

**Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger**  
**Våren 2015**



University of  
Stavanger

Masterutredning i fordypningsområdet:  
*Anvendt finans*

Veileder:  
*Postdoktor Marius Sikveland, Handelshøgskolen ved UiS*

# Analyse og verdivurdering av Marine Harvest ASA



av

Stian Aasberg Johansen

**Standard forside**



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:

Analyse og verdivurdering av Marine Harvest ASA

ENGELSK TITTEL:

Analysis and valuation of Marine Harvest ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

223047

.....

.....

Navn:

Stian Aasberg Johansen

.....

.....

VEILEDER:

Marius Sikveland

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger, ...../..... 2015

Underskrift administrasjon:.....

## **Sammendrag**

Denne oppgaven har som formål å verdsette det børsnoterte oppdrettsselskapet Marine Harvest ASA pr 01.01.14.

Verdsettelsen av selskapet er basert på en fundamental analyse, supplert av en komparativ analyse. Denne verdsettelsen er basert på offentlig informasjon, som i hovedsak er årsrapporter, selskapets hjemmeside, bransjerapporter og artikler. Innledningsvis presenteres selskapet og næringen de opererer i, før ulike verdsettelsesmetoder gjennomgås. Før den fundamentale analysen gjennomføres en strategisk analyse og regnskapsanalyse. Den strategiske analysen ser på eksterne og interne faktorer som kan påvirke selskapet i framtiden, mens regnskapsanalysen ser på viktig nøkkeltall for selskapet opp mot de aktuelle konkurrentene i næringen.

Den fundamentale verdsettelsen er basert på tidligere regnskap, der fremtidsbudsjettet er basert på tidligere regnskapsår, samt vurderinger fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Disse estimerte kontantstrømmene blir så neddiskontert av et vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad(WACC). Ulike estimater som ble benyttet i verdsettelsen undersøkes nærmere tilslutt i en sensitivitetsanalyse for å se hvor følsom selskapsverdien er for endringer.

Resultatet fra den fundamentale analysen gir estimert aksjekurs på kr 89,81 for Marine Harvest. Aksjekurs for selskapet på Oslo børs 01.01.14 var kr 73,85, noe som gir et gevinstpotensial på 17,77%. På grunnlag av dette gis det derfor en kjøpsanbefaling av aksjen.

## **Forord**

Denne utredningen er skrevet som det avsluttende leddet i min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger våren 2015. Min spesialisering har vært anvendt finans.

Grunnet spesialisering og personlig interesse valgte jeg å skrive en verdsettelse av Marine Harvest. Grunnen til at valg av selskap falt på Marine Harvest var fordi jeg eier aksjer i selskapet og jeg synes oppdrettsnæringen er en spennende bransje som jeg ville bli bedre kjent med. En verdsettelse av Marine Harvest har økt min kompetanse innen finansiell økonomi, og jeg har fått jobbet med både finans og makroøkonomi. To områder som har interessert meg gjennom hele økonomiutdanningen.

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder, postdoktor Marius Sikveland ved Handelshøgskolen ved UiS, for konstruktiv og nyttig tilbakemelding gjennom prosessen.

Stavanger, 18. Mai 2015

Stian Aasberg Johansen



# Innholdsfortegnelse

|  |           |
|--|-----------|
| <b>SAMMENDRAG</b>                                      | <b>3</b>  |
| <b>FORORD</b>  | <b>4</b>  |
| <b>1. MARINE HARVEST OG OPPDRETTSNÆRINGEN</b>          | <b>7</b>  |
| 1.1 HISTORIE   | 7         |
| 1.1.1 MARINE HARVEST N.V.                              | 7         |
| 1.1.2 FJORD SEAFOOD ASA                                | 7         |
| 1.1.3 PAN FISH ASA                                     | 8         |
| 1.2 ORGANISASJONSSTRUKTUR                              | 8         |
| 1.3 HISTORISK KURSUTVIKLING                            | 10        |
| 1.4 PRODUKTET OG PRODUKSJONEN                          | 10        |
| 1.5 KOSTNADSSTRUKTUR                                   | 13        |
| 1.6 NÆRINGEN   | 14        |
| <b>2. VERDSETTELSESMETODER</b>                         | <b>19</b> |
| 2.1 FUNDAMENTAL ANALYSE                                | 19        |
| 2.2 KOMPARATIV ANALYSE                                 | 20        |
| 2.3 OPSJONSBASERT ANALYSE                              | 21        |
| 2.4 VALG AV VERDSETTELSESMETODE FOR MARINE HARVEST ASA | 21        |
| <b>3. STRATEGISK ANALYSE</b>                           | <b>24</b> |
| 3.1. EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE                  | 25        |
| 3.1.1. PORTERS FEMFAKTOR-MODELL                        | 25        |
| 3.1.2. PESTEL-ANALYSE                                  | 34        |
| 3.2. OPPSUMMERING AV EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE  | 37        |
| 3.3. INTERN RESSURS-BASERT ANALYSE                     | 38        |
| 3.3.1. KIKK  | 38        |
| 3.3.2. SVIMA   | 42        |
| 3.4. OPPSUMMERING AV INTERN RESSURS-ANALYSE            | 44        |
| <b>4. REGNSKAPSANALYSE</b>                             | <b>45</b> |
| 4.1. LØNNSOMHET  | 47        |
| 4.1.1. EGENKAPITALRENTABILITET                         | 48        |
| 4.1.2. TOTALKAPITALRENTABILITET                        | 48        |
| 4.1.3. EBITDA-MARGIN                                   | 49        |
| 4.1.4. FORTJENESTE PER AKSJE                           | 50        |
| 4.1.5. KURS/FORTJENESTE FORHOLDET(P/E)                 | 51        |
| 4.2. SOLIDITET   | 51        |
| 4.2.1. EGENKAPITALANDEL                                | 52        |
| 4.2.2. GJELDSGRAD                                      | 52        |
| 4.2.3. FINANSIERINGSGRAD 1                             | 53        |
| 4.2.4. RENTEDEKNINGSGRAD                               | 54        |
| 4.3. LIKVIDITET  | 54        |
| 4.3.1. LIKVIDITETSGRAD 1                               | 55        |
| 4.3.2. LIKVIDITETSGRAD 2                               | 56        |
| 4.4. OPPSUMMERING AV REGNSKAPSANALYSE                  | 56        |
| <b>5. AVKASTNINGSKRAV</b>                              | <b>58</b> |
| 5.1. EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV                    | 59        |

