye prisen sammenlignet med sine substitutter.

4.2.6 Direkte konkurrenter

Direkte konkurrenter er en trussel for bransjens lønnsomhet ved at det skjer en intern rivalisering mellom eksisterende aktører som tilbyr det samme tilbudet, og som dermed bidrar til industririvalisering. Konkurransenintensiteten innad i bransjens avgjøres av en rekke faktorer. De mest typiske faktorene vurderes til å være følgende: markedsstruktur, utgangsbarrierer, produkt differensiering, produksjonskapasitet og lav bransjevekst (Porter, 1985).

Ser man utviklingen til det globale oppdrettsbransjen, kan man se at de har opplevd en sterk konsolidering fra 1997 og frem til i dag.

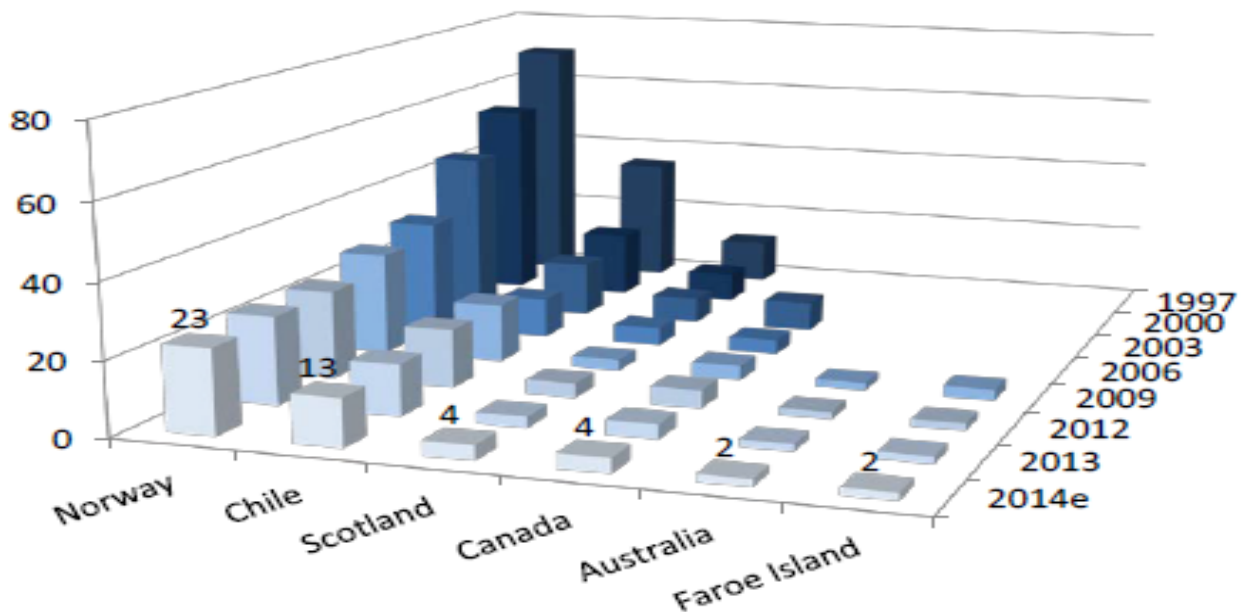


Figure 4-7: Antall produsenter som produserer mer enn 80% av laks og ørret (Kilde: SFI Handbook 2015)

Dette skyldes i stor grad av at det kreves konsesjoner for å drive oppdrett. Noe som gjør det vanskelig for nye selskaper å starte opp, siden det gis som regel til eksisterende aktører. Derfor har bransjen vært preget av oppkjøp og fusjoner for å oppnå vekst, spesielt i det norske markedet, hvor antall aktører har blitt redusert drastisk med 2/3 siden 1997.

Tabellen under viser en oversikt over de største aktørene i de ulike regionene med tanke på volum. Her ser man at de største selskapene står overfor en betydelig del av den totale produksjonen i de ulike regionene. Marine Harvest er klart den største oppdrettselskapet på verdensbasis og står for omtrent 21% av den globale produksjonen av atlantisk laks. Det at Marine Harvest er klart en markedsleder innenfor bransjen og at de mer enn dobbelt så stor som den nest største aktøren taler for at rivalisering er lav.

	Top 10 Norway	Harvest	Top 5 UK ¹⁾	Harvest	Top 5 North America ¹⁾	Harvest	Top 10 Chile	Harvest
1	Marine Harvest	258 000	Marine Harvest	48 900	Cooke Aquaculture	34 000	Marine Harvest	67 500
2	Salmar	141 000	The Scottish Salmon Com	30 200	Marine Harvest	26 700	Salmones Multiexport	54 200
3	Lerøy Seafood	133 000	Scottish Seafarms	27 600	Cermaq	19 000	Empresas AquaChile	52 000
4	Cermaq	53 000	Grieg Seafood	19 200	Northern Harvest	15 000	Cermaq	49 000
5	Nordlaks	38 000	Cooke Aquaculture	17 400	Grieg Seafood	6 300	Pesquera Los Fjordos	47 000
6	Nova Sea	38 500					Camanchaca	35 400
7	Grieg Seafood	37 500					Blumar	34 900
8	Alsaker Fjordbruk	25 500					Australis Seafood	25 500
9	Norway Royal Salmon	22 500					Salmones Humboldt	19 500
10	Sinkaberg-Hansen	20 500					Cooke Aquaculture	18 000
	Top 10	767 500	Top 5	143 300	Top 5	101 000	Top 10	403 000
	Market size	1 079 100	Market size	154 350	Market size	109 260	Market size	524 610
	Market share top 10	71%	Market share top 5	93%	Market share top 5	92%	Market share top 10	77%

Note: All figures in tonnes GWE for 2014E

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

Tabell 4-1: Industristrukturen i de ulike regionene (Kilde: SFI Handbook 2015)

Laks er som tidligere nevnt et homogent produkt, slik at graden av produkt differensiering vil være lav og dermed vil selskapene være pristakere. Dette vil føre til at konkurransen i bransjen er basert på pris, noe som taler for en større rivalisering, siden kundene er nødvendigvis ikke knyttet til selskapene som følge av lave byttekostnader. Men de store selskapene vil fortsatt ha ett konkurranse fortrinn over de mindre aktørene på grunn av stordriftsfordelene, ved å produsere mer effektiv og bedre kostnadsstruktur. Derfor bør de mindre aktørene naturlig inngå ett samarbeid slik at de står sterkere overfor konkurransen mot de store aktørene.

I motsetning til høye inngangsbarrierer er det relativt lave utgangsbarrierer noe som vil påvirke rivaliseringen i bransjen positivt. Dette vil føre til at rivalisering blir redusert.

For å konkludere, vil jeg anta at trusselen for intern rivaliseringen i oppdrettsnæringen til å være lav til moderat, til tross for den økende konsolidering i bransjen.

4.3 PESTEL

PESTEL er et rammeverk som brukes for å kartlegge makroomgivelsene til oppdrettsbransjen (Johnson, 2014). Formålet med denne analysen er å avdekke hvordan de viktige makroforholdene selskapet og bransjen står ovenfor, og kartlegge hvilket faktorer som vil ha en påvirkning for fremtiden. Forhold som inngår i PESTEL-modellen er som følge: politiske, økonomiske, sosialkulturelle, teknologiske, miljømessige og legale forhold.

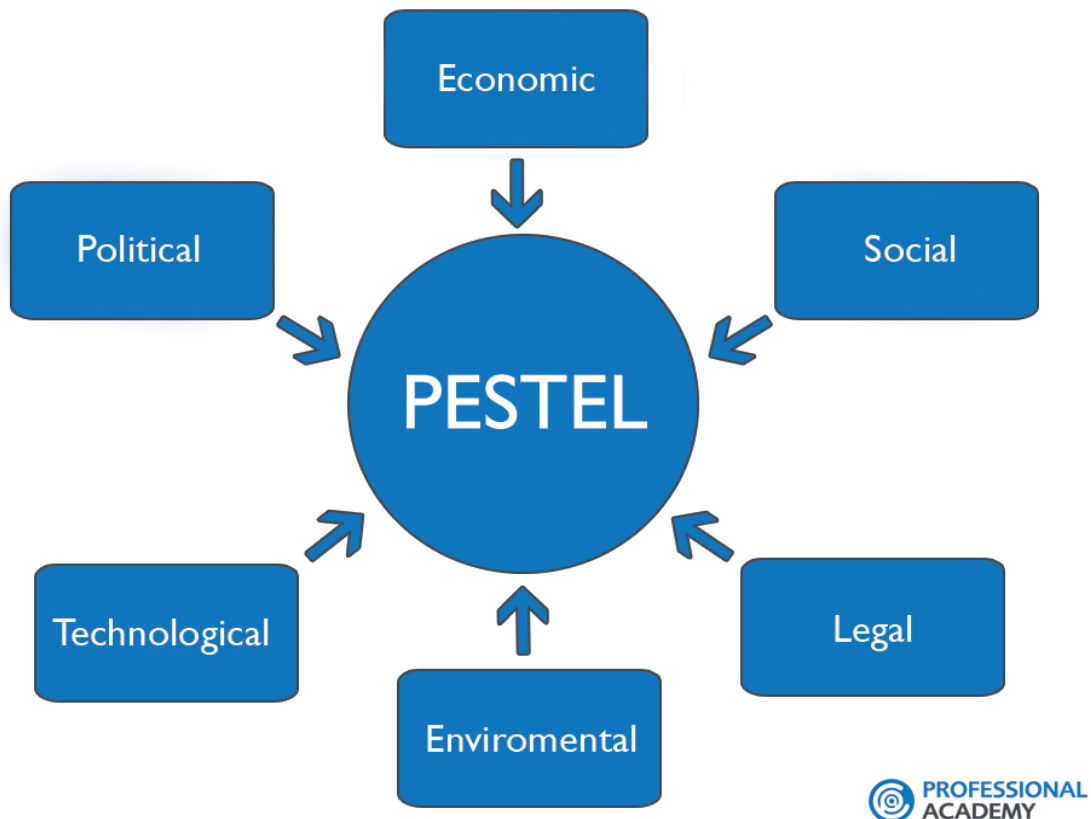


Figure 4-8: PESTEL analyse

4.3.1 Politiske forhold

Politiske forhold omhandler ulike politiske faktorer av betydning. Disse faktorene kan være politisk stabilitet, skattepolitikk, handelsreguleringer og arbeidsreguleringer (Johnson, 2014). Disse faktorene er avgjørende for hvilken grad regjeringen kan påvirke økonomien eller bransjen. Videre vil fokuset ligget på betydningen av handelspolitikken.

Oppdrettsnæringen er svært eksportrettet og sensitiv ovenfor handelskonflikter mellom ulike land. Handelsbarrierer, import- og eksport forbud eller strengere miljøkrav er alle faktorer som kan påvirke bransjens lønnsomhet. Norge har møtt på flere handelsbarrierer som har svekket eksporten av laks til ulike markeder.

I 1991 innførte USA straffetoll mot hel fersk laks fra Norge. Grunnlaget var at norsk subsidiering av oppdrettsnæringen var konkurransevridende i disfavør av den amerikanske næringen, samt påstander om at det ble solgt til dumpingpriser (Schjetne, 2012). Etter 20 år med straffetoll, ble den avviklet i 2012. I følge Fiskeri- og havbruksnæringen landsforening har straffetollen medført at eksport av hel fersk laks fra Norge, har blitt utelatt av det amerikanske markedet (Schjetne, 2012).

Andre faktorer som har påvirket norsk eksport av laks er forholdet mellom Norge og Kina. Eksporten av norsk laks til Kina har fått lide kraftig etter utdelingen av Nobels Fredsprisen i 2010 til den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo, selv om det har vært lekkasjer via Hong Kong og Vietnam (iLaks, 2015). Etter fredsprisutdelingen har norsk laks blitt boikottet av Kina. I april 2015 ble boikotten avviklet, men forbudet gjelder fortsatt for enkelte fylker i Norge og det ble innført strengere restriksjoner for norsk laks. Det viser seg at Norge hadde rundt 90% av det kinesiske markedet for fersk laks i 2010, deretter falt det til under 30% i løpet av to år. En ny oversikt fra den kinesiske myndighetene viser enda verre tall, ved forsommeren 2015 stupte importen fra Norge til null (Strøm & Gildestad, 2015). Men ifølge Xianwen Chen sine forskninger viser det seg at norsk laks ikke har tapt markedsandeler i Kina, men tvert om økt litt siden 2010 (iLaks, 2015).

Seneste tilfellet er Russland som i 2014 innførte importforbud mot norsk sjømat som en reaksjon mot EU og Norges sanksjoner etter Ukraina-konflikten. Russland var på det tilfellet det største enkeltmarkedet for norsk sjømat som eksporterte for 6,5 milliarder kroner, noe som utgjør 76% av den totale eksporten til landet (Nrk, 2014). Dermed vil et importforbud rammet både den norske næringen og Russland samlet. Det ble fryktet store nedganger som følge av importforbudet, men til tross for nedganger i det russiske markedet har det ført til høyere vekst i andre markeder.

Dermed viser det seg at den norske oppdrettsnæringen er sensitiv overfor handelskonflikter grunnet dens synlighet. Dette kan true bransjens lønnsomhet på kort sikt, men på langt sikt vil det jevne seg ut ved at det oppstår vekst i nye markeder.

4.3.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold refereres til generelle makroøkonomiske faktorer som påvirker bransjen. De økonomiske faktorene er i denne sammenheng laksepris, fôrkostnader, valutakurser og renter.

Prisutvikling av laks har historisk sett vært volatile og variert veldig mye som følge av ubalanse mellom tilbud og etterspørsel på markedet til enhver tid. Dersom etterspørselen etter laks på markedet er mer enn det produsentene tilbyr vil likevektsprisen øke, mens det motsatte dersom tilbudet er større enn etterspørselen. Denne ubalansen kan skyldes at det er usikkerhet rundt tilbudet av laks på markedet som følge et langt produksjonssyklus, samt andre faktorer som sykdom, rømming og svingninger i havtemperatur. Oppdrettsselskapene kan sikre seg mot prissvingninger for laks ved å inngå langsiktige terminkontrakter.



Figure 4-9: Historiske laksepriser (Kilde: Fishpool)

Selv om Marine Harvest har satset på eget fôr er selskapet fortsatt eksponert for endringer i råvareprisene på lik linje med resten av bransjen. Selskapet er selvforsynt med 80% av produksjonen i Norge, og må derfor kjøpe de resterende av eksterne leverandører. Fôrkostnadene utgjør om lag 50% av den totale kostnadene i næringen, og kontraktene som inngås er stort sett kost-pluss kontrakter. Derfor vil liten endring i råvareprisen påvirke bransjens lønnsomhet.

Ettersom bransjen er svært eksportrettet mot det globale markedet, vil svingninger i valutakurser påvirke lønnsomheten. Det er imidlertid muligheter for at selskapene kan sikre seg mot valutasvingningene ved å benytte seg av ulike sikringsstrategier, slik at det risikoen blir redusert.

I tillegg er oppdrettsnæringen også påvirket av renteendringer som følge av at bransjen er kapitalkrevende og som oftest gjeldsfinansiert. Siden de fleste selskapene er gjeldsfinansiert og svært sensitiv overfor renteendringer, vil det være naturlig å bruke ulike rentederivater for å redusere risikoen. Dagens renter er lave som følge av dårligere tider i økonomien som følge av oljeprisfallet i 2014. Dermed er det ikke uvanlig å forvente at rentene kommer stige i fremtiden.

4.3.3 Sosialkulturelle forhold

De sosialkulturelle faktorene som anses til å påvirke bransjen i denne sammenheng er demografiske og sosiale trender.

Den sterke befolkningsveksten sammen med det stadige økende globale oppvarmingen, vil gi utfordringer for verdenssamfunnet som ønsker å produsere mer miljøvennlig. Dermed blir laks et viktigere produkt på grunn av at den anses som mer miljøvennlig som følge av lavere førfaktor og CO-2 utslipp enn sine substitutter.

Verdensbefolkning passerte 7 milliarder i 2011, og det forventes om lag 9,7 milliarder innen 2050. For å holde tritt med verdensbefolkningen må derfor matproduksjonen økes med 80% ifølge UN (Handbook, 2015). Dette vil gi en knapphet for produksjon av proteinrike varer på landsbasis, dermed vil det gi ytterligere vekst for sjømat. Det er videre sett en sterk trend i den stadig økende middelklassen i India, Kina og Midtøsten som kan gi en økning for norsk sjømat de neste par tiårene (Jacobsen, 2015).