|              |   |           |
|--------------|---|-----------|
| 5.1.1.       | RISIKOFRI RENTE                             | 59        |
| 5.1.2.       | BETA-VERDI                                  | 60        |
| 5.1.3.       | MARKEDETS RISIKOPREMIE                      | 61        |
| <b>5.2.</b>  | <b>GJELDENS AVKASTNINGSKRAV</b>             | <b>62</b> |
| <b>5.3.</b>  | <b>MARKEDSVERDI AV EGENKAPITAL OG GJELD</b> | <b>63</b> |
| <b>5.4.</b>  | <b>SKATTESATS</b>                           | <b>65</b> |
| <b>6.</b>    | <b>FREMTIDSBUDSJETTET</b>                   | <b>66</b> |
| <b>6.1.</b>  | <b>DRIFTSINNTEKTER</b>                      | <b>67</b> |
| 6.1.1.       | VOLUM                                       | 68        |
| 6.1.2.       | PRIS  | 68        |
| 6.1.3.       | VAP EUROPE                                  | 69        |
| 6.1.4.       | MORPOL                                      | 70        |
| <b>6.2.</b>  | <b>VAREKOSTNADER</b>                        | <b>70</b> |
| <b>6.3.</b>  | <b>LØNSKOSTNADER</b>                        | <b>71</b> |
| <b>6.4.</b>  | <b>ANDRE DRIFTSKOSTNADER</b>                | <b>72</b> |
| <b>6.5.</b>  | <b>AVSKRIVNINGER</b>                        | <b>73</b> |
| <b>6.6.</b>  | <b>SKATT</b>                                | <b>73</b> |
| <b>6.7.</b>  | <b>INVESTERINGER</b>                        | <b>74</b> |
| <b>6.8.</b>  | <b>ARBEIDSKAPITAL</b>                       | <b>74</b> |
| <b>6.9.</b>  | <b>ENDELIG FREMTIDSBUDSJETT</b>             | <b>76</b> |
| <b>7.</b>    | <b>VERDSETTELSE AV MARINE HARVEST</b>       | <b>77</b> |
| 7.1.         | NÅVERDI AV PROGNOSEPERIODEN                 | 77        |
| 7.2.         | NÅVERDI AV TERMINALVERDIEN                  | 77        |
| <b>8.</b>    | <b>KOMPARATIV ANALYSE</b>                   | <b>80</b> |
| <b>9.</b>    | <b>SENSITIVITETSANALYSE</b>                 | <b>82</b> |
| <b>9.1.</b>  | <b>LAKSEPRIS</b>                            | <b>82</b> |
| <b>9.2.</b>  | <b>WACC</b>                                 | <b>83</b> |
| 9.2.1.       | RISIKOFRI RENTE                             | 84        |
| 9.2.2.       | BETA-VERDI                                  | 84        |
| 9.2.3.       | MARKEDETS RISIKOPREMIE                      | 85        |
| 9.2.4.       | GJELDENS AVKASTNINGSKRAV                    | 86        |
| <b>9.3.</b>  | <b>LANGSIKTIG VEKSTRATE</b>                 | <b>87</b> |
| <b>9.4.</b>  | <b>ANALYTIKERNES ESTIMATER</b>              | <b>88</b> |
| <b>10.</b>   | <b>KONKLUSJON</b>                           | <b>90</b> |
| <b>11.</b>   | <b>LITTERATURLISTE</b>                      | <b>91</b> |
| <b>11.1.</b> | <b>BØKER</b>                                | <b>91</b> |
| <b>11.2.</b> | <b>ARTIKLER</b>                             | <b>91</b> |
| <b>11.3.</b> | <b>FORELESNINGSNOTATER</b>                  | <b>91</b> |
| <b>11.4.</b> | <b>NETTSIDER</b>                            | <b>91</b> |
| <b>11.5.</b> | <b>RAPPORTER</b>                            | <b>93</b> |

# **1. Marine Harvest og oppdrettsnæringen**

Marine Harvest ASA er et av verdens ledende sjømatelskap og verdens største produsent av atlantisk laks med hovedkontoret i Bergen. Selskapet har om lag 11.700 ansatte, virksomhet i 24 land og omsatte i 2014 for 25,5 milliarder kroner. Marine Harvest(MHG) er notert på Oslo Børs og New York Stock Exchange. Selskapet kontrolleres i dag av John Fredriksen gjennom selskapet Geveran Trading Ltd.

## **1.1 Historie**

Marine Harvest som man kjenner i dag ble til ved en fusjon mellom Marine Harvest N.V., Fjord Seafood ASA og Pan Fish ASA.

### **1.1.1 Marine Harvest N.V.**

Navnet Marine Harvest ble benyttet for første gang i 1965 i Lochailort, Skottland av Unilever N.V. Selskapet utviklet dyrkingsmetoder på et forskningsanlegg. I 1992 solgte Unilever selskapet til det amerikanske selskapet Marifarms, og to år senere flyttet eierskapet av selskapet til Booker plc da de fusjonerte med Bookers datterselskap, McConnell Salmon. Etter noen år ønsket McConnell Salmon å selge Marine Harvest og konsentrere seg om selskapets kjernevirksomhet. Marine Harvest ble da solgt i juni 1999 til det nederlandske selskapet Nutreco, som la Marine Harvest til sin fiskemat og lakseoppdrett enhet. Nutreco prøvde å ekspandere i markedet ved å kjøpe Hydro Seafood men forsøket ble stoppet av Storbritannia's Competition Commission. Salget av Hydro Seafood ble tilslutt godkjent, men avtalen inkluderte ikke Hydro Seafoods skotske eiendeler. I mai 2005 fusjonerte Nutreco med Stolt-Nielsen og etablerte et nytt selvstendig selskap som het Marine Harvest. Nutreco holdt 75% av selskapet og Stolt-Nielsen holdt resterende 25%.

### **1.1.2 Fjord Seafood ASA**

Fjord Seafood ble etablert i 1996 av brødrene Arnfinn og Paul Birger Torgnes, under navnet Torgnes Invest. Fra en lokal familiebedrift med to oppdrettslisenser vokste selskapet på noen år til å bli et av verdens største oppdrettsselskap(Fjord Seafood ASA, 2002). Fjord Seafood ble børsnotert på Oslo Børs i 2000. Selskapet hadde en aggressiv strategi om å ekspandere i markedet gjennom oppkjøp og fusjoner. Likt som med Pan Fish møtte selskapet store problemer i slutten av 2001. Selskapet hadde blant annet problemer med å nedbetale gjeld til kreditorer. Selskapet var nær med å kollapse totalt, men klarte takket være noen store aksjonærer å redde

selskapet(Bailout). Fjord Seafood stabiliserte sin finansielle posisjon gjennom kostnadsreducerende tiltak og restrukturering av driften.

### **1.1.3 Pan Fish ASA**

Pan Fish Holding AS ble etablert i 1992 av Arne Nore. Selskapets strategi var å ekspandere gjennom oppkjøp av oppdrettsanlegg i innland og utland. Pan Fish ASA ble børsnotert i 1997 og gjorde på slutten av 1990-årene mange og store oppkjøp. Fra 2001 skapte imidlertid lave laksepriser store problemer for selskapet, som fikk synkende omsetning og gjennomgikk flere omstruktureringer samt refinansieringer frem til 2005. Bankene Nordea og DnB NOR ble da de største eierne, og i 2005 overtok skipsreder John Fredriksen (gjennom selskapet Geveran Trading Ltd.) som majoritetseier ved å kjøpe aksjeposten til Nordea. Fredriksen kjøpte i 2006 også oppdrettsselskapet Marine Harvest fra nederlandske Nutreco og norske Stolt-Nielsen, og la det inn under Pan Fish ASA. Marine Harvest var året før sammenslått med Stolt-Nielsens oppdrettsvirksomhet (Stolt Sea Farm) til verdens største fiskeoppdrettsselskap, og etter sammenslutningen med Pan Fish ble dette verdens største. Pan Fish ASA eier fra 2006, gjennom Fredriksens investeringer, også ca. 25% av sjømatprodusenten Fjord Seafood ASA. Etter oppkjøpene la styret selskapene inn under Pan Fish ASA og byttet navn til Marine Harvest i 2007(Hallenstvedt, 2009).

## **1.2 Organisasjonsstruktur**

Marine Harvest var inndelt i fem forretningsenheter frem til april 2011. De fem enhetene var da:

- Marine Harvest Norway
- Marine Harvest Scotland
- Marine Harvest Canada
- Marine Harvest Chile
- Marine Harvest VAP Europe

Marine Harvest Norway hadde oppdretts- og prosesseringsaktiviteter langs norskekysten. Både den norske enheten og konsernets hovedkontor var lokalisert i Bergen. Enheten hadde også distribusjon og salgsaktiviteter. Marine Harvest Scotland produserte og prosesserte laks for salg hovedsakelig i EU. Marine Harvest Canada produserte og prosesserte hel laks og fileter for salg. Selskapet var en fullstendig integrert enhet, og hadde sitt hovedkontor ved Campbell River i Vancouver.

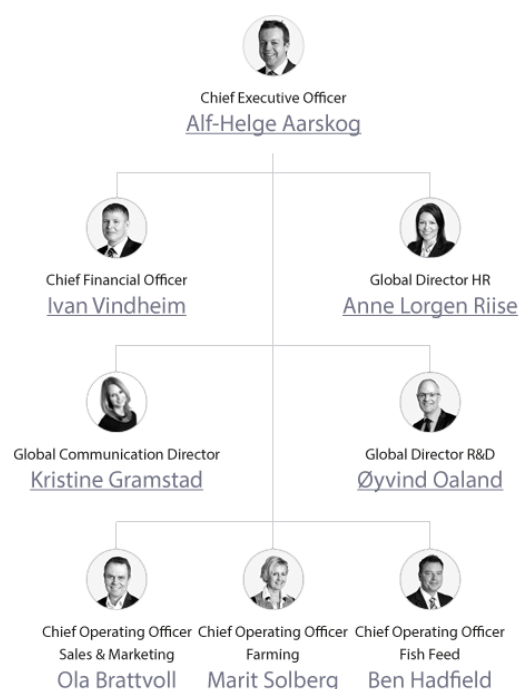
Marine Harvest Chile hadde overordnet ansvar for selskapets operasjoner i Chile og USA. Selskapets hovedaktiviteter var produksjons- og salgsaktiviteter i Chile, samt salgsaktivitetene i USA. Hovedkontoret lå i Puerto Montt i Chile. Selskapet hadde også prosesseringsfabrikker i Los Angeles og Maine i USA. Marine Harvest VAP Europe holdt på med *Value Added Processing Activities* i mange ulike europeiske land, og hadde sitt hovedkontor i Brugge i Belgia. VAP er viderefordelingsaktiviteter, og selskapet produserer både fileter, ferdigmåltider, fingermat og porsjonsstykker, samt ulike varianter av røykt og gravet laks. Produktene fra Marine Harvest VAP Europe distribueres i hovedsak gjennom europeiske dagligvarekjeder.

Selskapet gjennomførte i april 2011 en reorganisering av forretningsenhetene sine, og endret sin tilnærming fra geografiske enheter til en aktivitetstilnærming. Selskapet er nå organisert med Marine Harvest Sales and Marketing, Marine Harvest Farming og Marine Harvest VAP som egne resultatsentre. Hensikten med denne restruktureringen var å bedre spisse kunnskapen i de tre aktivitetsområdene, fremfor å ha en geografisk segregering. Hovedformålet med restruktureringen var å skape en mer dynamisk og effektiv organisasjon i fremtid.

I 2012 investerte Marine Harvest i en egen fôravdeling fordi selskapet anså viktigheten av å ha en integrert verdikjede, og ettersom fiskefôr er den klart

største kostnaden ved oppdrett. Den strategiske beslutningen var at Marine Harvest ønsket å øke kunnskapen med hensyn på ingredienser i fiskefôr, og hvordan de kan tilpasse fôret for sin fisk. Fabrikken ligger på Valsneset i Bjugn i Norge, og har kapasitet til å produsere 220 000 tonn fiskefôr pr år (Kothe-Næss, 2014).

Marine Harvest styrket sin nedstrømsvirksomhet i 2013 da EU-kommisjonen godkjente oppkjøpet av selskapet Morpol ASA. Morpol var velkjent som en innovativ leverandør av røykte og marinerte lakseprodukter. Produktene var kjent for å ha enestående høy og jevn kvalitet. Selskapet var verdens største sekundærprosesser av



Figur 1.1: Group Management. Hentet fra [www.marineharvest.com](http://www.marineharvest.com)

laks målt ved volum av laks, og deres 8.000 kvm prosessanlegg i Ustka, Polen, er det største av slike anlegg i verden. I 2013, behandlet Morpol 83 900 tonn laks. Morpol solgte primær- og sekundærbehandlet fisk til mer enn 30 land over hele verden og de viktigste markedene var Tyskland, Frankrike, Storbritannia og Italia(Byberg, 2013).

### 1.3 Historisk kursutvikling

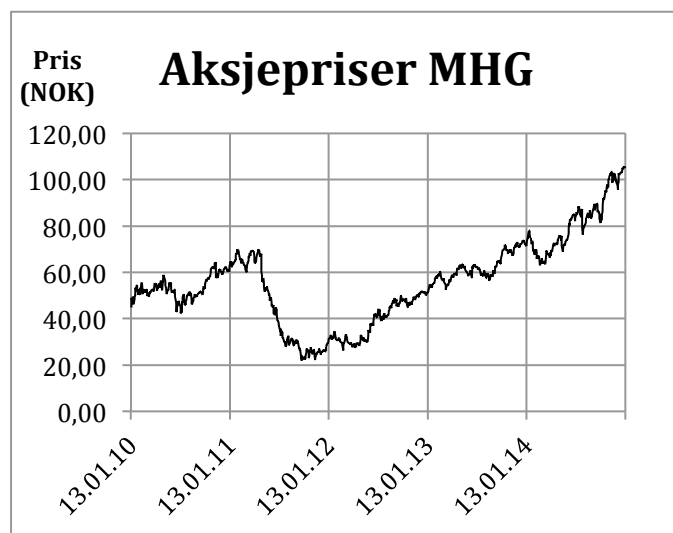
Ser man på kursutviklingen til Marine Harvest de siste fem årene har aksjen hatt en solid økning. Med unntak av det store fallet i 2011. Grunnen til det bratte fallet i 2011 var høyt slaktevolum, som førte til lavere laksepriser, som igjen påvirket inntjeningen til Marine Harvest(TDN Finans, 2011). Med de lave lakseprisene fra 2011 måtte selskapet effektivisere driften gjennom kostnadsbesparelse. Selskapet klarte å redusere kostnadene i 2012 i forhold til 2011 og aksjekursen startet å klatre igjen. De siste årene har aksjekursen vært preget av økende laksepriser og mer effektiv drift, noe som har ført aksjen til nye høyder.