Det har vært en klar trend de siste årene med større på fokus helse og økt fysisk aktivitet i verden. Dette vil gi et økt etterspørsel på laks, ettersom den anses for å være et proteinrikt måltid med helsefremmede effekter, samt inneholder den omega 3 og ulike næringsrike mineraler og vitaminer. Helsemyndighetene anbefaler inntak av sjømat 2-3 ganger i uken, og at minst halvparten bør være fet fisk som laks (Helsedirektoratet, 2014). Dette vil gi et godt grunnlag for den fremtidige etterspørselsveksten for laks.

4.3.4 Teknologiske- og miljømessige forhold

Jeg har valgt å drøfte om det teknologiske- og miljømessige forholdet samlet da disse er nært relatert for oppdrettsnæring. De teknologiske faktorene innebærer innovasjon innenfor forskning og utvikling, mens de miljømessige faktorene relaterer seg til miljømessige aspekter som lakselus, rømming og bærekraftig utvikling. Både de teknologiske og miljømessige faktorene kan påvirke bransjen.

Oppdrettsnæringen står overfor en rekke miljømessige utfordringer som må løses for å sikre et bærekraftig drift og fortsatt vekst. Dermed er forskning og innovasjon viktige faktorer for holde tritt med den fremtidige etterspørselsveksten i markedet, samt produsere på et bærekraftig og effektiv måte. De største truslene for næringen er de biologiske utfordringene knyttet til sykdomsutbrudd, lakselus og rømming. Disse biologiske utfordringer påfører selskapene årlig store kostnader som følge av gjenfangst kostnader, bøter, redusert tilbud og dårligere kvalitet.

Dermed er det viktig for hele bransjen å finne nye teknologiske løsninger slik at de miljømessige påvirkningene blir minst mulig. Det har blitt større fokus på miljø og bærekraftig utvikling i de siste årene, som følge av innføringen av grønne konsesjoner.

Selv om Norge er den nest største forskningsnasjon når det gjelder forskning relatert til atlantisk laks, har de store teknologiske innovasjonene blitt utelatt. Lakselus har vært et av de største kostnadene og en problemstilling for oppdrettsnæringen i 20 år. Til tross for at det ble brukt 5 milliarder kroner for å bekjempe lakselus i fjor, likevel øker bare problemet (Aadland, 2016).

Den mest utbredte og kostnadseffektive produksjonsmetoden som i dag benyttes er sjøbaserte merder. Men i de siste årene har det blitt forsket på lukkede anlegg som kan eliminere problematikken rundt lakselus og lakserømming.

4.3.5 Legale forhold

Legale forhold omfatter hvilke regler og lover selskapene må følge, samt retningslinjene fra myndighetene.

Oppdrettsnæringen er en strengt og regulert bransje hvor det underlagt en rekke lover og forskrifter. Den overordene loven for norsk oppdrettslaks er regulert av akvakulturloven. Lovens formål «er å fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning langs kysten» (Akvakulturloven, 2005). Myndighetene regulerer næring ved å sette en grense for maksimalt tillat biomasse, antall konsesjoner og kvalitetskrav. Dersom det foreligger forhold som strider mot regelverket kan tilsynsmyndighetene gi pålegg om tiltak for å bringe de ulovlige forhold til opprør. Slike pålegg vil skape konsekvenser for aktørene både med hensyn til lønnsomhet og omdømme.

4.4 Intern ressursorientert analyse

For å analysere om Marine Harvests lønnsomhetspotensial, benytter vi oss av SVIMA-modellen. SVIMA er et rammeverk som kan benyttes til å foreta en intern ressurs basert analyse for å vurdere hvilke ressurser et selskap har som kan skape et konkurransefortrinn overfor bransjen (Lien & Jakobsen, 2015). Ressurser kan defineres som beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedstrategier. Ifølge Lien og Jakobsen (2015) deler vi hovedsakelig opp i fem ulike typer av ressurser; finansiell, fysisk, organisatorisk, kunnskaps og relasjonsressurser.

Dersom Marine Harvest innehar ressurser som kan gi et konkurransefortrinn vil de som følge oppnå et høyere avkastning enn bransjens gjennomsnitt. For at ressurser skal kunne danne grunnlaget for om det foreligger konkurransefortrinn, er det fem betingelser som må til stedet (Lien & Jakobsen, 2015). Den må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert. Videre vil jeg gi en kort definisjon rundt de ulike betingelsen før vi analysere om de aktuelle ressursene oppfyller kravet.

1. Sjelden: Ressursen er hos få eller ingen av konkurrentene
2. Viktig: Ressursen har en påvirkning på selskapets kostnader og/eller kunders betalingsvilje.
3. Ikke-imiterbar: Det må være vanskelig for konkurrentene kopiere eller substituere ressursen.
4. Mobilisert: Ressursen må være tilgjengelig og kunne tas i bruk for å skape merverdi for selskapet.
5. Appropriert: Den økonomiske verdien ressursen skaper må være til fordel for bedriften selv og ikke konkurrentene.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 4-2: SVIMA-testen (Lien & Jakobsen, 2015)

4.4.1 Finansielle ressurser

Under finansielle ressurser kommer det viktige faktorer som investeringer, lån, egenkapital og økonomisk soliditet. Det kan se ut som den økonomiske situasjonen til Marine Harvest er solid og god, ved at de har levert sterke resultater i en årrekke. De har også gjort mange store og betydelige investeringer for å fremme den fremtidige veksten. Det virker ikke som Marine Harvest hatt problemer å innhente kapital enten gjennom gjeldsfinansieringer eller utstedelse av aksjer. Dette kan være som følge av at de er bransjens markedsleder, og børsnotert på både Oslo børs og New York Stock Exchange. Det er imidlertid mange konkurrenter på Oslo børs, men selskapet er imidlertid den eneste som er notert på NYSE.

Marine Harvests finansielle ressurser er viktige for å fremme videre drift og vekst for selskapet. Det at selskapet er den eneste noterte på NYSE vil den dermed kunne oppfylle kravet om å være sjelden, samt mobilisert og appropriert. På kort sikt er ikke ressursen imiterbar, da det stilles en rekke krav før børsnotering for konkurrentene, men på sikt er ressursen imiterbar. Konklusjon; varig beholdt konkurransefortrinn.

4.4.2 Fysiske ressurser

Den viktigste fysiske ressursen til Marine Harvest er produksjonen av fôr. Marine Harvest startet med produksjon av eget fôr i 2014, og er selvforsynt med 80% av produksjonen i Norge. Selskapet har mål å bli selvforsynt innenfor fôr, dermed har de planer om utvide produksjon i Norge, samt gjort ytterligere investeringer i et nytt fabrikk i Skottland (Aadland, 2015). Dermed er selskapets fremdeles avhengig av kjøpe fôr fra andre produsenter. Da fôr kostnadene utgjør om lag 50% av selskapets totale kostnader for produksjon av atlantisk laks, vil lavere kostnader for fôr som følge av selvforsyning kunne påvirke selskapets lønnsomhet positivt og ressursen er dermed viktig for Marine Harvest. Dette er et sjeldent ressurs da ingen andre konkurrenter driver med produksjon av eget fôr og det er ikke lett å imitere på kort sikt. Ressursen er mobilisert og appropriert, selv om selskapet ikke er helt forsynt vil det fortsatt skape et økonomisk merverdi som tilfaller selskapet.

Konklusjon; varig beholdt konkurransefortrinn.

Jeg har kun fokusert på finansielle- og fysiske ressurser i den interne analysen på grunnlag at jeg mener det er der Marine Harvest oppnår størst mulig konkurransefortrinn ovenfor bransjen generelt.

4.5 Oppsummering av strategisk analyse

Den strategiske analysen kan oppsummeres ved hjelp av SWOT-analysen. Denne analysen vil oppsummere Marine Harvest sine styrker og svakheter, samt hvilke trusler og muligheter som er i markedet. Marine Harvest sine styrker og svakheter ble kartlagt i internanalysen, mens trusler og muligheter ble indentifisert ved hjelp bransjeanalysen. Dermed kan vi ut i fra SWOT-analysen vurdere Marine Harvest sine fremtidige inntjeningsmuligheter og vurdere deres relative posisjon innad bransjen.

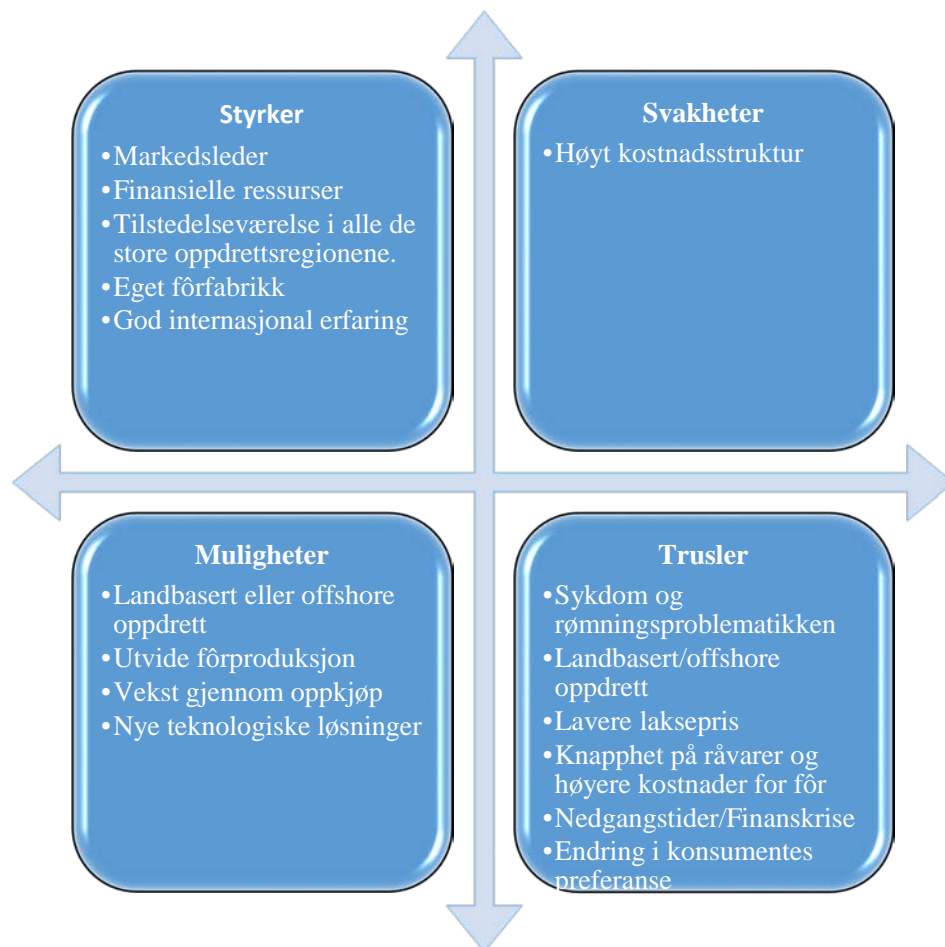


Figure 4-10: SWOT analyse

5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen innebærer kvantitative analyser av selskapets finansregnskap for å innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet (Kinserdal, 2005). Innsikten i de økonomiske forholdene i Marine Harvest vil kunne gi oss en bedre forståelse av selskapets historiske utvikling og dermed gi oss et bedre fundament til å prognostisere fremtidsbudsjettet. Regnskapsanalysen gir alene ikke tilstrekkelig grunnlag for å prognostisere framtiden, men vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for budsjettere fremtidige kontantstrømmer.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Jeg vil videre benytte Knivsflå (2015b) sitt rammeverk for regnskapsanalyse for å et bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Marine Harvest. Dette oppsettet består i hovedsak av tre steg, om en ser bort ifra trailing. Det første steget i regnskapsanalysen er omgruppering og normalisering av rapporterte regnskapstall for å enn mer investororientert analyse. Videre så analyseres regnskapstallene for å avdekke og justere for eventuelle målefeil som kan foreligge i regnskapet. Til slutt foretas det en analyse av forholdstall for å innsikt i Marine Harvests risiko og superentabilitet i forhold til komparative selskaper.

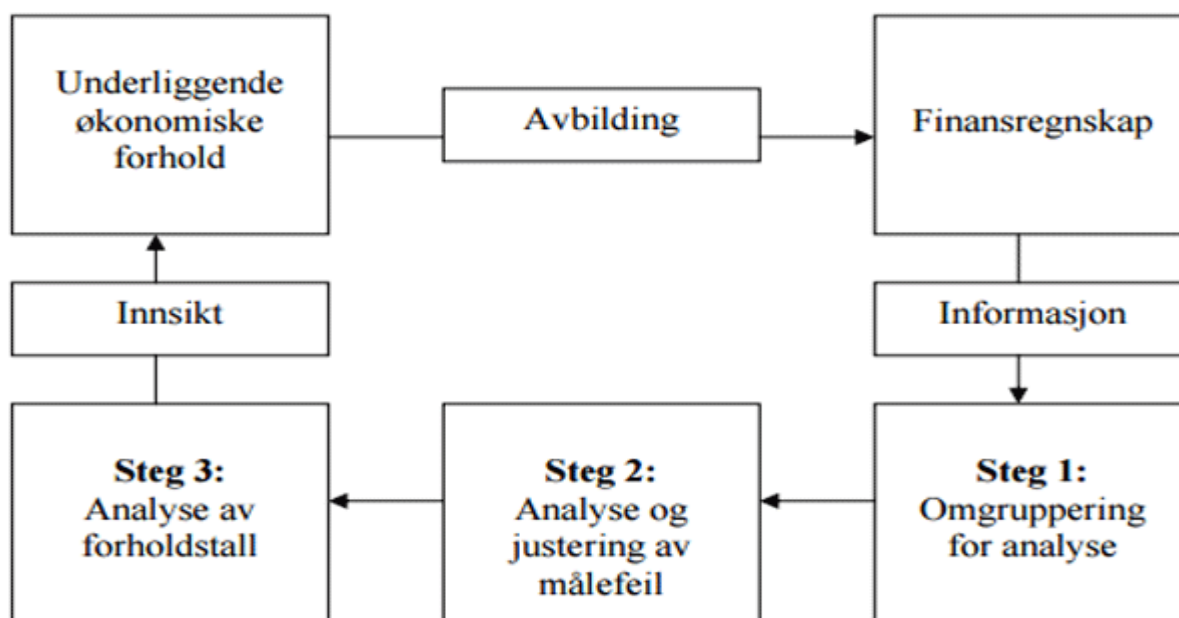


Figure 5-1: Rammeverket for regnskapsanalysen

Før vi setter i gang med regnskapsanalysen er det del praktiske valg som må avklares, blant annet hvilket analysenivå og hvor lang analyseperiode som benyttes, samt valg av komparative virksomheter (Knivsflå, 2015b)

5.1.1 Valg av analysenivå

Virksomheter som har svært ulike forretningsområder bør i utgangspunktet analyseres hver for seg og ikke samla (Knivsflå, 2015b). Marine Harvest består i hovedsak av forskjellige forretningsområder, blant annet fôr, videreforedling og oppdrett, også har de i tillegg eierskap i tilknyttede virksomheter. Dette taler i utgangspunktet for at de ulike forretningsområdene bør analyseres hver for seg. Men tilgangen på regnskapsinformasjon fordelt på de ulike forretningsområdene er ofte svært avgrensa, slik at det vil begrenset muligheter for å analysere de ulike forretningsområdene hver for seg. Dermed vil det være naturlig å analysere Marine Harvest sine forretningsområder samlet.

Videre må vi ta stilling om vi skal analysere regnskapet etter konsernregnskapet eller selskapsregnskapet til mor. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) bør man analysere med utgangspunktet samlet etter konsernregnskapet, dersom virksomheten er tett driftsmessige integrert innenfor et virksomhetsområde. Marine Harvest er et selskap som er på vei til å helintegrert, slik at de kan ha kontroll over både opp- og nedstrøms virksomhet. Dette taler for bruk av konsernregnskap, siden selskapet er i stor grad driftsmessig integrert. Samtidig kan det være et problematikk siden Marine Harvest opererer i flere land som kan skape komplikasjoner i konsernregnskapet med forskjellige valutaer (Kaldestad & Møller, 2011). Videre anbefaler Knivsflå (2015b) at vi bør normalt sett bruke konsernregnskapet ved regnskapsanalyser for den fremmer omfanget virksomheten bedre. Jeg har derfor valgt å basere analysen av Marine Harvest på konsernregnskapet.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Ved valg av analyseperiode bør man vektlegge om virksomheten har vært stabilt over tid eller om det har endret karakter. Dersom virksomheten har vært stabilt og ikke endret karakter over lang tid, bør en velge en relativt lang analyseperiode (Knivsflå, 2015b). For virksomheter som har endret seg over tid gjennom oppkjøp og fusjon, bør det velges en kortere analyseperiode, da de historiske tallene er lite representative for dagens virksomhet. Samtidig bør det tas hensyn for virksomheter som opererer innenfor en syklisk bransje at en velger en lang tidshorisont, slikt at vi får både med oppgangs- og nedgangskonjunkturer.

Oppdrettsnæringen kan anses som en syklisk bransje der lønnsomheten er sterkt preget av endringer i lakseprisen som kan gi utslag på resultatene til selskapene. Dette taler for en relativt lang analyse periode slik at oppgangs- og nedgangskonjunkturer svingninger er inkludert i analysen. Men samtidig er Marine Harvest et selskap som har utviklet seg mye de siste årene

gjennom oppkjøp og fusjon, samt et større reorganisering 2010. Dette vil tale for en relativt kortere analyseperiode som følge av ustabile forhold i selskapet. Til tross for de overnevnte forholdene har jeg valgt å gjennomføre en analyseperiode på seks år. Dette gir en analyseperiode som strekker seg fra 2010 – 2015 som vil dekke både høy- og lavkonjunkturer i bransjen og dermed være representativ for utviklingen i bransjen og for Marine Harvest.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

For å analysere hvordan Marine Harvest presterer i forhold til bransjen, er det nødvendig å sammenlikne selskapets regnskapstall med liknede selskaper. Det mest optimale ville vært å inkludere alle selskapene i bransjen, men med det antall selskap som er i bransjen ville praktisk vært umulig å gjennomføre, samt begrenset tid med utredning av oppgaven. Utvalget av komparative selskaper er viktig siden de vil utgjøre sammenligningsgrunnlaget for analysen av forholdstallene til lønnsomhet og risiko, samt de vil inngå senere i den relative verdsettelsen. Som komparative selskaper har jeg valgt å begrense meg til de største børsnoterte selskapene som SalMar, Grieg Seafood og Lerøy. I tillegg vil Marine Harvest inngå i bransjegjennomsnittet når det gjennomføres en strategisk analyse, ettersom vi ønsker å se hvordan Marine Harvest gjør det sammenlignet med bransjegjennomsnittet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Før vi går videre på de ulike analysene vil jeg presentere de historiske regnskapstallene til Marine Harvest for å gi leseren en bedre oversikt over selskapets økonomiske utvikling de siste årene, før omgruppering og normalisering av regnskapet. Nedenfor presenteres Marine Harvest rapporterte resultatregnskap og balanse for analyseperioden fra 2010-2015. Tallmaterialet er hentet direkte fra selskapets sine offentlige årsrapporter og utarbeidet i henhold til IFRS. Ettersom selskapets årsrapport for 2015 ble offentliggjort i april 2016, har jeg kun fokusert på årsrapporten og utelukket trailing av regnskapet for 2015.

Resultatregnskap (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inntekter		15 757,4	15 420,4	19 177,3	25 300,4	27 710,2
Andre inntekter		375,4	43,2	22,1	230,9	170,5
Totale inntekter	15 281,2	16 132,8	15 463,6	19 199,4	25 531,3	27 880,7
Varekostnader	- 7 780,7	- 8 398,6	- 9 666,5	- 9 998,5	- 13 677,4	- 15 858,4
Verdijustering av slaktet fisk	-	- 3 250,6	- 1 575,8	- 4 323,7	- 5 518,5	- 4 098,9
Verdijustering av biologiske eiendeler	1 091,7	1 736,6	1 926,0	6 118,3	5 007,7	4 189,2
Lønns- og personalkostnader	- 2 202,5	- 2 177,8	- 2 418,6	- 2 674,3	- 3 320,9	- 3 825,5
Andre driftskostnader	- 1 453,8	- 2 063,2	- 2 163,6	- 2 581,9	- 3 350,0	- 3 969,9
Avsetning for tapskontrakt	- 14,3	- 5,8	- 6,1	- 124,7	23,7	6,6
Restruktureringskostnader	- 4,4	- 21,8	- 0,8	- 272,8	- 52,9	- 136,3
Andre ikke-driftsrelaterte poster	-	-	-	- 74,4	- 168,2	21,7
Resultat fra tilknyttede selskaper	202,0	8,5	88,3	221,8	149,5	209,7
Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)	5 119,2	1 943,1	1 646,5	5 489,2	4 624,3	4 405,7
Avskrivninger	- 653,0	- 666,7	- 677,2	- 762,5	- 966,8	- 1 252,0
Nedskrivninger	- 5,0	- 67,0	- 0,5	- 65,0	- 24,1	- 60,9
Driftsresultat (EBIT)	4 461,2	1 209,4	968,8	4 661,7	3 633,4	3 092,8
Rentekostnader	- 380,3	- 405,8	- 382,8	- 640,2	- 544,6	- 416,5
Netto valutaeffekter	366,7	236,4	523,3	- 311,7	- 388,4	37,7
Andre finansposter	- 195,3	342,9	- 320,0	- 252,4	- 1 213,7	- 473,8
Resultat før skattekostnad	4 252,3	1 382,9	789,3	3 457,4	1 486,7	2 240,2
Skattekostnad	- 1 143,9	- 261,7	- 376,5	- 1 026,8	- 752,0	- 820,5
Resultat etter skatt	3 108,4	1 121,2	412,8	2 430,6	734,7	1 419,7
Resultat fra avviklet virksomhet/eiendeler til salgs	-	-	-	91,9	204,8	2,1
Årsresultat	3 108,4	1 121,2	412,8	2 522,5	939,5	1 417,6
Andre fullstendige resultatelement	148,2	- 24,2	- 408,7	581,2	827,7	677,8
Totalresultat	3 256,6	1 097,0	4,1	3 103,7	1 767,2	2 095,4

Tabell 5-1: Historisk resultatregnskap

Tabellen ovenfor viser at Marine Harvest sine driftsinntekter har økt kraftig gjennom analyseperioden. Til gjengjeld har selskapets kostnader økt raskere enn inntektene slik at vi får en redusert EBITDA. Variasjonen i EBITDA kommer som følge av stort sett av verdijusteringer av biologiske av eiendeler og slaktet fisk. Med høye avskrivningskostnader og finanskostnader i forhold til en redusert EBITDA førte det til at selskapets totalresultat ble svekket.

Konsernbalansen (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EIENDELER						
Anleggsmidler						
Lisenser	5 442,5	5 577,5	5 435,4	6 036,1	6 514,9	7 163,8
Goodwill	2 111,6	2 146,1	2 115,5	2 374,9	2 416,9	2 484,7
Utsatt skattefordel	118,6	160,1	73,9	178,8	147,3	110,3
Andre immaterielle eiendeler	132,9	123,1	114,2	188,4	166,5	265,0
Immaterielle eiendeler	7 805,6	8 006,8	7 739,0	8 778,2	9 245,6	10 023,8
Eiendom, anlegg og utstyr	3 885,1	4 167,5	4 111,9	6 677,2	8 257,2	9 246,4
Investering i tilknyttede selskaper	678,9	624,4	647,3	900,4	978,2	1 188,8
Andre andeler	124,2	92,1	1 008,6	132,1	166,1	4,0
Andre anleggsmidler	2,6	25,8	73,2	8,8	14,5	20,5
Anleggsmidler	12 496,4	12 916,6	13 580,0	16 496,7	18 661,6	20 483,5
Omløpsmidler						
Varelager	775,8	783,0	819,7	1 751,1	2 400,8	2 664,5
Biologiske eiendeler	7 278,1	6 285,2	6 207,9	9 536,6	10 014,0	10 939,6
Kundefordringer	1 844,9	1 914,9	1 782,0	3 191,4	3 360,2	3 926,2
Andre fordringer	814,7	609,8	592,7	1 086,5	1 110,5	1 540,5
Bundne kapital/midler	-	66,0	89,3	167,1	213,1	111,7
Kontanter og bankinnskudd	318,9	213,1	246,0	439,1	1 195,2	577,0
Omløpsmidler	11 032,4	9 872,0	9 737,6	16 171,8	18 293,8	19 759,5
Eiendeler holdt for salg	-	-	-	1 059,1	19,0	17,4
Eiendeler	23 528,8	22 788,6	23 317,6	33 727,6	36 974,4	40 260,4
EGENKAPITAL OG GJELD						
Egenkapital						
Egenkapital majoritetet	12 500,2	10 766,3	11 619,7	16 318,5	14 702,2	18 178,3
Minoritetsinteresse	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9
Egenkapital	12 570,7	10 842,1	11 688,7	16 346,3	14 718,2	18 187,2
Langsiktig gjeld						
Utsatt skatteforpliktelse	2 237,9	2 351,9	2 543,7	3 365,0	3 568,9	3 759,3
Langsiktig rentebærende gjeld	5 107,3	6 589,4	5 338,5	7 710,2	10 669,1	10 279,3
Andre langsiktige forpliktelser	571,1	99,3	414,7	976,2	2 334,5	2 125,3
Langsiktig gjeld	7 916,3	9 040,6	8 296,9	12 051,4	16 572,5	16 163,9
Kortsiktig gjeld						
Betalbar skatt	49,7	86,6	26,2	252,6	525,2	696,3
Kortsiktig rentebærende gjeld	429,7	157,0	377,8	686,7	7,0	1,5
Leverandørgjeld	1 450,2	1 481,8	1 452,5	2 232,6	2 039,2	2 379,7
Andre kortsiktige forpliktelser	1 112,2	1 180,3	1 475,4	1 967,7	3 112,3	2 831,6
Kortsiktig gjeld	3 041,8	2 905,7	3 331,9	5 139,6	5 683,7	5 909,1
Forpliktelser holdt for salg	-	-	-	190,5	-	-
Egenkapital og gjeld	23 528,8	22 788,4	23 317,5	33 727,8	36 974,4	40 260,2

Tabell 5-2: Historisk balanseregnskap

5.3 Omgruppering for analyse

Marine Harvests rapporterte regnskapstall er oppstilt i henhold til IFRS. Det vil si at eiendeler er grupperte etter likviditet, mens gjeld grupperes etter forfallstidspunktet i balanseoppstillingen (Knivsflå, 2015c). Mens fokuset i resultatregnskapet er å presentere årsresultat, det vil si større fokus på verdiskapning enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld (Knivsflå, 2015c). I verdivurderingssammenheng er ikke dette rammeverket ideelt for en investororientert analyse. Dermed omgrupperes resultatregnskapet og balansen i det følgende for å kunne gjennomføre en investororientert analyse. Omgruppering av finansregnskapet er også hensiktsmessig ved at den har som formål å skreddersy regnskapsoppstillingen til analyseformål, samt at den gir større skillet mellom verdiskapning og verdiutdeling av selskapet.

Det sentrale i omgruppering er å skille mellom drift fra finansiering, og mellom normale og unormale poster (Knivsflå, 2015c).

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet gjennomføres etter fire steg (Knivsflå, 2015)

Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat, FNR

Fullstendig nettoresultat til egenkapital er gitt:

$$FNR = \mathring{A}RE + AFR + DSP$$

Det fullstendige nettoresultat består av årsresultat ($\mathring{A}RE$), andre fullstendige resultatelementer (AFR) og dirty surplus (DSP). Andre fullstendige resultatelementer oppstår som en post etter IFRS som følge av et unntaks regel av IAS etter årsresultat, og de utgjør sammen det totalresultat av selskapet (Knivsflå, 2015c).

Dirty surplus oppstår som følge av en praksis hvor inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapital. Dette er en brudd på kongruensprinsippet som tilsier at all inntekt og kostnad skal resultatføres (jfr regnskapsloven §4-3). For Marine Harvest som rapporterer etter IFRS vil dirty surplus i utgangspunktet være lik null, siden de vil bli hensyntatt under posten andre fullstendige resultatelementer i resultatregnskapet. Likevel kan det forekomme dirty surplus i regnskapstallene i forbindelse av kostnader forbundet med emisjon, omregningsdifferanser og resultatendring grunnet omlegging til nye regnskapsprinsipper. Ut ifra de historiske oppstillingene av endring i egenkapital for Marine Harvest er det ikke noe som tyder på at det

foreligger dirty surplus for vår analyseperiode. Dermed vil utredningen videre se bort ifra dirty surplus, slik at fullstendig nettoresultat tilsvarer selskapets totalresultat.

Fullstendig nettoresultat (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Årsresultat	3 108,4	1 121,2	412,8	2 522,5	939,5	1 417,6
Andre fullstendige resultat	148,2	- 24,2	- 408,7	581,2	827,7	677,8
Rapportert totalresultat	3 256,6	1 097,0	4,1	3 103,7	1 767,2	2 095,4
Dirty Surplus	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til EK	3 256,6	1 097,0	4,1	3 103,7	1 767,2	2 095,4

Tabell 5-3: Fullstendig nettoresultat til EK

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat fordeles slik at alle inndelinger av balansen får sitt resultat før skatt. Formålet er å skille mellom drift og finansiering, slik at det blir enklere å finne kildene til verdiskapning. Dette gjøres også for å kartlegge ut hvor stor avkastning selskapet oppnår på driften og hvor mye finansieringen koster.

Fullstendig driftsresultat (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	15 281,2	16 132,8	15 463,6	19 199,4	25 531,3	27 880,7
Driftskostnader	- 11 022,0	- 14 914,9	- 14 583,1	- 14 759,5	- 22 047,4	- 24 997,6
Driftsresultat	4 259,2	1 217,9	880,5	4 439,9	3 483,9	2 883,1
Resultat fra tilknyttede selskaper	202,0	- 8,5	88,3	221,8	149,5	209,7
Driftsrelatert andre fullstendig resultat	-	-	-	-	-	-
Driftsrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-
Fullstendig driftsresultat før skatt	4 461,2	1 209,4	968,8	4 661,7	3 633,4	3 092,8

Tabell 5-4: Fullstendig driftsresultat før skatt

Fullstendig finansresultat (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto valutaeffekt	366,7	236,4	523,3	- 311,7	- 388,4	37,7
Finanskostnad	- 575,6	- 62,9	- 702,8	- 892,6	- 1 758,3	- 890,3
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	91,9	204,8	2,1
Finansielt andre fullstendige resultat	148,2	- 24,2	- 408,7	581,2	827,7	677,8
Finansielt dirty surplus	-	-	-	-	-	-
Fullstendig finansresultat før skatt	- 60,70	149,30	- 588,20	- 531,20	- 1 114,20	- 176,90

Tabell 5-5: Fullstendig finansresultat før skatt

Steg 3: Identifiser normale og unormale poster

For å kunne tilpasse regnskapet til en investororientert analyse for å verdsette selskapet, er det hensiktsmessig å identifisere og skille selskapets normale og unormale resultatelementer i regnskapet. Dette er relevant og viktig da det er de normale resultatet som danner grunnlaget for predikasjon av fremtidsbudsjettet, da disse representerer normal drift i selskapet (Knvisflå, 2015c). De normale postene er poster som forventes å komme igjen periode etter periode. Mens unormale poster kjennetegnes ved at de fremkommer en eller fåtalls ganger i resultatregnskapet,

og som kun påvirker enkelte perioder. Disse unormale postene vil derfor være lite relevante for fremtiden, og må derfor skilles fra de normale postene. Det er forholdsvis vanskelig enkelte ganger å skille de ulike postene siden en del poster er i realiteten ei blanding av normalt og unormalt (Knivsflå, 2015c). En rimelig stabil trend indikerer for normal, mens ustabil trend vil indikere unormal post. Videre vil jeg identifisere Marine Harvest unormale poster ved å gjennomgå noteopplysningene til finansregnskapet.

Unormale driftsrelaterte poster:

Verdijustering av biologiske eiendeler skal føres til virkelig verdi i utgangspunktet i henhold til IAS 41. Det antas at en slik virkelig verdi kan måles pålitelig for biologiske eiendeler, slik at det kan anses som normal post. Men ettersom denne posten har relativt vært ganske ustabil som følge av tilveksten og prisendringen av laks, vil det være vanskelig å predikere utviklingen over tid. Dermed anses denne posten som unormal.

Restruktureringskostnader og nedskrivninger anses vanligvis som unormal driftskostnad ifølge Knivsflå (2015c). Marine Harvest sine restruktureringskostnader knytter seg stort sett til selskapets drift, og har variert veldig mye gjennom analyseperioden slik at det blir vanskelig å predikere. Mens nedskrivninger er kostnadsføringer av uforutsette verdifall eiendeler og vil dermed være vanskelig å predikere. Postene anses dermed som unormale.

Andre ikke-driftsrelaterte er kostnader knyttet til søksmål og bøter. Disse postene har vært variert og har oppstått kun de tre seneste årene i analyseperioden. Posten anses dermed som unormal.

Avsetning for tapskontrakt er kostnader som følge av de store prissvingene for laks. Da disse postene har variert veldig mye og at det har skjedd en tilbakeføring i 2014. Posten vil dermed være vanskelige å predikere og det er lite hensiktsmessig å normalisere, siden den vil gi liten nettoverdi. Posten anses dermed som unormal.