Markedet har stor tro på at lakseprisene vil holde seg stabilt høye, over kr 40, i 2015 og 2016, samt økte kostnader i forbindelse med fiskefôr(Hvamstad, 2014). Dagens

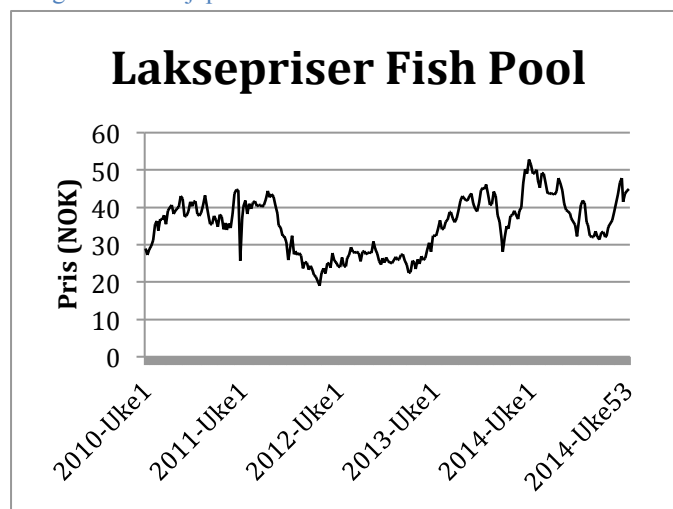
markedssyn på Marine Harvest aksjen er at den har mulighet for en positiv oppside i 2015. Nordea Markets mente 7.jan 2015 at året 2015 vil bli Marine Harvest sitt beste år noensinne(TDN Finans, 2015).

### 1.4 Produktet og produksjonen

Laks er en anadrom fiskeart, hvilket betyr at den gyter i ferskvann og lever brorparten av livet sitt i saltvann. Den vanligste typen laks som blir brukt i oppdrettsnæringen er atlantehavslaksen. Som matkilde er den svært anvendelig, og omsettes både i fersk



Figur 1-2: Aksjepris 2010-2014. Hentet fra OsloBors.no



Figur 1-3: Laksepriser 2010-2014. Hentet fra Fishpool.eu

og frosset form, enten som hel fisk, i skiver eller filet. Fra et ernæringsperspektiv er laks et ypperlig produkt. Den inneholder store mengder Omega-3-fettsyrer, og er rik på de fettløselige vitaminene A og D. På grunn av laksens næringsinnhold, fører konsum av laks til gunstige effekter med tanke på hjerte- og karsykdommer. Det hevdes også at laks har en styrkende effekt på immunforsvaret. I tillegg til helsemessige gevinster er laks en god proteinkilde, og anses som en høykvalitets fiskesort(Norges sjømatråd, 2015).

Oppdrettlaksens livssyklus har mange forskjellige faser der man går fra startfasen og hele veien til sluttproduktet. Det tar to til tre år fra klekking av øyerogn til ferdig, spiseklar laks.

I den første fasen legges det rogn i inkubasjonstanker i ferskvann. Det er ca. 5 000 rognkorn per liter. Eggene klekkes til små fisk med en plommesekk som sørger for næring i første fase.

Fisken lever i ferskvann til de er rundt 60-100 gram. Vaksinerings og sortering er viktig. Stabil vannkvalitet og renhold er også av stor betydning gjennom hele prosessen. De to siste månedene før levering, tilpasses yngelen til et liv i sjøen (smoltifisering).

Neste fase er når fisken gjennomgår en fysiologisk endring som gjør den i stand til å gå fra ferskvann til saltvann og bli unge voksne laks. Smolten fraktes til anlegg i sjøen med brønnbåt. Under transporten økes saltinnholdet i vannet gradvis for å tilvenne smolten til livet i sjøen.

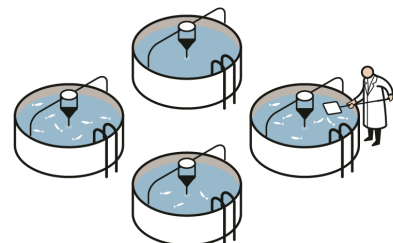
Laksen vokser så i sjøanlegg til rundt 4,5-5,5 kg. Laksens liv i sjøanlegget blir nøye overvåket. Godt dyrehold med fokus på fiskens generelle helsetilstand sikrer laks av høy

1



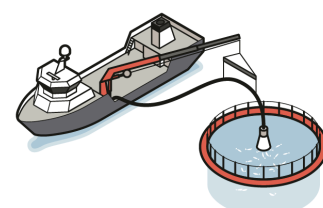
Figur 1-4: Første fase av oppdrett.

2



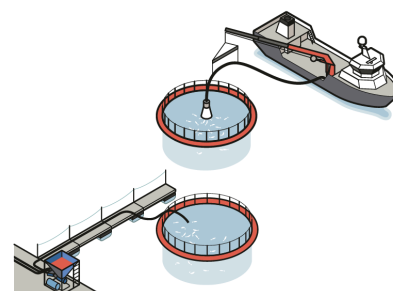
Figur 1-5: Andre fase av oppdrett.

3



Figur 1-6: Tredje fase av oppdrett.

4



Figur 1-7: Fjerde fase av oppdrett.

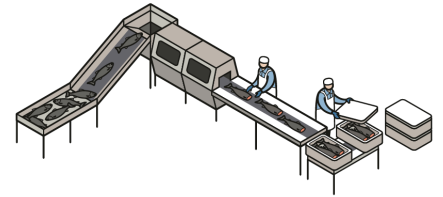
kvalitet. Den fullvoksne laksen fraktes så til slakteri med brønnbåt.

Når laksen har nådd en vekt på mellom 4,5 og 5,5 kg, er den klar til å slaktes. Dette foregår i moderne fabrikkannlegg, med strenge krav til hygiene og kvalitet. Før slakting, blir fisken bedøvd. Etter sløyning og pakking i is, transporteres hel fisk til kunder over hele verden.

Fisk distribueres så over hele verden via trailere, jernbane, skip og flyfrakt. Topp prioritet er hele tiden å bevare kvaliteten, samt begrense transporttiden.

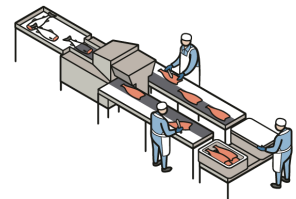
Oppdrettslaksens produksjonssyklus tar ca. 10-16 måneder i ferskvann pluss 12-24 måneder i saltvann. Totalt 24-40 måneder. Grunnen til stor spredning i antall måneder er ulik temperatur i sjøvannet, hvor Chile har mer stabile temperaturer som gir kortere produksjonssyklus. Siden laksen er et kaldblodig dyr spiller vanntemperatur en stor rolle i oppdrett av laks og optimal temperatur ligger mellom 8°-14°C. Av figuren under ser man at Chile har historisk sett hatt høyere og stabile temperaturer, noe som har gitt oppdrett i Chile kortere produksjonstid. Ved for høye temperaturer øker sannsynligheten for sykdom, og ved for lave temperaturer vil dødeligheten øke. Så stabile temperaturer mellom 8°-14°C er optimalt for produksjon.