Unormale driftsposter (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Verdijustering av biologiske eiendeler	1 091,7	- 1 514,0	350,2	1 794,6	- 510,8	90,3
Restruktureringskostnader	- 4,4	- 21,8	- 0,8	- 272,8	- 52,9	- 136,3
Andre ikke-driftsrelaterte poster	-	-	-	- 74,4	- 168,2	21,7
Avsetning for tapskontrakt	- 14,3	- 5,8	- 6,1	- 124,7	23,7	- 6,6
Nedskrivninger	- 5,0	- 67,0	- 0,5	- 65,0	- 24,1	- 60,9
Unormale driftsposter	1 068,0	- 1 608,6	342,8	1 257,7	- 732,3	- 91,8

Tabell 5-6: Unormale driftsposter

Unormale finansrelaterte poster:

Netto valutaeffekter er tap/gevinst knyttet valuta og anses som unormale finans post ifølge Knivsfå. Disse postene varierer veldig mye og er vanskelig å normalisere, ettersom de oppstår som følge av valutakursendringer.

Finansielt andre fullstendige resultat er anses som unormalt siden den består i stor grad av gevinst/tap på valuta og verdijustering av kontantstrømmer.

Andre finansposter anses som unormale da inneholder stort sett verdijusteringer av aksjer og valuta. Men jeg velger å justere denne posten med å trekke ut renteinntekter og utbytte som normale poster.

Unormale finansposter	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto valutaeffekter	366,7	236,4	523,3	- 311,7	- 388,4	37,7
Finansielt andre fullstendige resultat	148,2	- 24,2	- 408,7	581,2	827,7	677,8
Andre finanskostnader	- 177,5	370,5	- 185,3	- 92,5	- 1 174,4	- 441,0
Unormale finansposter	337,4	346,3	- 594,0	488,7	- 346,7	236,8

Tabell 5-7: Unormale finansposter

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Den siste steget av omgruppering av resultatregnskapet er å fordele skattekostnaden på normalt og unormal drifts, og tilsvarende for finansresultat.

Den nominelle skattesatsen i Norge er per i dag 25%, dette er en reduksjon fra fjorårets skattesats på 27%. Den nominelle skattesatsen på 25% vil bli benyttet som den normale skattesatsen videre beregningene av netto finanskostnad siden den inneholder stort sett rentebetalinger på gjeld.

Finansinntektskattesatsen kan variere som følge av uttaksmodellen i skatteloven som gir skattefritt utbytte og aksjegevinster for allmenaksjeselskaper (jfr sktl §2-38). Ut ifra årsrapporten fremkommer det at finansinntektene inneholder urealisert aksjegevinst som er skattefrie, dermed må skattesatsen for finansinntekt justeres fra den nominelle skattesatsen. Den effektive skattesatsen for finansinntekt kan beregnes ved følgende formel:

$$Fiss = \frac{0,27 * \text{renteinntekter og lignende} + 0 * \text{utbytte og lignende}}{\text{Finansinntekter}}$$

Finansinntektskattesatsen har vært variert betydelig fra år til år som følge av at det foreligger skattefrie finansinntekter, og dermed må vi normalisere skattesatsen ved enten å bruke

gjennomsnittet eller median av analyseperioden. Den normaliserte skattesatsen for finansinntekt er 10% og vil bli benyttet videre som skattesats for finansinntekter. Skattesatsen for unormal finansresultat settes også til 25%, da det er forventet en blanding av både skattefri og skattepliktig poster.

Den driftsrelaterte skattesatsen beregnes som forholdet mellom driftsrelatert skattekostnad og driftsresultat før skatt ved følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + F_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

Hvor:

dss = driftsskattesats

NSK = normal skattekostnad

f_{iss} = finansinntektskattesats

FI = normale finansinntekter

f_{ss} = finansskattesats

UFR = unormalt finansresultat

FK = normale finanskostnader

DR = driftsresultat

UDR = unormalt driftsresultat

Driftsskattesatsen varierer mellom 25% og 50% i analyseperioden. Dermed vil det være nødvendig å normalisere skattesatsen ved bruk av gjennomsnittet eller median. Medianen ga et utslag på 29% sammenlignet med gjennomsnittet på 32%. Dette er relativt høyt i forhold til nominelle skattesatsen. Ut ifra dette vil jeg heller benytte meg av et skattesats på 27% videre i analysen, som er basert på den vektete medianen av driftsskattesatsen og den nominelle.

Dette gir grunnlaget for den omgrupperte resultatet. Videre i utredningen vil det kun lagt fokus på de normale driftsrelaterte postene.

Omgruppert resultatregnskap (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inntekter	-	15 757,4	15 420,4	19 177,3	25 300,4	27 710,2
Andre inntekter	-	375,4	43,2	22,1	230,9	170,5
Totale inntekter	15 281,2	16 132,8	15 463,6	19 199,4	25 531,3	27 880,7
Varekostnader	- 7 780,7	- 8 398,6	- 9 666,5	- 9 998,5	- 13 677,4	- 15 858,4
Lønns- og personalkostnader	- 2 202,5	- 2 177,8	- 2 418,6	- 2 674,3	- 3 320,9	- 3 825,5
Andre driftskostnader	- 1 453,8	- 2 063,2	- 2 163,6	- 2 581,9	- 3 350,0	- 3 969,9
Avskrivninger	- 653,0	- 666,7	- 677,2	- 762,5	- 966,8	- 1 252,0
Driftsresultat egen virksomhet	3 191,2	2 826,5	537,7	3 182,2	4 216,2	2 974,9
Driftsreleatart skattekostnad	- 861,6	- 763,2	- 145,2	- 859,2	- 1 138,4	- 803,2
Netto driftsresultat egen virksomhet	2 329,6	2 063,3	392,5	2 323,0	3 077,8	2 171,7
Nettoresultat fra tilknytte selskaper	202,0	8,5	88,3	221,8	149,5	209,7
Netto driftsresultat	2 531,6	2 054,8	480,8	2 544,8	3 227,3	2 381,4
Netto finansinntekt	14,8	24,3	134,9	153,7	31,7	30,1
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 546,4	2 079,2	615,7	2 698,5	3 259,1	2 411,5
Netto finanskostnader	- 285,2	- 304,4	- 287,1	- 480,2	- 408,5	- 312,4
Netto minoritetsresultat	- 30,5	- 5,5	- 4,0	- 7,4	- 3,9	- 0,6
Nettoresultat til egenkapital	2 230,7	1 769,3	324,6	2 210,9	2 846,7	2 098,5
Unormalt netto driftsresultat	794,4	- 1 231,4	- 80,6	1 006,8	- 530,7	- 178,6
Unormalt netto finansresultat	318,5	522,0	- 104,5	309,3	- 374,1	312,7
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	3 343,5	1 060,0	139,6	3 527,0	1 941,9	2 232,6
Netto betalt utbytte	- 2 131,1	- 2 878,5	-	- 825,3	- 3 423,8	- 2 292,6
Endring i egenkapital	1 212,4	- 1 818,5	139,6	2 701,7	- 1 481,9	60,0

Tabell 5-8: Omgruppert resultatregnskap

5.3.2 Omgruppering av balansen

Balansen kan omgrupperes etter tre ulike oppstillinger: total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. De ulike metodene bygger på hverandre og det er størst fokus på de to siste metodene ved en fundamental verdsettelse.

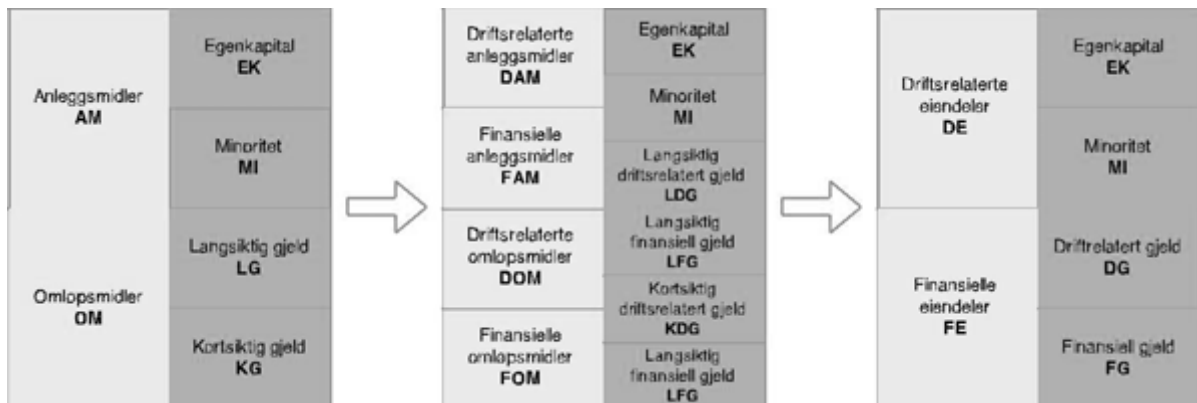
Omgruppering av balanse gjennomføres også etter fire steg, på lik linje som resultat (Knivsflå, 2015d)

Steg 1: Omgruppering av eventuelt avsatt utbytte

Ut ifra investorsperspektiv er ikke utbytte klassifisert som gjeld, men egenkapital som snart skal tilbakeføres til eierne (Knivsflå, 2015d). Marine Harvest rapporterer har rapportert etter IFRS i hele analyseperioden. I henhold til IFRS følger det at utbytte som blir vedtatt etter balansedagen, ikke tilfredsstillende definisjonen av en forpliktelse. Slikt at utbytte ikke kan regnskapsføres som gjeld, og vil dermed inngå i selskapets egenkapital på balansedagen. Det er derfor ikke nødvendig å omgruppere denne posten.

Steg 2: Skille mellom drift og finans i totalbalansen

Balansen som presenteres i årsregnskapet er som nevnt utarbeidet etter kreditorhensyn, det vil si at eiendeler er grupperte etter likviditet, mens gjeld grupperes etter forfallstidspunktet. For å gjøre balansen mer investororientert må vi omgruppere for å skape et klart skille mellom drift og finansiering.



Figur 5-2: Omgruppering av balanseoppstillingen

Driftsrelaterte eiendeler er de som har med driften å gjøre, mens finansielle eiendeler er de som ikke har noe med driften å gjøre. Mens for gjeld har det ofte vært et skille mellom rentebærende gjeld og ikke rentebærende gjeld. Rentebærende gjeld klassifiseres finansiell gjeld, mens driftsrelatert gjeld refereres ofte som ikke rentebærende gjeld. Fordelingen mellom drifts og finansiering kan være utfordrende. Dette kan skyldes at det kan oppstå blandingsposter i balansen og at det ikke er nok tilstrekkelig noteinformasjon for formålet. Jeg vil videre gjennomgå en klassifisering av de enkelte postene som fremgår i balansen

Eiendeler

Anleggsmidler

Lisenser/konsesjoner er nødvendig for Marine Harvest, da disse gir rettigheter og er grunnlaget for å kunne drive med virksomhet innenfor oppdrett. Dette er følgelig driftsrelatert.

Goodwill kan ikke balanseføres som egentilvirket på gå grunn av transaksjonsprinsippet. Dermed antas det at den balanseførte goodwill stammer fra tidligere oppkjøp. Dette er en driftsrelatert post.

Utsatt skattefordel oppstår som følge av ulike skatte- og regnskapsmessige av driftsrelaterte eiendeler, og anses dermed som driftsrelatert.

Andre immaterielle eiendeler er ikke spesifisert i note. Posten vil dermed klassifiseres som driftsrelaterte, som er vanlig for immaterielle eiendeler (Knivsflå, 2015).

Eiendom, anlegg og utstyr er driftsrelatert, da disse er direkte knyttet til driften i selskapet.

Investering i tilknyttede selskaper klassifiseres som driftsrelaterte, ettersom vi har tidligere klassifisert tilhørende resultat i den omgrupperte resultatregnskapet. Posten er også rimelig knyttet til driften av selskapet, da de stort sett inneholder virksomheter innenfor oppdrett.

Andre andeler omfatter selskaper hvor Marine Harvest ikke har noe vesentlig innflytelse på, siden de kun har en liten eierandel. Hvorvidt dette kan fremme driften for selskapet er uklart, dermed anses posten som finansiell.

Andre anleggsmidler er ikke spesifisert i notene og det vil antakeligvis være naturlig å klassifisere posten driftsrelatert.

Omløpsmidler

Varelager og biologiske eiendeler er direkte knyttet til driften og klassifiseres dermed som driftsrelaterte.

Kundefordringer er forbundet med salg som ikke har blitt gjort opp for seg. Posten anses som driftsrelatert.

Andre fordringer består i hovedsak av pensjon, forhåndsbetaling, andre finansielle instrumenter og en uspesifisert post. Da denne posten inneholder både driftsrelaterte og finansielle fordringer vil det være å vanskelig å skille posten. Posten vil dermed bli klassifisert som driftsrelaterte i henhold til Knivsflå (2015d).

Budne kapital/midler representerer i hovedsakelig innskudd for å oppfylle sikkerhetskravet for finansielle instrumenter, samt tilbakeholdt skatt. Posten klassifiseres dermed som driftsrelaterte.

Kontanter og bankinnskudd er en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. De likvide som selskapet trengs for å drives anses som driftsrelaterte, mens de resterende er finansielle. Ettersom at det er vanskelig å skille ut driftslikvider, vil det være naturlig klassifisere dem som finansielle eiendeler (Knivsflå, 2015d).

Eiendeler holdt for salg er eiendeler som skal avhendes og er følgelig ikke relevant for den fremtidige inntjeningen. Posten klassifiseres som finansielle.

Egenkapital og gjeld

Egenkapital majoritet og minoritetsinteresse forblir det samme uten og utgjør sammen det samlede egenkapitalen til selskapet.

Utsatt skatteforpliktelse oppstår i likhet som utsatt skattefordel som følge ulike skatte- og regnskapsmessige beregninger av driftsrelaterte eiendeler og anses dermed som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Langsiktig rentebærende gjeld og kortsiktig rentebærende gjeld klassifiseres som finansielle gjeld.

Andre langsiktige forpliktelser består i hovedsak av pensjonsforpliktelser, andre finansielle gjeld og gjeldskonvertering. Den største andel består av gjeldskonvertering som er knyttet til rentebærende gjeld. Pensjonsforpliktelser utgjør kun en liten del og skal i prinsippet klassifiseres som driftsrelaterte gjeld. Denne posten er å anse som finansiell gjeld. Dermed vil det være naturlig å trekke fra pensjonsforpliktelser fra denne posten, slikt at det er konsistent mellom balansen og resultatet (Knivsflå, 2015d)

Betalbar skatt er den skyldige skatten på årets skattemessig resultat og anses dermed som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Leverandørgjeld er kortsiktig gjeld som Marine Harvest opparbeidet seg ved kjøp av varer og tjenester som er knyttet til driften i selskapet. Dermed klassifiseres den som driftsrelatert.

Andre kortsiktige forpliktelser inneholder blant annet påløpte kostnader, lønn og feriepenger, trygdeordninger, kontantstrømsikring og andre forpliktelser. Posten anses som kortsiktig driftsrelatert gjeld, da de er stor grad knyttet drift fremfor finans.

Forpliktelser holdt for salg er ikke relevant for fremtiden og klassifiseres dermed som kortsiktig finansiell gjeld. Dette er i samsvar med tidligere klassifiseringen av avviklet eiendommer.

Dette gir grunnlag til den omgrupperte totalbalansen.

Konsernbalanse (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Eiendeler						
Driftsrelatert anleggsmidler (DAM)	12372,2	12824,5	12571,4	16364,6	18495,5	20479,5
Driftsrelatert omløpsmidler (DOM)	10713,5	9658,9	9491,6	15732,7	17098,6	19182,5
Driftsrelaterte eiendeler (DE)	23085,7	22483,4	22063	32097,3	35594,1	39662
Finansielle anleggsmidler (FAM)	124,2	92,1	1008,6	132,1	166,1	4
Finansielle omløpsmidler (FOM)	318,9	213,1	246	1498,2	1214,2	594,4
Finansielle eiendeler (FE)	443,1	305,2	1254,6	1630,3	1380,3	598,4
Totale eiendeler (TE)	23528,8	22788,6	23317,6	33727,6	36974,4	40260,4
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital majoritet (EK)	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3
Minoritet (MI)	70,5	75,8	69	27,8	16	8,9
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	2290,9	2419,7	2622,5	3445	3652,5	3844,7
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	2612,1	2748,7	2954,1	4452,9	5676,7	5907,6
Driftsrelatert gjeld (DG)	4903	5168,4	5576,6	7897,9	9329,2	9752,3
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	5625,4	6620,9	5674,4	8606,4	12920	12319,2
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	429,7	157	377,8	877,2	7	1,5
Finansiell gjeld (FG)	6055,1	6777,9	6052,2	9483,6	12927	12320,7
Totalkapital (TK)	23528,8	22788,4	23317,5	33727,8	36974,4	40260,2

Tabell 5-9: Omgruppert totalbalanse

Steg 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er en metode som bygges videre fra den omgrupperte totalbalansen. Den sysselsatte kapitalen er kapitaler som er skutt inn og dermed sysselsatt av eierne og finansielle långivere (Knivsflå, 2015d). Det er nødvendig å justere den driftsrelaterte gjelden ved beregning av sysselsatt kapital, ettersom den ikke er aktivt plassert gjennom kapitalmarkedet men snarere som en naturlig del av driften.