5



Figur 1-8: Femte fase av oppdrett.

6



Figur 1-9: Sjette fase av oppdrett.



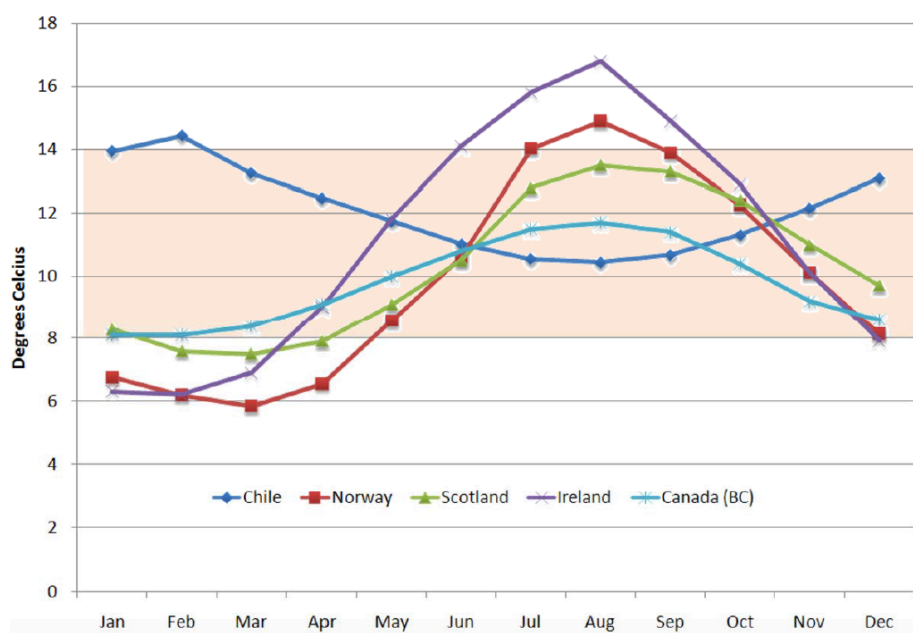


Figure 1-10: Havtemperatur. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”

Det kreves lisens for å drive et oppdrettsanlegg. Frem til 1992 var det kun tillat med en eier per oppdrettsanlegg. Eierskapsreguleringer førte til en eierstyrt industristruktur og hindret dannelsen av store selskaper. Disse restriksjonene ble opphevet i november 1992(Asche et al., 2003).

## 1.5 Kostnadsstruktur

I tabellen under ser man de vanligste kostnadene ved lakseoppdrett.

|                    | Norway<br>(NOK) | %        | Canada<br>(CAD) | %        | Scotland<br>(GBP) | %        | Chile<br>(USD) | %        |
|--------------------|-----------------|----------|-----------------|----------|-------------------|----------|----------------|----------|
| Feed               | 12,40           | 50,20 %  | 2,26            | 41,17 %  | 1,50              | 45,59 %  | 2,22           | 43,53 %  |
| Primary processing | 2,52            | 10,20 %  | 0,56            | 10,20 %  | 0,25              | 7,60 %   | 0,41           | 8,04 %   |
| Smolt              | 2,31            | 9,35 %   | 0,52            | 9,47 %   | 0,31              | 9,42 %   | 0,52           | 10,20 %  |
| Salary             | 1,51            | 6,11 %   | 0,52            | 9,47 %   | 0,18              | 5,47 %   | 0,18           | 3,53 %   |
| Maintenance        | 0,82            | 3,32 %   | 0,23            | 4,19 %   | 0,08              | 2,43 %   | 0,22           | 4,31 %   |
| Wellboat           | 1,02            | 4,13 %   | 0,20            | 3,64 %   | 0,22              | 6,69 %   | 0,29           | 5,69 %   |
| Depreciation       | 0,77            | 3,12 %   | 0,21            | 3,83 %   | 0,11              | 3,34 %   | 0,15           | 2,94 %   |
| Sales & Marketing  | 0,56            | 2,27 %   | 0,00            | 0,00 %   | 0,00              | 0,00 %   | 0,00           | 0,00 %   |
| Mortality          | 0,15            | 0,61 %   | 0,00            | 0,00 %   | 0,04              | 1,22 %   | 0,11           | 2,16 %   |
| Other              | 2,64            | 10,69 %  | 0,99            | 18,03 %  | 0,60              | 18,24 %  | 1,00           | 19,61 %  |
| Total*             | 24,70           | 100,00 % | 5,49            | 100,00 % | 3,29              | 100,00 % | 5,10           | 100,00 % |

\*HOG cost in box delivered at the processing plant including mortality

Tabell 1-1: Kostnadsfordeling 2014. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”

Slik det er ved all produksjon av dyr, er det kostnader knyttet til fôr som utgjør store deler av de totale kostnadene. Variasjonen mellom landene skyldes forskjellige ingredienser i fôret, logistikk og omfordelingsforholdet av fôr.

Det er et eget internasjonalt marked for egg til bruk i lakseoppdrett. Viktige leverandører av egg er Aquagen AS, Fanad Fisheries Ltd, Lakeland og Salmobreed AS. Disse leverandørene kan enkelt tilpasse produksjonen i forhold til etterspørselen ved kjøp av fisk til fertilisering sesongen før eggene leveres.

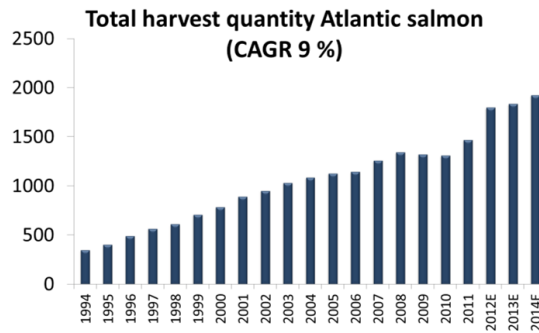
Produksjon av smolt gjøres på to forskjellige måter; i lukkede systemer i tanker på land eller i vann. Smolten blir produsert i ferskvann opp til 100g, før de blir plassert i sjøvann. Storbritannia har de høyeste smoltkostnadene grunnet produksjon i mindre skala i både systemer og tanker. Chile har historisk brukt innsjøer for denne produksjonen og har hatt billig arbeidskraft, mens i Norge har det vært en overføring fra produksjon i innsjøer til produksjon i stor skala i landbaserte systemer.

Lønnsnivået mellom de ulike landene varier, der Norge har det høyeste lønnsnivået og Chile har det laveste nivået. Lønnskostnadene utgjør svært lite av de totale kostnadene fordi mye av produksjonen er automatisert, som for eksempel automatisk fôring. Graden av automasjon er høyest i Norge og lavest i Chile.