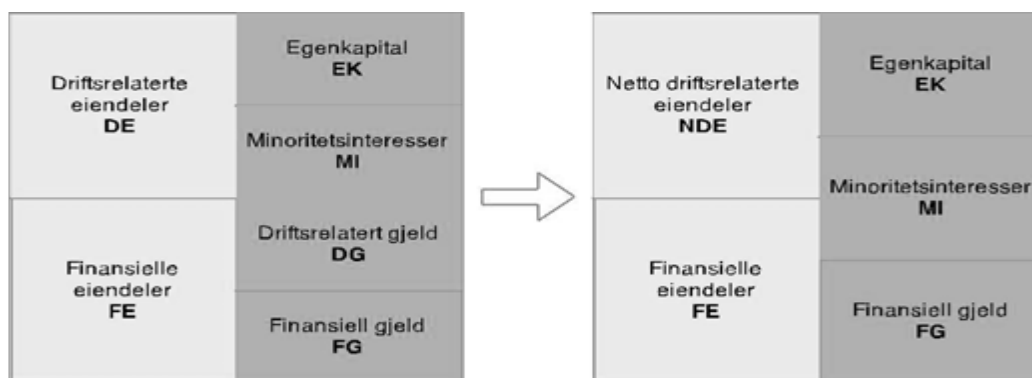


Figure 5-3: Totalkapital til sysselsatt kapital

Videre presenteres den omgrupperte balansen for sysselsatt kapital.

Sysselsatt kapital (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NA)	10 081,3	10 404,8	9 948,9	12 919,6	14 843,0	16 634,8
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	8 101,4	6 910,2	6 537,5	11 279,8	11 421,9	13 274,9
Netto driftseiendeler (NDE)	18 182,7	17 315,0	16 486,4	24 199,4	26 264,9	29 909,7
Finansielle eiendeler (FE)	443,1	305,2	1 254,6	1 630,3	1 380,3	598,4
Sysselsatte eiendeler (SEE)	18 625,8	17 620,2	17 741,0	25 829,7	27 645,2	30 508,1
Egenkapital (EK)	12 500,2	10 766,3	11 619,7	16 318,5	14 702,2	18 178,3
Minoritet (MI)	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9
Finansiell gjeld (FG)	6 055,1	6 777,9	6 052,2	9 483,6	12 927,0	12 320,7
Sysselsatt kapital (SSK)	18 625,8	17 620,0	17 740,9	25 829,9	27 645,2	30 507,9

Tabell 5-10: Omgruppert balanse sysselsatt kapital

Steg 4: Fra sysselsatt til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler (Knivsflå, 2015d). Ettersom målet er å finne den investerte kapital i driften av selskapet, er det nødvendig å justere for finansielle eiendeler ved omgruppering.

De finansielle eiendeler er eiendeler som virksomheten har utover det som trengs for å drive virksomheten. Dette er gjerne likvide eiendeler som kan benyttes raskt til nedbetaling av den finansielle gjelden. Dermed er det naturlig å analysere netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2015d).

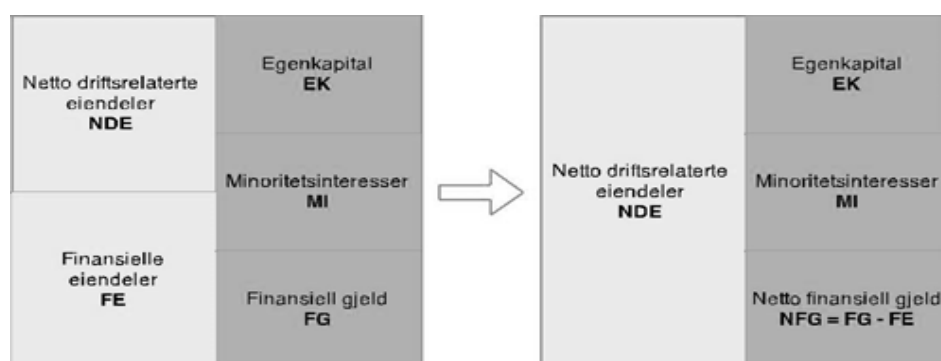


Figure 5-4: Sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital (NOK MILLION)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NA)	10081,3	10404,8	9948,9	12919,6	14843	16634,8
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	8101,4	6910,2	6537,5	11279,8	11421,9	13274,9
Netto driftseiendeler (NDE)	18182,7	17315	16486,4	24199,4	26264,9	29909,7
Egenkapital (EK)	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3
Minoritet (MI)	70,5	75,8	69	27,8	16	8,9
Netto finansiell gjeld (NFG)	5612	6472,7	4797,6	7853,3	11546,7	11722,3
Netto driftskapital (NDK)	18182,7	17314,8	16486,3	24199,6	26264,9	29909,5

Tabell 5-11: Omgruppert balanse netto driftskapital

5.3.3 Analyse og justering av målefeil

Utgangspunktet for dette kapittelet er ønsket om at den justerte og omgrupperte årsregnskapet skal gi en bedre avbildning av selskapet underliggende økonomiske forhold, enn den omgrupperte årsregnskapet (Knivsfå, 2015f). Justering fremkommer ved å endre på de rapporterte regnskapstallene, ettersom regnskapet kan inneholde målefeil. Målefeil oppstår som følge at selskapet rapporterer noe annet enn den virkelige verdien, dermed foreligger det avvik i regnskapet som må justeres. Det skilles mellom tre ulike målefeil (Knivsfå, 2015f)

- Målefeil av type 1 oppstår som følge av regnskapet føres til historisk kost fremfor virkelig verdi.
- Målefeil av type 2 oppstår fordi grunnleggende regnskapsprinsipper og regnskapsstandarder, tillater regnskapsføring som fraviker god regnskapsskikk.
- Målefeil av type 3 oppstår som følge av kreativ regnskapsføring og følgelig brudd på god regnskapsskikk.

Målefeil av type 1 er ikke et problem for regnskapsanalysen, men snarere en fordelaktig målefeil da den fortelles oss noe om selskapets strategiske fordel (Knivsfå, 2015f). Det er målefeil av type 2 og 3 som er problematiske ettersom de skaper støy i målingen av selskapets rentabilitet og vil følgelig påvirke den strategiske fordel til selskapet (Knivsfå 2015f). Generelt sett er ikke målefeil av 3 type et problem for Marine Harvest da selskapets regnskap blir revidert av et anerkjent revisjonsselskap på globalt nivå og de underkjenner i revisjonsberetningen at regnskapet er gitt i henhold til gjeldene regelverk.

Det er uenighet i litteraturen om hvorvidt det er korrekt å justere for målefeil eller ikke. Penman (2013) er ikke noe særlig tilhenger av justering, mens Palepu, Healy og Peek (2014) på sin side benytter justering av målefeil i stor utstrekning (Knivsfå, 2015f). Dette er basert på ulike grunnlag ettersom justering av målefeil ikke uproblematisk. Justering av målefeil kan gi et mer korrekt verdi og i verste fall skape enda mer støy i regnskapet (Knivsfå, 2015f). Dermed må man vurdere kost og nytten ved et eventuell justering av målefeil og i dette tilfellet er kostnaden større enn nytten. Justering av målefeil anses dermed som lite hensiktsmessig og bare kun et ambisiøs målsetting.

6 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalyse gjennomføres som den avsluttende del i regnskapsanalysen for å en klarere innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til Marine Harvest. Den gir oss også en oversikt over selskapets økonomiske utvikling og stilling i forhold til bransjen (Eklund & Knutsen, 2011). Jeg har videre basert på nøkkeltall som tar for seg selskapets lønnsomhet, soliditet og likviditet. De utarbeidende nøkkeltallene for Marine Harvest vil bli sammenlignet opp mot bransjegjennomsnittet. Bransjegjennomsnittet består som tidligere nevnt av Marine Harvest, Grieg Seafood, Lerøy og SalMar. Analysen vil være med videre til underbygge beregning av den fremtidige kontantstrømmene.

6.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet sier oss noe om selskapets evne til å skape overskudd. Den er følgelig ansett som den mest sentrale av alle analyser vi gjør, ettersom alle andre forhold avhenger til syvende sist av foretakets lønnsomhet (Kinserdal, 2005). Jeg har i den forbindelse valgt å se på de ulike nøkkeltallene rundt rentabilitet som egenkapital og totalkapital som mål for lønnsomheten.

Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et mål på hvor stor avkastning eierne har oppnådd forbundet med den investerte kapitalen i løpet av en periode. Avkastningen på eiers kapital bør i prinsippet være høyere enn lånerenten siden eierne normalt har større risiko knyttet kapitalinnskudd enn lånerenten.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig EK}} * 100\%$$

Egenkapitalrentabilitet til Marine Harvest har hatt en volatil utvikling gjennom analyseperioden. Trenden i egenkapitalrentabilitet kan gjenspeile lønnsomheten i oppdrettsnæringen ved at det følges et syklisk mønster. Under perioder med høye laksepriser vil Marine Harvest oppnå et høyere egenkapitalrentabilitet, enn under perioder med lave laksepriser. I forhold til bransjen har Marine Harvest stort sett hatt en lavere utvikling på egenkapitalrentabiliteten. Ut ifra grafen så viser det seg at Marine Harvest kan oppnå en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen ved utgangen av 2015.

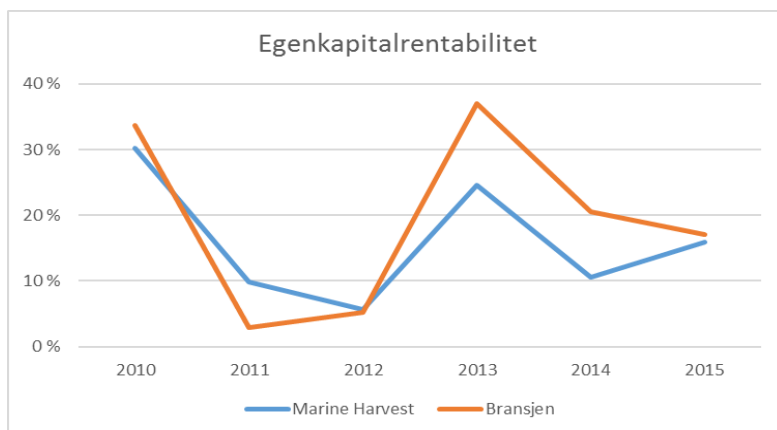


Figure 6-1: Egenkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet viser selskapets avkastningen i forhold til den totale kapital som er blitt investert i selskapet. Den er følgelig et mål på selskapets lønnsomhet.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat} + \text{finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100$$

Marine Harvest sin totalkapitalrentabilitet har hatt i likhet med egenkapitalrentabilitet hatt en volatil utvikling gjennom analyseperioden, og vi kan se at det foreligger samme utviklingstrend ved som egenkapitalrentabiliteten.

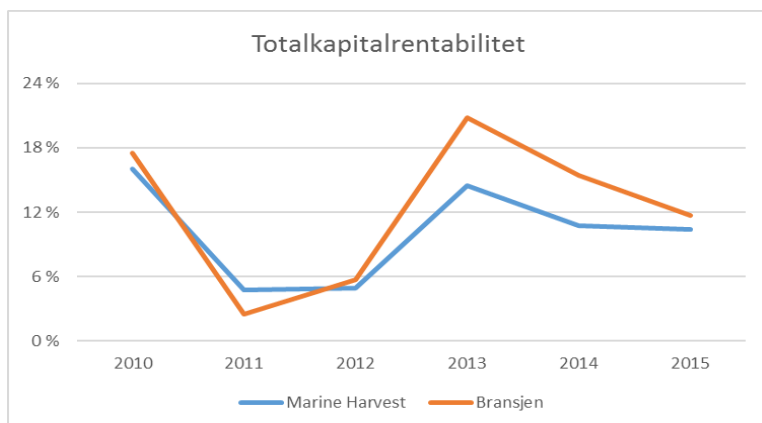


Figure 6-2: Totalkapitalrentabilitet

6.2 Soliditet

Soliditet sier noe om selskapets evne til å tåle finansielle tap. Jeg har valgt se nærmere to sentrale begrep for å danne en forståelse av soliditeten til Marine Harvest. I følge Kinserdal (2005) er det først og fremst egenkapitalandel en bør se på, da den danner uttrykket for

selskapets soliditet. Videre følger Kinserdal at det bør være av interesse å se på forholdet fra resultatregnskapet for å danne et soliditetssammenheng, i den forbindelsen vil rentedekning være interessant.

Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av totalkapitalen eller eiendelene som er finansiert med egne midler (Kinserdal, 2005). Den forteller også hvor mye selskapet kan tape før det går utover fremmedkapitalen. Jo større egenkapitalandel, desto bedre er selskapets soliditet.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100\%$$

Egenkapitalandelen til Marine Harvest har variert veldig lite og har gjennomsnitt ligget på 47% gjennom analyse perioden. Vi kan se at det er nedgang i 2014, dette er sikkert som følge av de store investeringene i 2013 ved oppkjøp av Morpol. I forhold til bransjen har Marine Harvest hatt et høyere egenkapitalandel fra 2010 og frem til 2013.

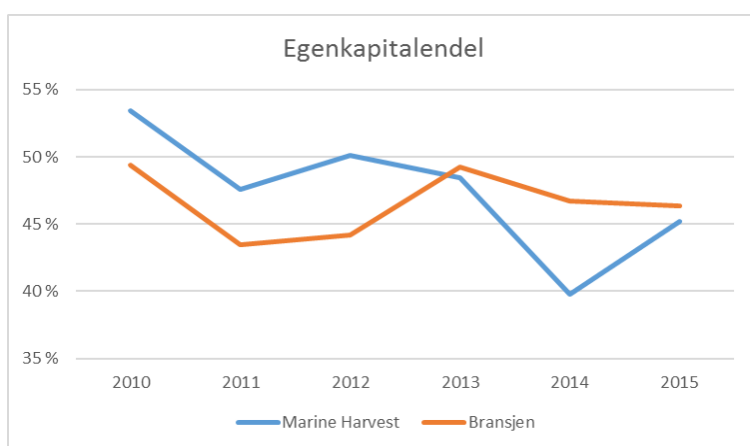


Figure 6-3: Egenkapitalandel

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad viser bedriftens overskudd i forhold til renteforpliktelsene og et uttrykk for evnen til å påta seg økte renteforpliktelser med dagens lønnsomhet nivå.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat} + \text{rentekostnader}}{\text{rentekostnader}}$$

Rentedekningsgraden bør normalt være større enn 2-3. Ettersom en rentedekningsgrad på 1 vil bety at all overskudd fra driften og finansinntektene vil i sin helhet gå med til å betale rentekostnadene.

Rentedekningsgraden til Marine Harvest har betydelig gjennom hele analyse perioden. Vi kan se at rentedekningsgraden har vært lavt i enkelte perioder, spesielt i 2012 som følge av nedgangstidene oppdrettsnæringen. Det er ikke noe uvanlig at rentedekningsgraden varierer etter de operer en veldig syklisk bransje. Marine Harvest har stort sett hatt lavere rentedekningsgrad enn bransjen generelt.

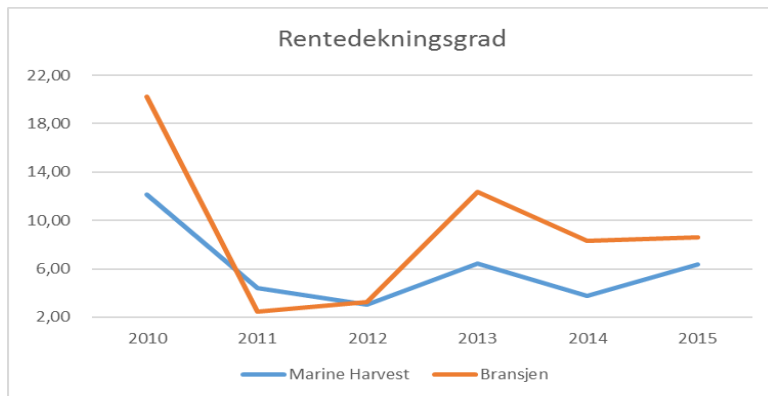


Figure 6-4: Rentedekningsgrad

6.3 Likviditet

Et selskaps likviditet sier noe om selskaps evne til å betale sine forpliktelser etterhvert som disse forfaller (Kinserdal, 2005). For å analysere selskaps likviditet vil jeg benytte meg av både likviditetsgrad 1 og 2.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 forteller oss noe om forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Historisk har det vært vanlig benevne forholdet til likviditetsgrad 1 til å være 2:1, det vil si den bør være større enn 2 (Kinserdal, 2005).

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

Marine Harvest sitt likviditetsgrad har som regel ligget over 3. Det har vært en svak periode tidligere som følges av den samme trend som de foregående nøkkeltallene. I forhold til bransjen har Marine Harvest et umerket høyere likviditetsgrad gjennom hele analyseperioden.

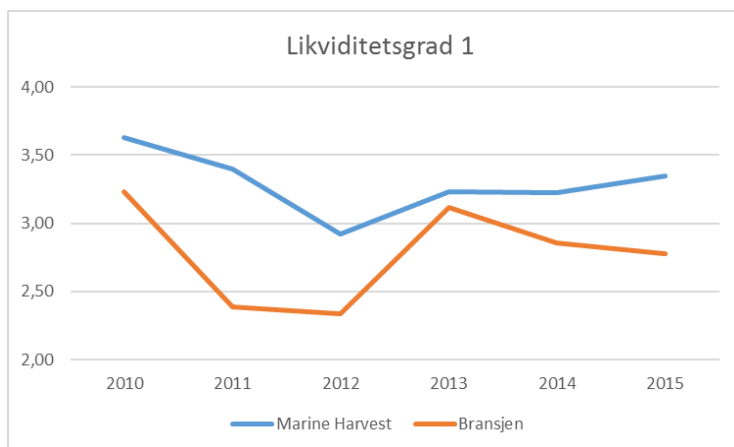


Figure 6-5: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 skiller seg fra likviditetsgrad 1 ved at det er kun de mest likvide omløpsmidlene som er tatt med i betraktning ved utregning av nøkkeltallet. Historisk sett har det vært vanlig at likviditetsgrad 2 har forhold 1:1, og at den bør ikke være mindre enn 1 (Kinserdal, 2005). Likviditetsgraden 2 beregnes ved å trekke fra de minst likvide omløpsmidlene.

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

Som vi ser har Marine Harvest likviditetsgrad 2 hatt samme trend som likviditetsgrad 1. Marine Harvest sitt likviditetsgrad har stort sett ligget over målestokken 1:1, utenom den svake perioden i 2012. Sammenlignet med bransjen har Marine Harvest et høyere likviditetsgrad enn bransjen generelt.

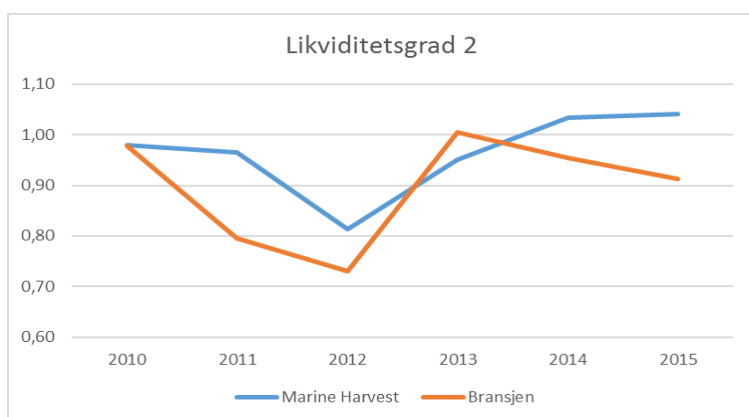


Figure 6-6: Likviditetsgrad 2

7 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet vil jeg utarbeide en prognose for fremtidsregnskapet basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Dette er den viktigste delen i verdsettelsen siden selskapets verdi blir estimert ut ifra fremtidige kontantstrømmer som er utarbeidet ved prognosen. Prognosen av fremtidsregnskapet vil basere kun på de normale driftsrelaterte postene som ble identifisert i regnskapsanalysen.

Det vil bli benyttet en prognoseperiode på seks år, dette er konsistent med analyseperioden for de historiske regnskapstallene.

7.1 Driftsinntekter

Selskapets driftsinntekter er summen av inntekter fra videreforedling, salg av laks og andre biprodukter som kveite. Driftsinntektene er resultatet av laksepris og produksjonsvolum. Dermed er disse to faktorene avgjørende for å kunne prognostisere selskapets fremtidige driftsinntekter. Ettersom det svært arbeidskrevende å finne estimater for den fremtidige laksepris på grunn av ubalansen mellom tilbud etterspørsel. Vil det heller bli benyttet historiske regnskapstall i lag med den strategiske analysen for å prognosere de fremtidige driftsinntekter.

I følge Penman (2013) utgjør selskapets historiske driftsinntektsvekst selve kjernen for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Dette skyldes at driftsinntektsveksten er en avgjørende faktor for selskapets fremtidige inntjening. Marine Harvest har hatt en betydelig vekst i driftsinntektene sine med en gjennomsnittlig årlig vekst på 12% gjennom analyseperioden. Veksten i driftsinntektene har vært varierende med store svingninger i enkelte perioder, dette er som tidligere nevnt som følge av svingninger i lakseprisen og produksjonsvolum.



Figure 7-1: Historisk omsetning og vekst

Hovedkildene til økte driftsinntekter er produksjonsvolum og laksepriser, men den mest signifikante faktoren opp gjennom årene har vært laksepris siden det er begrenset tilbudsvekst og økt etterspørsel. Det ble avdekket i strategiske analysen at det er begrensninger for vekst i produksjonsvolum som følge av mangel på geografiske områder, juridiske- og biologiske faktorer. I følge analysen av Kontali vil veksten produksjonsvolum ligge på rundt 3% i fremtiden. Dermed vil et eventuelt vekst produksjonsvolum komme fra oppkjøp selskaper eller lisenser. Med økt etterspørsel i markedet for laks fra middelklassen i Asia, vil dette kunne gi historiske høye prisnivåer ettersom det er begrenset tilbud. Markedet for laks er stort ettertraktet, dermed vil det ikke ligge grunnlag for at inntektsveksten skal svekkes i fremtiden.

Marine Harvest har gjort store investeringer i løpet av analyseperioden for å fremme den fremtidige inntjeningen. De kjøpte opp Aquinova i 2014 og økte dermed kapasiteten for produksjonen i Chile fra 60 000 tonn til 120 000 tonn. Det forventes også ytterlige ekspansjon i Skottland. Selskapet leverte nylig også et solid regnskapstall for salgsinntekter på 809,5 millioner euro på første kvartal, dette utgjør rundt 7,52 milliarder norske kroner og er det høyeste noensinne i et første kvartal. Til tross for nedgangen i Chile, vil jeg fortsatt anta det foreligg vekst i selskapets driftsinntekter.

Kort oppsummert vil det forventes en driftsinntektsvekst på 8% frem til 2017. Etter dette vil den avta mot et mer normalt vekstnivå på 5% frem til 2019 som følge av lavere priser og økt produksjonsvolum. Avslutningsvis forventes det at selskapets videre driftsinntekter kommer i konstant vekst syklus på 2,5% som er inflasjonsmålet i Norge. Dette gir oss en gjennomsnittlig vekst på 5% for driftsinntektene gjennom analyseperioden.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftsinntekter	30 111,2	32 520,0	34 146,1	35 853,4	36 749,7	37 668,4
Årlig vekst	8,0 %	8,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %

Tabell 7-1: Prognostiserte driftsinntekter

7.2 Driftskostnader

Driftskostnader	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Varekostnader	8 828,3	7 780,7	8 398,6	9 666,5	9 998,5	13 677,4	
% av inntekter	51 %	52 %	63 %	52 %	54 %	57 %	55 %
Lønnskostnader	2 167,4	2 202,5	2 177,8	2 418,6	2 674,3	3 320,9	
% av inntekter	14 %	13 %	16 %	14 %	13 %	14 %	14 %
Andre driftskostnader	1 453,8	2 063,2	2 163,6	2 581,9	3 350,0	3 969,9	
% av inntekter	10 %	13 %	14 %	13 %	13 %	14 %	13 %
Avskrivninger	653,0	666,7	677,2	762,5	966,8	1 252,0	
% av inntekter	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %

Tabell 7-2: Historisk vekst av driftskostnader

Varekostnader

Varekostnader er stort sett kostnader knyttet til fôr og produksjon av smolt. Ettersom Marine Harvest har begynt med produksjon av eget fôr, vil jeg anta varekostnadene vil reduseres utover prognosen. Dermed settes varekostnadene for 55% av driftsinntektene for perioden 2016 til 2018, før den avtar til 52% for de resterende årene.

Lønnskostnader

Marine Harvest har gjennom analyseperioden gjennomført betydelig reduksjoner i antall ansatte. Dette skyldes at bransjen har blitt mer automatisert og effektivisering innad driften. Det er vanskelig å si noe om forholdet for lønnskostnadene i fremtiden, dermed vil den gjennomsnittlige veksten på 14% som grunnlag for estimering av fremtidige lønnskostnader.

Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er kostnader knyttet vedlikehold, strøm og drivstoff, leie og leases, tredjepart service, forsikring, konsulenttjenester, IT, reise, salg og markedsføring og andre driftskostnader (jfr note 28, årsrapport). Den historiske utviklingen viser at disse kostnadene har vært relativt stabile og økt i takt med driftsinntektene. Dermed forventes det at kostnadene vil vedvare i fremtiden og utgjøre 13% av driftsinntektene.

Avskrivninger

Avskrivningen settes til 4% av driftsinntektene gjennom analyseperioden, fordi det er dette nivået den har ligget på historisk sett.

7.3 Resultat fra tilknyttede selskaper

Resultat fra tilknyttede ble tidligere i analysen definert som driftsrelaterte, og dermed bør de også inngås prognosen av fremtidige kontantstrøm. Posten blir regnskapsført etter egenkapitalmetoden i henhold IFRS, og skal regnskapsføres i konsernregnskapet dersom de utgjør en del kjernevirksomheten til selskapet. Dette er en post som er vanskelig estimere ettersom resultatene er basert på årsresultatene til de knyttede selskapene mot selskapets eierandel. Ut ifra dette har jeg gjort skjønnsbasert tilnærming og setter inntektene fra tilknyttede selskaper til 0,7% av selskapets driftsinntekter. Inntektene fra tilknyttede selskaper er ikke skattepliktige.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Resultat fra tilknyttede selskaper	202,0	- 8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	
% av driftsinntekter	1,3 %	-0,1 %	0,6 %	1,2 %	0,6 %	0,8 %	0,7 %

Tabell 7-3: Historisk vekst fra tilknyttede selskaper

7.4 Investeringer

Selskapets investeringer er knyttet til salg og kjøp av varige driftsmidler. Investeringer har vært varierende fra periode til periode, spesielt i 2012 og 2013. Investering som en andel av driftsinntekter har vært varierende, og dermed vil den gjennomsnittlige veksten på 7% bli benyttet videre.

Investering (CapEx)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Kjøp varige driftsmidler	986,5	1054,9	732,9	1967,6	1760,7	1933,1	
Salg varige driftsmidler	22,1	68,6	70,6	66	49	48,9	
Netto investeringer	964,4	986,3	662,3	1901,6	1711,7	1884,2	
% av driftsinntekter	6 %	6 %	4 %	10 %	7 %	7 %	7 %

Tabell 7-4: Historisk vekst av investeringer (CapEx)

7.5 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen ble tidligere estimert i den omgrupperte balansen som er differensen mellom driftsrelaterte omløpsmidler og kortsiktig driftsgjeld. Den historiske utviklingen av arbeidskapital i prosent av driftsinntekter viser en relativt stabilt vekst gjennom analyseperioden. Dermed vil den gjennomsnittlige veksten på 48% bli benyttet videre i analysen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	8101,4	6910,2	6537,5	11279,8	11421,9	13274,9	
% av driftsinntekter	53 %	43 %	42 %	59 %	45 %	48 %	48 %

Tabell 7-5: Historisk vekst av arbeidskapital

7.6 Skatt

Skattekostnadene settes til 27% for 2016 til 2018 som er den driftsrelaterede skattekostnaden fra regnskapsanalysen. Videre har jeg valgt å benytte av en 25% for de resterende årene i prognosen. Dette er fordi den nominelle skattesatsen i Norge er på 25% per dags dato og det forventes ytterligere reduksjon i fremtiden.

7.7 Endelig fremtidsregnskap

I tabellen under er den endelig fremtidsregnskapet for Marine Harvest presentert. Den viser et standard oppsett for beregning av fri kontantstrøm (Titman & Martin, 2016). Den frie kontantstrømmen har hatt en uvanlig trend med en økning på nærmere tre ganger gjennom analyseperioden. Økningen av den frie kontantstrømmen kommer som følge av at varekostnadene og skattesatsen ble justert i henholdsvis 2019 – 2021, og at det har vært avtakende trend i arbeidskapitalen.

Fri kontantstrøm	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftsinntekter	30 111,2	32 520,0	34 146,1	35 853,4	36 749,7	37 668,4
-Varekostnader	16 461,5	17 778,4	18 667,4	18 643,7	19 109,8	19 587,6
-Lønnskostnader	4 226,1	4 564,2	4 792,4	5 032,0	5 157,8	5 286,8
-Andre driftskostnader	3 869,4	4 178,9	4 387,9	4 607,3	4 722,5	4 840,5
+Resultat tilknyttede selskaper	217,5	234,9	246,6	258,9	265,4	272,0
=EBITDA	5 336,7	5 763,6	6 051,8	7 311,4	7 494,2	7 681,5
-Avskrivninger	1 204,4	1 300,8	1 365,8	1 434,1	1 470,0	1 506,7
=EBIT	4 132,2	4 462,8	4 686,0	5 877,2	6 024,2	6 174,8
+Unntatt skatt på tilknyttede selskaper	58,7	63,4	66,6	64,7	66,4	68,0
-Skatt	1 115,7	1 205,0	1 265,2	1 469,3	1 506,0	1 543,7
=NOPAT	3 075,3	3 321,3	3 487,3	4 472,7	4 584,5	4 699,1
+Avskrivninger	1 204,4	1 300,8	1 365,8	1 434,1	1 470,0	1 506,7
-Investering (CapEx)	2 011,1	2 172,0	2 280,6	2 394,7	2 454,5	2 515,9
-Endringer i arbeidskapital (NWC)	1 240,0	1 161,2	783,8	823,0	432,1	442,9
=Fri kontantstrøm (FCF)	1 028,6	1 288,8	1 788,7	2 689,1	3 167,9	3 247,1

Tabell 7-6: Endelig fremtidsregnskap for Marine Harvest

8 Avkastningskrav

For å verdsette et selskap med en kontantstrøm- eller dividende basert metode, må vi først finne selskapets avkastningskrav. Avkastningskravet gjenspeiler hvilken avkastning eierne og andre kapitalleverandøren kan oppnå, ved en alternativ plassering med samme risiko. Avkastning skal ta hensyn til både inflasjon, tidsverdi og risiko. Vi skiller mellom avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen. Ettersom vi skal verdsette Marine Harvest etter totalkapitalmetoden må vi som følge benytte oss av totalkapitalens avkastningskrav (WACC).