Elektrisitet brukes hovedsakelig i de første og siste fasene av produksjonen. For å produsere smolt av høy kvalitet er det viktig at vanntemperaturen i tankene reguleres. I den siste fasen av produksjonen når laksen blir slaktet og klargjort vil strømkostnader være relevant. Hvor høye strømkostnadene er vil være avhengig av graden av automasjon. I Norge utgjør strømkostnader 8-10% av smoltkostnadene og 3-5% av slaktekostnadene.

### **1.6 Næringen**

Oppdrettsnæringen startet i 1970 da brødrene Ove og Sivert Grøntvedt satt ut 20.000 laksemolt på Hitra, som regnes som verdens første lakseanlegg. Ser man på utviklingen de siste 20 år har veksten vært enorm (Fiskeri- havbruksnæringens landsforening, 2015). Fra rundt 200.000 tonn slaktet til ca. 1.900.000 tonn som figuren under viser. Altså en årlig vekst på 9%.



Figur 1-11: Totalt slaktevolum 1994-2014E. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”

| CAGR       | Norway | Chile | UK  | North America | Others* | Total |
|------------|--------|-------|-----|---------------|---------|-------|
| 1994-2014E | 9 %    | 14 %  | 5 % | 6 %           | 7 %     | 9 %   |
| 2004-2014E | 9 %    | 3 %   | 1 % | 3 %           | 7 %     | 6 %   |
| 2008-2014E | 9 %    | 3 %   | 3 % | 0 %           | 11 %    | 6 %   |

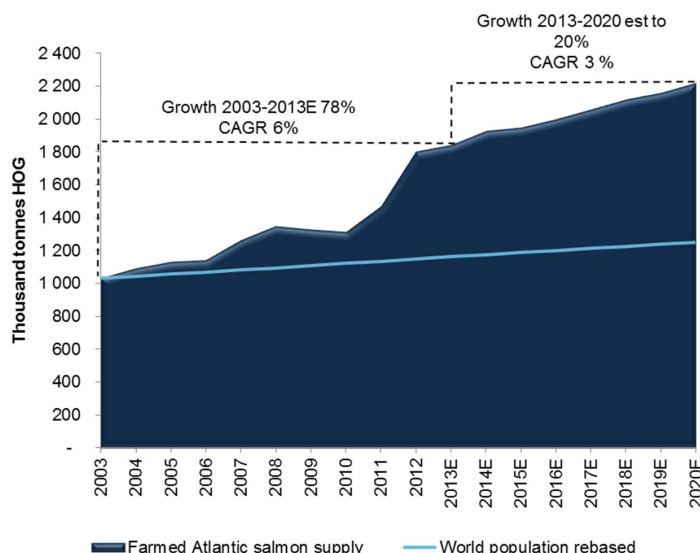
Tabell 1-2: Kontinuerlig årlig vekst av slaktevolum. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”

\*”Others” inkluderer land som Færøyene, Irland, Tasmania, Island og Russland

Fra tabellen over ser man at veksten har vært veldig forskjellig i de ulike områdene, der Chile har hatt en vekst på hele 14% som det høyeste og Storbritannia med 5% som det laveste. Ser man på tallene de siste årene har den enorme veksten avtatt de fleste steder.

Den enorme veksten i næring skyldes i stor grad produktivitetsvekst som over tid har redusert enhetskostnaden vesentlig (Asche, 2008). Reduksjonen av produksjonskostnadene kan forklares ved følgende; oppdretterne har vært i stand til å produsere mer med en gitt mengde av innsatsfaktorer, samt forbedret innsatsfaktorene som har gjort produksjonen billigere. I begynnelsen av 1980 ble rundt 3 kg fôr brukt for å produsere 1 kg fisk. I 1999 produserte de beste oppdretterne 1 kg fisk med mindre enn 1 kg fôr. Fôrkostnadene er den største kostnaden ved oppdrett, noe som har senket enhetskostnadene med årene (Asche & Bjørndal, 2011). Et annet aspekt av produktivitet og lakseoppdrett er en nær sammenheng mellom produktivitet og miljøvennlighet i norsk lakseoppdrett (Asche et al., 1999). Mange av de innovasjonene som tar sikte på å øke produktiviteten har vært gunstig for det lokale miljøet, og forbedringer utformet for å begrense miljøskader har vært positivt for produktiviteten.

Figur 1-12 er laget av Kontali Analyse og man ser her at den årlige veksten de siste ti årene har vært på 6%, og de estimerer at den årlige veksten for de kommende årene skal være på 3%. Bakgrunnen for denne utviklingen er fordi næringen har nådd et produksjonsnivå der de biologiske grensene er presset. Derfor antas det at fremtidig vekst ikke kan være drevet av næringsbeslutninger alene, men gjennom fremgang i teknologi, utvikling av bedre farmasøytiske produkter, implementering av ikke-farmasøytiske teknikker, forbedret regelverk for næringen og samarbeid innad i bransjen.

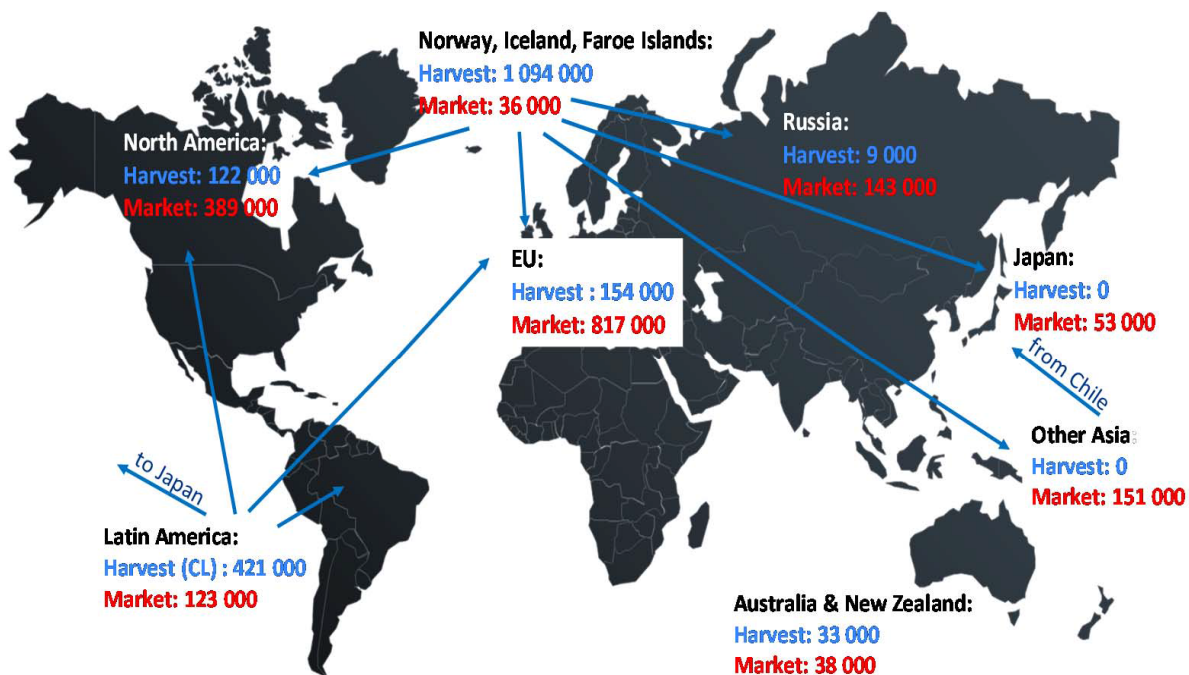


Figur 1-12: Estimerer for veksts. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”