WACC er det veide gjennomsnittet av selskapets egenkapitalkostnad og gjeldskostnad. Egenkapitalkostnad vil representere eierne avkastningskrav, mens gjeldskostnad vil være kreditorens avkastningskrav. Kreditorne har ofte lavere avkastningskrav enn eierne, ettersom kreditorene har sikkerhet i selskapets eiendeler (Boye & Meyer, 2008).

$$WACC = Re \frac{E}{E + D} + Rd(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Re = Avkastningskravet til egenkapitalen

Rd = Avkastningskravet til gjeld

E = Markedsverdi av egenkapitalen

D = Markedsverdi av gjeld

t = skattesatsen

Avkastningskrav (WACC)	
Risikofri rente	2,60 %
Beta	0,78
Markeds risikopremie	5,00 %
Egenkapitalkostnad	6,50 %
Gjeldskostnad før skatt	5,00 %
Skatt	27,00 %
Gjeldskostnad	3,65 %
Egenkapitalandel	82,22 %
Egenkapitalkostnad	6,50 %
Gjeldsandel	17,78 %
Gjeldskostnad	3,65 %
WACC	5,99 %

Tabell 8-1: Avkastningskrav (WACC)

8.1 Egenkapitalkostnad

Avkastningskravet til egenkapitalen finnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM er den mest sentrale og brukte modellen innenfor beregning av egenkapitalens avkastningskrav.

$$R_e = R_f + B_i(R_m - R_f)$$

R_f = Risikofri rente

B_i = Egenkapitalen beta

$(R_m - R_f)$ = Markeds risikopremie

8.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastning man oppnår på sikre verdipapir som ikke har konkursrisiko, misligholdrisiko eller reinvesteringsrisiko (Damodaran, 2012). Den risikofrie renten betraktes ofte som nullkupong statsobligasjoner. Det er ulike meninger om lengden på den risikofrie rente blant akademikere. Men det er flere som mener at det bør velges den lengst tilgjengelige statsobligasjonen. Den mest brukte i teorien og i Norge er 10-årige statsobligasjoner som estimat på den risikofrie renten. Damodaran (2012) mener at 10-årig statsobligasjoner er et godt estimat på risikofri renten, dersom du forventer at selskapet har et langt levetid videre og vekstpotensialer. På bakgrunn av dette vil jeg benytte meg et 10-årige statsobligasjon som den risikofrie renten. Dette er tatt i betraktning av ettersom ved et lengre tidshorisont vil det være mindre svingninger enn ved korte renteperioder, samt det foreligger minimalt risiko i forhold til reinvestering. Den risikofri renten som vil bli brukt videre i analysen er på 2,6% basert på en vektet gjennomsnitt av den 10-årige statsobligasjonen for analyseperioden. Dette er fordi renten på 10-årige statsobligasjonen i 2015 var på 1,53%, noe som er historisk lavt.

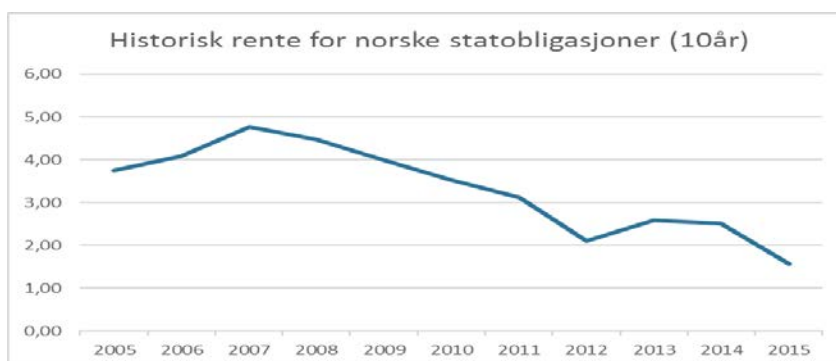


Figure 8-1: Historisk rentenivå for 10-årige statsobligasjoner (Kilde: Norges Bank)

8.1.2 Beta

Beta er mål på den systematiske risikoen og viser aksjens risiko i forhold til markedsporteføljen. Den systematiske risikoen representerer den generelle markedsrisiko som knytter seg til markedsutviklingen i oppdrettsbransjen, og er følgelig ikke mulige diversifisere bort ettersom en ikke kan forutse hvordan markedet utvikle seg (Dahl & Boye, 1997). Betaverdien til et selskapet ligger ofte mellom 0,5 og 2, og vil på lang sikt konvergere mot markedsbeta på 1.

Egenkapitalbetaen kan beregnes ved utgangspunktet kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen til aksjemarkedet.

$$B_i = \frac{Kov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

Egenkapitalbetaen for børsnoterte selskaper kan beregnes på grunnlag av historiske aksjekurser mot markedets kurser. Beta ble estimert ved regresjon analyse med månedlig observasjoner av selskapets historiske aksjekurs mot Oslo børs indeksen (OSEBX). Beta ble estimert med historiske tall fra 2010 til 2015, tilsvarende analyseperioden.

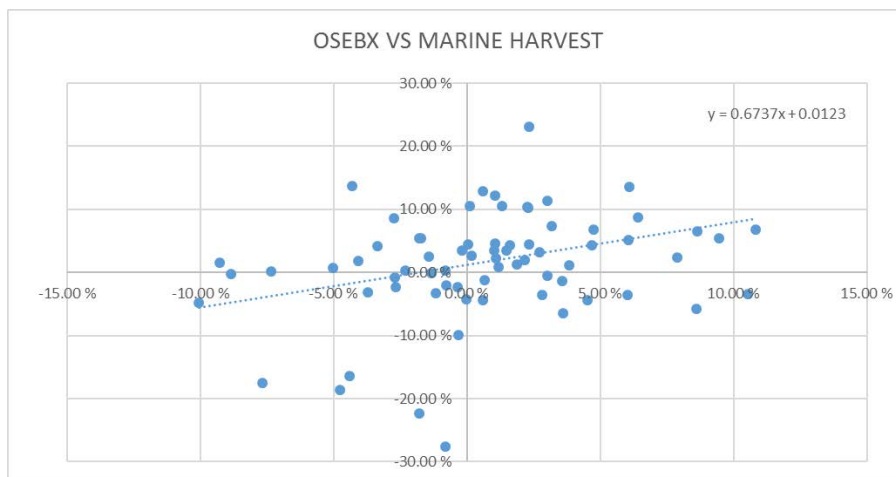


Figure 8-2: Regressjonsanalyse MH vs OSEBX (Kilde: Yahoofinance & Investing)

Vi kan se ut i fra regresjons analysen at egenkapitalbetaen til Marine Harvest er på 0,67, noe som betyr at den korrelerer i svak grad med markedsindeksen. Ettersom den gjennomsnittlig beta for børsnoterte selskaper er på 1 og selskapets beta vil på langt sikt konvergere mot 1. Jeg har dermed valgt å justere betaen etter Bloomberg metoden (Damodaran, 2012).

$$Adjusted\ Beta = Raw\ Beta\ (0,67) + 1\ (0,33)$$

Den justerte egenkapitalbetaen ble 0,78 og vil bli brukt videre utredningen.

8.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen en finansiell investor forventer å få i aksjemarkedet sammenlignet i forhold til investering i risikofri rente. Dette er estimat som er vanskelig å estimere og er hett tema blant akademikere om korrekt metode for å beregne denne estimatet. I følge Damodaran (2012) finnes tre ulike metoder for å estimere markedets risikopremie.

1. Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere
2. Historiske data
3. Estimere en implisitt markedspremie basert på dagens aksjekurs

For å komme frem til markedets risikopremie har jeg valgt benytte av PWC årlige spørreundersøkelse for risikopremien i det norske markedet (PWC, 2015). Spørreundersøkelsen for PWC er gjort i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), og baserer på svar fra 151 medlemmer av forholdsvis NFF. Nedenfor viser grafen for spørreundersøkelsen for 2014 og 2015. Jeg har valgt å benytte meg av en markeds risikopremie på 5% videre i analysen, ettersom den gjenspeiler et median som er uendret gjennom analyseperioden 2011 til 2015.

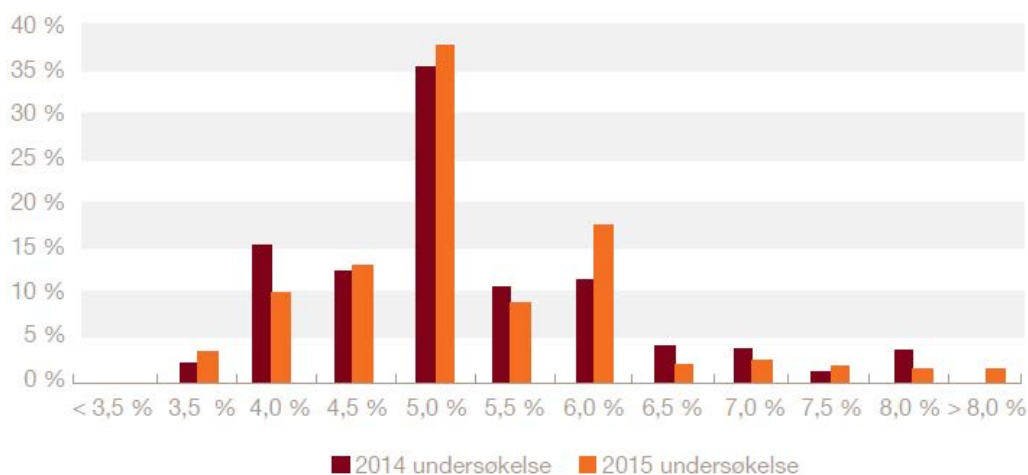


Figure 8-3: Markedets risikopremie (Kilde: PWC)

8.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden består av en risikofri rente pluss et risikopremie. Risikopremien er det kreditorer krever ved siden av den risikofri renten som avkastningskrav. Ettersom gjeldskostnaden er den effektive renten som selskapets betaler på den nåværende gjeld, kan den beregnes ved å se på selskapets rentekostnader mot den totale rentebærende gjelden.

Gjeldskostnad	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Rentekost	380,3	405,8	382,8	640,2	544,6	416,5	
NFG	5 612,0	6 472,7	4 797,6	7 853,3	11 546,7	11 722,3	
Gjeldskostnad	6,78 %	6,27 %	7,98 %	8,15 %	4,72 %	3,55 %	6,24 %

Tabell 8-2: Historisk vekst i gjeldskostnad

Gjeldskostnaden har variert mye gjennom analyseperioden og redusert betraktelig i løpet 2014. Dagens gjeldskostnad for 2014 og 2015 er relativt lave og kan gjenspeile den økonomiske perioden vi er nå. Med dagens lave lånerenter vil ikke en gjennomsnittlig gjeldskostnad på 6,24% bli sett som en god estimat for den fremtidige gjeldskostnaden. Dermed vil jeg basere på et skjønnsmessig tilnærming å sette gjeldskostnaden til 5%.

Egenkapitalandel og gjeldsandel

Ved beregning av vektingen for WACC skal det i prinsippet brukes markedsverdier av både egenkapital og gjeld. Dette prinsippet er ofte ikke aktuelt i praksis ettersom markedsverdien for gjeld er vanskelig å estimere i virkeligheten basert på kun eksterne informasjon, sammenlignet med egenkapital verdien. Dermed har jeg valgt å benytte meg av bokførte verdier for gjeld sammen markedsverdi av egenkapital for å finne selskapets totale verdi. Den bokførte verdien av gjeld består av selskapets netto rentebærende gjeld som ble estimert i den omgrupperte balansen. Markedsverdien for egenkapital kan lett beregnes ved å finne aksjeprisen og måle den mot antall aksjer i selskapet.

$$\text{Markedsverdi EK} = \text{aksjepris} * \text{antall aksjer}$$

Markedsverdien av egenkapitalen for Marine Harvest er hentet fra årsrapporten for 2015 og utgjør 53 830,2, mens netto rentebærende gjeld utgjør 11 722,3 for 2015.

Dette gir oss enn egenkapitalandel på forholdsvis 82,22% og gjeldsandel på 17,78%.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{E+D} \qquad \text{Gjeldsandel} = \frac{D}{E+D}$$

9 Fundamental verdsettelse

Vi har så langt dannet grunnlaget for å verdsette Marine Harvest ut ifra utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og avkastningskravet. Som nevnt tidligere i oppgaven skal Marine Harvest verdsettes etter den totalkapitalmetoden. Dermed vil en to-periodisk DCF-modell bli benyttet for å verdsette selskapet. Verdien til Marine Harvest kan beregnes etter følgende formel som består nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm pluss terminalverdi.

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)(1 + WACC)^t}$$

Terminalverdien beregnes etter den såkalte Gordons vekstformel som antar at verdien av en fremtidig evig kontantstrøm er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. For å benytte oss av Gordons formel forutsettes det at selskapets fremtidige årlige kontantstrømmer vokser med en årlig konstant vekstrate (g) (Damodaran, 2012). Det vil bli lagt til grunn en vekstrate på 2,5% som er inflasjonsmålet i Norge.

Enterprise value	
Nåverdien FCF	10 408,2
Nåverdien TV	67 191,1
EV	77 599,3
Netto rentebærende gjeld (NFG)	11 722,3
Verdi egenkapital	65 877,0
Antall aksjer	450,1
Verdi per aksje	146,4
Aksjepris markedet (31.12.2015)	119,6
Gevinstpotensialet	22 %

Tabell 9-1: Verdi av egenkapitalen

Marine Harvest sin estimerte aksjepris på 146,4 er større enn markedsprisen på 119,6 per 31.12.2015. Dette tyder på at aksjen er underpriset og at det foreligger en gevinstpotensial på 22%.

Det er knyttet til mange usikre momenter ved beregningen av den estimerte aksjeprisen. Dermed vil jeg videre i utredning gjennomføre en komparativ verdsettelse for en rimelighetsjekk av den fundamentale verdsettelsen og en sensitivitetsanalyse for å se på hvor sensitiv verdiestimatet er overfor endringer i ulike variabler.

10 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse vil bli benyttet som et supplement til den fundamentale verdsettelsen av Marine Harvest ved bruk av multipler. Dette gjennomføres for å gi oss en bedre rimelighet av verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Verdivurdering ved hjelp av multipler gjennomføres ved å ta utgangspunktet i nøkkeltallene i årsrapportene til de respektive sammenlignbare selskapene.

Peers	MV EK	MV Gjeld	EV	EBITDA	Årsresultat	BV EK
Lerøy	18 011	2 595	20 605	1 814	1232,88	8 764
Grieg	3 462	1 569	5 031	261	433,60	2 238
Salmar	17 561	2 628	20 190	1 725	1128,80	5 227
Marine Harvest	53830,2	11 722,3	65 553	4358,6	1417,60	18187,2

Tabell 10-1: Nøkkeltall for beregning av multiple

Multiplene som vil benyttes i denne analysen er P/E, P/B og EV/EBITDA. Sett i fra peers tabellen under utgjør Marine Harvest relativt bra i forhold til markedet spesielt for P/E multiple. Beregningene av Marine Harvest sine aksjepris er basert på gjennomsnittet til peers.

Peers	EV/EBITDA	P/B	P/E	Gjennomsnitt
Lerøy	11,36	2,06	14,61	
Grieg	19,25	1,55	7,98	
Salmar	11,70	3,36	15,56	
Gjennomsnitt	14,10	2,32	12,72	
Marine Harvest	15,04	2,96	37,97	
Marine Harvest				
Selskapsverdi	61 474,8			
NFG	11 722,3			
Markedsverdi EK	49 752,5	42 205,5	18 026,9	
Antall aksjer	450,1	450,1	450,1	
Aksjepris	110,5	93,8	40,1	81,5

Tabell 10-2: Multiple og komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen av multipler har gitt varierende verdiestimer på aksjeprisen for Marine Harvest og viser det motsatte av den fundamentale verdsettelsen. Aksjeprisen til multiplene har ligget lavere enn aksjens markedspris noe som vil tyde på salg. Den gjennomsnittlige aksjeprisen for multiplene ligger på 81,5.

11 Sensitivitetsanalyse

I dette kapitlet vil det bli gjennomført en sensitivitetsanalyse for se på hvor sensitivt aksjeprisen er for endringer av variablene som har blitt benyttet i forbindelse med verdsettelsen. Sensitivitetsanalysen vil kunne avdekke de mest sensitive variablene og kartlegge hvordan disse påvirker den selskapets aksjepris. De mest sentrale variablene vil som vil bli avdekket nærmere er faktorer som inngår avkastningskravet og den langsiktige vekstraten.

11.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten som er benyttet i analysen er basert fra et vektet gjennomsnitt av analyseperioden ettersom dagens 10-årige statsobligasjoner er på historiske lave nivåer. Figuren under viser hvor sensitiv verdierestimatet er ovenfor endringer i den risikofrie renten. Det er store svingninger i aksjeprisen basert på en liten endringen i den risikofrie renten. Dersom dagens risikofrie rente på 1,53% hadde blitt benyttet ville det gitt oss en aksjepris på rundt 210.

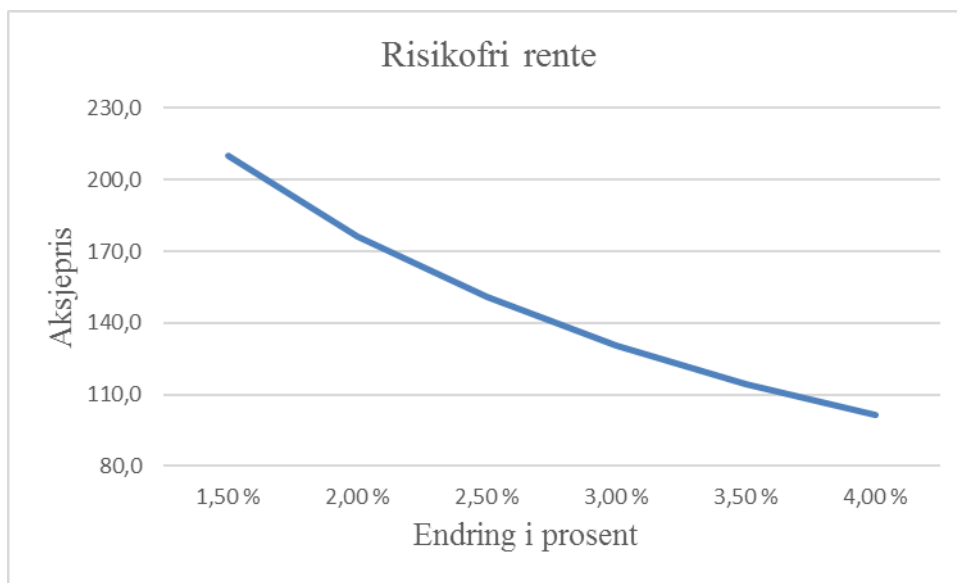


Figure 11-1: Sensitivitetsanalyse risikofri rente

11.2 Beta

Beta koeffisienten inngår i egenkapitalens avkastningskrav og endringer i denne variabelen vil kunne påvirke selskapets avkastningskrav. Ettersom denne betaen har blitt justert i henhold til Bloomberg metoden vil det være nyttig å se på hvor sensitiv den er ovenfor endringer. Figuren under viser verdiesimatets sensitivitet til endringer i beta koeffisienten. Det er store svingninger i aksjeprisen som følge av en liten i endring i betaen.

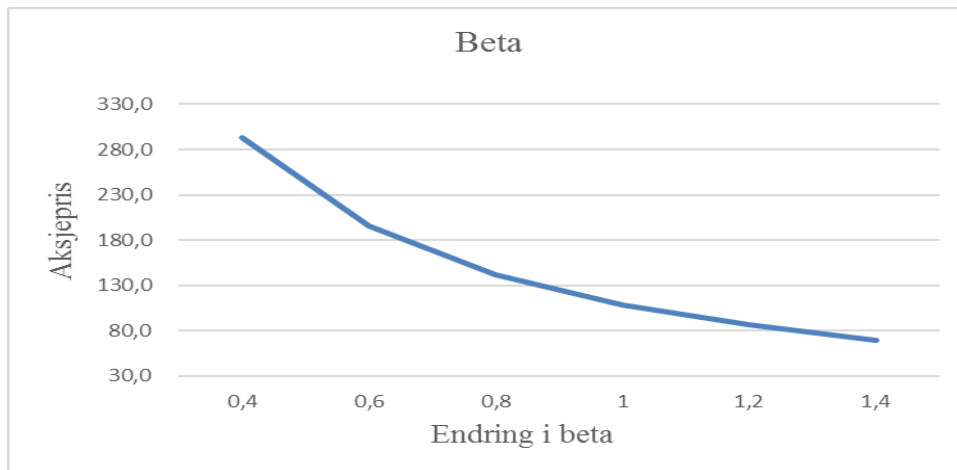


Figure 11-2: Sensivitetsanalyse beta

11.3 Langsiktig vekstrate

Langsiktig vekstrate er en viktig innsatsfaktor for å estimere terminalverdien som utgjør mesteparten selskapets verdi. Dermed vil en liten endring kunne påvirke aksjeprisen. Resultatet fra endringer i langsiktig vekstrate kan sees i grafen nedenfor. Det er store svingninger i aksjeprisen basert på endringer i den langsiktige vekstraten.

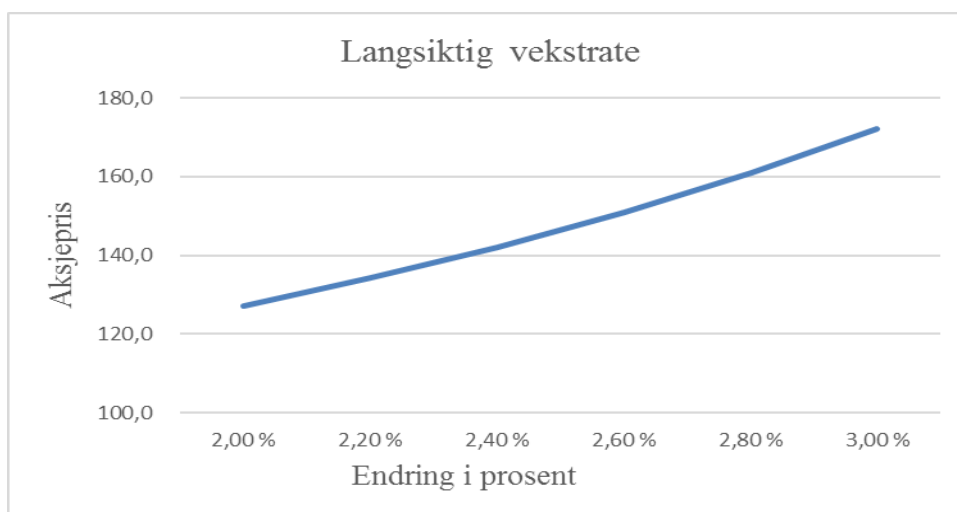


Figure 11-3: Sensivitetsanalyse langsiktig vekstrate

12 Konklusjon og handlingsstrategi

Formålet med denne oppgaven var å utarbeidet et verdiestimat per aksje for Marine Harvest, for å gi handelsanbefaling ut ifra aksjeprisen. Det har blitt benyttet to metoder for å beregne verdiestimat på, med den fundamentale verdsettelsen som hovedmetode og komparativ verdsettelse som er supplement for et rimelighetsjekk.

I den fundamentale verdsettelsen ble det estimert en aksjepris på NOK 146,4. Ut ifra aksjens markedspris på NOK 119,6 vil det foreligge et gevinstpotensial. Ettersom aksjen er underprisen vil handelsanbefaling være kjøp.

Komparativ verdsettelse ble benyttet som et supplerende metode for å gjennomføre en rimelighetsjekk av den fundamentale verdsettelsen med utgangspunktet i multipler. I multiple analysen ble avdekket at Marine Harvest er priset høyere enn bransjegjennomsnittet og at samtlige multiple var priset under aksjens markedspris. Dette er motsigende i forhold til den fundamentale verdsettelsen som viste at aksjen var underpriset. Den gjennomsnittlig aksjeprisen ved multiple utgjør NOK 81,5 noe som tyder på at aksjen overpriset og at det foreligger en nedside. Handelsanbefalingen vil være salg i dette tilfellet.

I sensitivitetsanalysen ble det avdekket at små endringer i enkelte variabler som risikofri rente, beta og langsiktig vekstrate vil kunne påvirket selskapets aksjepris. Det er dermed knyttet stor usikkerhet rundt den estimerte verdien fra den fundamentale verdsettelsen.

For å estimere selskapets endelig aksjepris har jeg valgt å vekte den fundamentale verdsettelsen $\frac{2}{3}$ og den komparative verdsettelsen med $\frac{1}{3}$. Dette gjøres på grunnlag av selskapet er svært sensitiv overfor små endringer i enkelte variabler og at den komparative verdsettelsen ga et motsigende resultat i forhold til den fundamentale verdsettelsen. Ved å vekte de to metoden får vi en estimert aksjepris på NOK 124,8. Ettersom det foreligger usikre momenter ved den estimerte aksjeprisen vil det være naturlig å gi en hold anbefalingen så lenge aksjeprisen ligger innenfor en intervall på $\pm 10\%$. Aksjekursen per 31.12.2015 er NOK 116,4 og ligger innenfor intervallet for hold. Dermed er den endelige handelsstrategien hold for Marine Harvest sine aksjer.

Referanseliste

Knivsfå, K. H. (2015). Kjell Henry Knivsfå (NHH): BUS440/MRR413A – Regnskapsanalyse og verdivurdering v/NHH. Kursets hjemmeside: <http://course.nhh.no/master/BUS440/>

[2015a]: Forelesning 1 – Introduksjon

[2015b]: Forelesning 3 – Regnskapsanalyse, ramme og trailing

[2015c]: Forelesning 4 – Omgruppering for analyse

[2015d]: Forelesning 5 – Omgruppering balanse og kontantstrøm

[2015e]: Forelesning 6 – Regnskapsbasert måling og målefeil

[2015f]: Forelesning 7 – Justering av målefeil

Aadland, C. (2015). Marine Harvest bygger ny fôrfabrikk i Skottland. Retrieved from http://sysla.no/2015/12/11/havbruk/marine-harvest-bygger-ny-forfabrikk-i-skottland_70716/

Aadland, C. (2016). Fem milliarder mot lakselus, likevel går det feil vei. Retrieved from <http://ilaks.no/fem-milliarder-mot-lakselus-likevel-gar-det-feil-vei/>

Lov om akvakultur, (2005).

Bryhn, R. (2009). Marine Harvest ASA. Retrieved from https://snl.no/Marine_Harvest_ASA

Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* ([Ny utg.]. ed.). Oslo: Cappelen akademisk forl.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed. ed. Vol. v.666). Hoboken: Wiley.

Eklund, T., & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse : aktiv bruk av regnskapet* (8. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.

Haaland, A., Hersoug, B., Kalle, N., & Møller, D. (Uten år). Havbruksnæringen – et eventyr i Kyst-Norge Retrieved from <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

Hallenstvedt, A. (2009). Akvakultur. Retrieved from <https://snl.no/akvakultur>

Hallenstvedt, A. (2015). Fiskeoppdrett. Retrieved from <https://snl.no/fiskeoppdrett>

- Handbook, S. (2015). *Salmon Farming Industri Handbook*. Retrieved from Marine Harvest:
<http://www.marineharvest.no/investor/industry-handbook/>
- Harvest, M. (2010-2015). *Marine Harvests Annual Report*. Retrieved from Marine Harvest:
<http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/>
- Harvest, M. (2015). Marine Harvest Historie. Retrieved from
<http://www.marineharvest.no/about/historie/>
- Harvest, M. (Uten år). Laksens livssyklus. Retrieved from
<http://www.marineharvest.no/products/seafood-value-chain/>
- Helsedirektoratet.(2014). Kostråd: Spis fisk oftere. Retrieved from
<https://helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere>
- iLaks. (2013). Myten om Hitra. Retrieved from <http://ilaks.no/myten-om-hitra/>
- iLaks. (2015). Kinesisk boikott har ikke lyktes. Retrieved from <http://ilaks.no/kinesisk-boikott-har-ikke-lykkes/>
- Jacobsen, I. (2015). Jakten på nye markeder for norsk sjømat.Retrieved from
<http://e24.no/kommentarer/fremtidens-norge/jakten-paa-nye-markeder-for-norsk-sjoemat/23387114>
- Johnson, G. (2014). *Exploring strategy : [text & cases]* (10th ed. ed.). Harlow: Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse = Financial reporting and analysis* (13. utg. ed.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Lien, L. B., & Jakobsen, E. W. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi* (2. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Lorentzen, M. (2016). Kjell Inge Røkkes Aker satser en halv milliard på offshoreoppdrett. Retrieved from <http://e24.no/boers-og-finans/aker/slik-vil-aker-og-norway-royal-salmon-drive-oppdrett-paa-aapent-hav/23641282>
- Nodland, E. (2015). Oppfordrer til økt satsning på offshore-oppdrett. Retrieved from
<http://ilaks.no/oppfordrer-til-okt-satsning-pa-offshore-oppdrett/>

- Nrk. (2014). Striden med Russland kan ramme norsk laks. Retrieved from <https://www.nrk.no/nordland/norsk-laks-kan-rammes-1.11856781>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. ed.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage : creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.
- PWC. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Retrieved from <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie.html>
- Schjetne, S. (2012). USA fjerner straffetoll på laks. Retrieved from <https://www.nrk.no/okonomi/usa-fjerner-straffetoll-pa-laks-1.7971019>
- Strøm, P., & Gildestad, B. (2015). Norge solgte bare 15 laks til Kina på én måned. Retrieved from <https://www.nrk.no/troms/norge-solgte-bare-15-laks-til-kina-pa-en-maned-1.12573641>
- Sved, B., & Lynum, S. (2015). Lakseoppdrett på land er like billig som til sjøs. Retrieved from <http://www.adressa.no/pluss/okonomi/article11441105.ece>
- Titman, S., & Martin, J. D. (2016). *Valuation : the art and science of corporate investment decisions* (3rd ed. ed.). Boston: Pearson.

Figurliste

Figure 2-1: Totalt slaktevolum av laks (Kilde: SFI Handbook 2015)	2
Figure 2-2: Produksvolum av laks med vekst estimater (Kilde: SFI Handbook 2015)	3
Figure 2-3: Handel og vareflyt oppdrettslaks (Kilde: SFI Handbook 2015)	4
Figure 2-4: Oversikt over produksjonsnivå for lakseartene (Kilde: SFI Handbook 2015).....	5
Figure 2-5: Laksens livssyklus (Kilde: SFI Handbook 2015).....	6
Figure 2-6: Historisk kursutvikling (Kilde: YahooFinance)	9
Figure 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse	14
Figure 4-1: Rammeverk for strategisk analyse	15
Figure 4-2: Porters 5 krefter	16
Figure 4-3: Marine Harvest sine salgskanaler (Kilde: SFI Handbook 2015)	18
Figure 4-4: Fôrproducentenes markedsandeler (Kilde: SFI Handbook 2015)	19
Figure 4-5: Prisutviklingen for innsatsfaktorene (Kilde: SFI Handbook 2015).....	20
Figure 4-6: Relativ prisforskjeller på substitutter mot laks (Kilde: SFI Handbook 2015).....	21
Figure 4-7: Antall produsenter som produserer mer enn 80% av laks og ørret (Kilde: SFI Handbook 2015).....	22
Figure 4-8: PESTEL analyse	24
Figure 4-9: Historiske laksepriser (Kilde: Fishpool)	26
Figure 4-10: SWOT analyse.....	31
Figure 5-1: Rammeverket for regnskapsanalysen	32
Figur 5-2: Omgruppering av balanseoppstillingen	43
Figure 5-3: Totalkapital til sysselsatt kapital	46
Figure 5-4: Sysselsatt kapital til netto driftskapital	47
Figure 6-1: Egenkapitalrentabilitet.....	50
Figure 6-2: Totalkapitalrentabilitet	50

Figure 6-3: Egenkapitalandel	51
Figure 6-4: Rentedekningsgrad	52
Figure 6-5: Likviditetsgrad 1	53
Figure 6-6: Likviditetsgrad 2	53
Figure 7-1: Historisk omsetning og vekst	54
Figure 8-1: Historisk rentenivå for 10-årige statsobligasjoner (Kilde: Norges Bank)	60
Figure 8-2: Regressjonsanalyse MH vs OSEBX (Kilde: Yahoofinance & Investing)	61
Figure 8-3: Markedets risikopremie (Kilde: PWC)	62
Figure 11-1: Sensivitetsanalyse risikofri rente	66
Figure 11-2: Sensivitetsanalyse beta	67
Figure 11-3: Sensivitetsanalyse langsiktig vekstrate	67

Tabelliste

Tabell 2-1: Kostnadsstrukturen (Kilde: SFI Handbook 2015).....	8
Tabell 4-1: Industristrukturen i de ulike regionene (Kilde: SFI Handbook 2015)	23
Tabell 4-2: SVIMA-testen (Lien & Jakobsen, 2015)	29
Tabell 5-1: Historisk resultatregnskap.....	35
Tabell 5-2: Historisk balanseregnskap.....	36
Tabell 5-3: Fullstendig nettoresultat til EK.....	38
Tabell 5-4: Fullstendig driftsresultat før skatt.....	38
Tabell 5-5: Fullstendig finansresultat før skatt.....	38
Tabell 5-6: Unormale driftsposter	39
Tabell 5-7: Unormale finansposter.....	40
Tabell 5-8: Omgruppert resultatregnskap.....	42
Tabell 5-9: Omgruppert totalbalanse	46
Tabell 5-10: Omgruppert balanse sysselsatt kapital	47
Tabell 5-11: Omgruppert balanse netto driftskapital	47
Tabell 7-1: Prognostiserte driftsinntekter	55
Tabell 7-2: Historisk vekst av driftskostnader	56
Tabell 7-3: Historisk vekst fra tilknyttede selskaper	57
Tabell 7-4: Historisk vekst av investeringer (CapEx).....	57
Tabell 7-5: Historisk vekst av arbeidskapital	58
Tabell 7-6: Endelig fremtidsregnskap for Marine Harvest	58
Tabell 8-1: Avkastningskrav (WACC)	59
Tabell 8-2: Historisk vekst i gjeldskostnad.....	63
Tabell 9-1: Verdi av egenkapitalen	64
Tabell 10-1: Nøkkeltall for beregning av multiple.....	65
Tabell 10-2: Multiple og komparativ verdsettelse	65