Det er visse forutsetninger som må ligge til rette for å drive med lakseoppdrett. Et land må ha en skjermet kystlinje med god vannkvalitet, og stabile vanntemperaturer. Historisk sett har hovedmarkedet for produksjon av oppdrettslaks vært:

- Norge – EU, Russland og Asia
- Chile – USA, Sør-Amerika og Asia
- Canada – USA (vest kysten)
- Scotland – hovedsakelig innlands og noe eksport til Storbritannia

De ulike regionene har hovedsakelig fokusert på sine nærliggende markeder grunnen kostnader knyttet til transport. Dette fordi laksen er hovedsakelig markedsført som et ferskt produkt. I figuren under ser man den globale handelsflyten av oppdrettslaks. Her ser man at produksjonen er klart størst i Norge som forsyner det største markedet, EU inkludert Russland. Det er verdt å merke seg at per dags dato har Russland boikottet all import av norsk laks grunnet politisk uro mellom Russland og EU inkludert USA. Men den norske laksen har funnet andre veier inn i Russland gjennom økt etterspørsel til andre land som videresender til Russland.



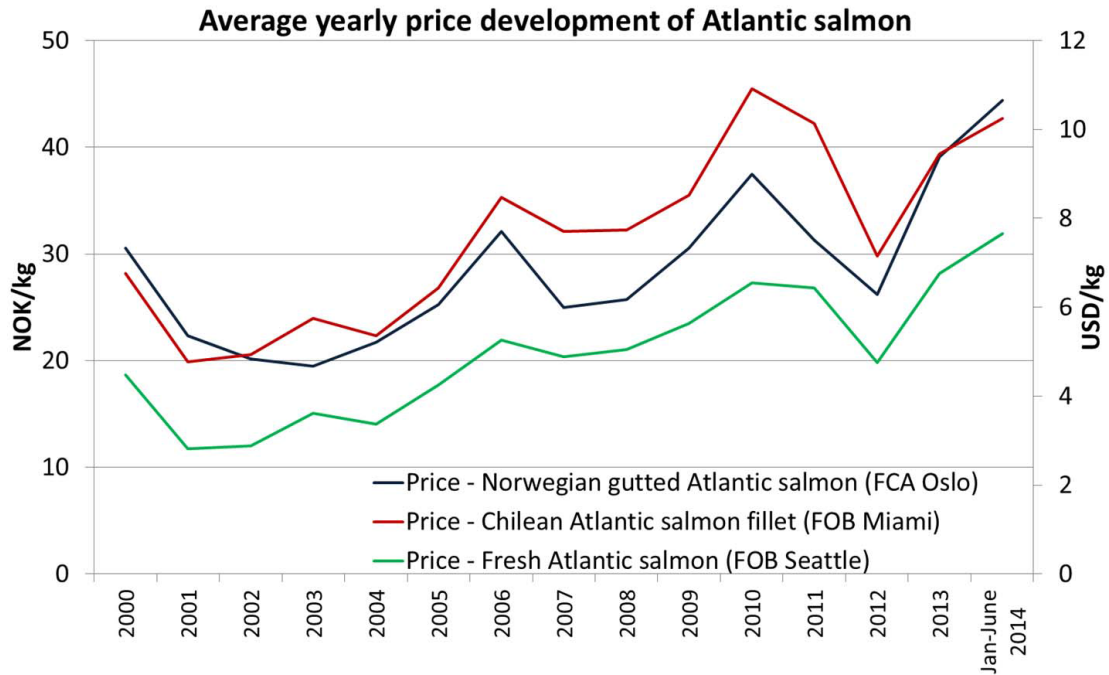
Figur 1-13: Global handelsflyt av oppdrettslaks. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”

Laks er ferskvare så derfor må produksjon i en periode bli konsumert i samme periode. På kort sikt er det derfor vanskelig og dyrt å justere produksjonen fordi produksjonen tar 2-3 år. Derfor er tilbudssiden veldig uelastisk på kort sikt, samtidig som etterspørselen skifter ut ifra sesong. Dette har en stor effekt på prisvolatiliteten til laks.

Faktorer som påvirker markedsprisen for atlantehavslaksen er:

- Tilbud (absolutte og sesong variasjoner)
- Etterspørsel (absolutte og sesong variasjoner)
- Globalisering av markedet (arbitrasjemuligheter mellom regionale markeder)
- Tilgang av salgskontrakter reduserer mengde som er tilgjengelig for spotmarkedet
- Fleksibilitet av markedskanaler
- Kvalitet
- Sykdomsutbrudd

I figuren under ser man de årlige gjennomsnittsprisene for atlantehavslaksen fra 2000-2014. Ser man på de ulike prisene, FCA Oslo, FOB Miami og FOB Seattle, er det ganske gode indikasjoner på det er høy korrelasjon mellom dem.



Figur 1-14: Årlig gjennomsnittlig prisbevegelser for atlantehavslaksen. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”

Laks er oppdrettet i åpne merder i sjøvann, og er derfor eksponert mot fiskesykdommer, giftige alger og andre skadelige stoffer. Næringen har vært utsatt for store økonomiske tap på grunn av disse faktorene (Tveteras, 2002). Ekstreme værforhold og andre faktorer kan føre til massiv flukt av fisk fra merder og føre til betydelige tap. Imidlertid har næringen forbedret sin forståelse av laksens biologi og genetik, fiskesykdommer, fiskefôr, og funksjonen av det marine økosystemet. Kunnskap fra oppdrett, sammen med offentlig og privat FoU, har bidratt til å bedre forståelsen av viktige aspekter ved produksjonsprosessen, som har ført til en rekke innovative løsninger. Vaksineinnovasjoner som ble introdusert på slutten av 1980-tallet, har redusert avhengighet av antibiotika. Videre har økt bruk av IT-baserte løsninger, som overvåkingsteknologi og spesialiserte produsenttjenester (f.eks. veterinærer, marinbiologer og laboratoriefasiliteter) forbedret overvåking av fiskehelse og andre biofysiske parametere (Tveteras 2002).

## **2. Verdssettelsesmetoder**

Når man skal verdsette et selskap finnes det mange forskjellige verdssettelsesmetoder man kan bruke for å finne verdien av selskapet. Man kan kategorisere verdssettelsesmetodene i 3 ulike grupper:

- Fundamental analyse
- Komparativ analyse
- Opsjonsbasert analyse

De ulike kategoriene har sine styrker og svakheter, og vil gi ulike verdier. Hvilken metode som er best å bruke avhenger av tilgjengelige ressurser, hva som er hensikten med verdssettelsen og hvilken selskap man skal verdsette. Valg av en metode utelukker ikke en annen, man bruker gjerne flere metoder for å gjøre en grundigere analyse.

Videre vil de ulike metodene og varianter av disse bli presentert. Så vil det være en begrunnelse av valg av metode for verdssettelsen av selskapet Marine Harvest.

### **2.1. Fundamental analyse**

Fundamental analyse av et selskap innebærer å analysere regnskapet og tilstanden, ledelsen og konkurransefortrinn, og konkurrenter og markeder. Fundamental analyse er en verdssettelsesmetode som tar utgangspunkt i fundamentale økonomiske forhold. Den sanne verdien av selskapet kan relateres til selskapets finansielle egenskaper som vekst, risikoprofil og kontantstrømmer. Eventuelle avvik fra denne sanne verdien er et tegn på at aksjen er under- eller overvurdert. Man antar en langsiktig investeringsstrategi, og de underliggende forutsetningene er:

- Forholdet mellom verdi og de underliggende finansielle faktorer kan måles
- Forholdet er stabilt over tid
- Avvik fra dette forholdet er rettet opp i en rimelig tidsperiode

Metoden baserer seg på bruk av historiske og dagens tall for å lage prognoser for fremtidige kontantstrømmer, der selskapets verdi er den neddiskonterte verdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer.

Fundamental analyse har ofte blitt kritisert for bruken av historiske budsjetter for å estimere fremtidige kontantstrømmer. Historiske tall har ingen garanti for fremtidig vekst av et selskap. Denne type analyse har også blitt kritisert for være

ressurskrevende, med tanke på tid. Spesielt når man sammenligner med komparativ analyse. Det hevdes også at denne type analyse er kun aktuell for selskaper som er i en moden livssyklus, med stabile kontantstrømmer og regnskapstall fra mange år tilbake.

De vanligste modellene innen fundamental verdsettelse er: egenkapitalmodellen, total kapitalmodellen og dividendemodellen. Egenkapitalmodellen verdsetter selskapet ut ifra de neddiskonterte kontantstrømmene, som er tilgjengelig etter at kreditorene har fått det de skal ha, til egenkapitalen. Disse kontantstrømmene diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Total kapitalmodellen er veldig lik egenkapitalmodellen bare at den neddiskonterer kontantstrømmene til total kapitalen, og at kontantstrømmene diskonteres med et vektet gjennomsnittlig kapital kostnad(WACC). Dividendemodellen verdsetter selskapet ved å neddiskontere fremtidig utbytte, slik at verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av all fremtidig utbytte.

## **2.2. Komparativ analyse**

I komparativ/relativ analyse beregner man verdien av et selskap ved å se hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet. For å gjøre denne sammenligningen må man konvertere fra priser til standardiserte multipler, for så å sammenligne disse multiplene med selskapene som er sammenlignbare. De vanligste multiplene som benyttes er:

- Price/Earnings(P/E)
- Price/BookValue(P/B)
- Enterprisevalue(EV)/EBITDA
- EV/EBIT
- EV/Sales

De to første multiplene brukes når man skal verdsette egenkapitalen, mens de tre siste benyttes når man skal verdsette total kapitalen. Denne formen for verdsettelse blir ofte brukt som en supplement til fundamentalmetoder. Damodaran(2006) hevder at denne metoden er den mest brukte. En av grunnene til dette kan være at metoden er mindre tid- og ressurskrevende enn fundamental analyse. Ved å bruke komparativ analyse kan en avgjøre hvorvidt et selskaps aksjer er et godt kjøp eller ikke.



Når man bruker komparativ verdsettelse er det viktig at man finner gode sammenlignbare selskaper. Inkluderer man selskaper som ikke burde vært med vil verdsettelsen bli feil. Det er viktig at de sammenlignbare selskapene har lik risiko/kapitalstruktur, vekst og kontantstrømmer. Dette er vanskelig å finne så derfor gjør man justeringer slik at selskapene blir mer sammenlignbare. Noe som er verdt å merke seg er at multipler reflekterer stemningen i markedet, dette kan føre til overvurderinger eller undervurderinger basert på stemningen i markedet.

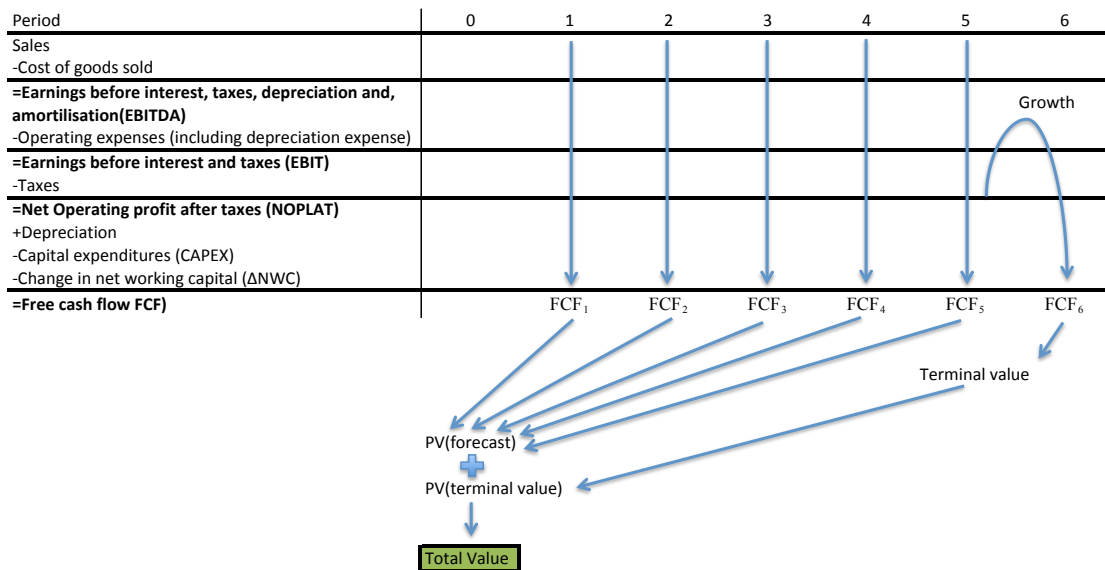
### **2.3. Opsjonsbasert analyse**

Opsjonsbasert verdsettelse benyttes ikke til å verdsette hele selskapet, men eventuelle realopsjoner som selskapet har. En realopsjon er en rett, men ikke en obligasjon til å foreta visse forretningsinitiativ. En realopsjon kan for eksempel være muligheten til å utsette et prosjekt, eie patenter, bruke råvarer i produksjon eller salg, eller muligheten til å utvide eller avlyse et prosjekt. Denne typen verdsettelse benyttes ofte for å verdsette fleksibiliteten som et selskap kan ha, ofte som et supplement til fundamental og/eller komparativ verdsettelse.

### **2.4. Valg av verdsettelsesmetode for Marine Harvest ASA**

I denne verdsettelsen vil fundamental analyse etter total kapitalmodellen benyttes som verdsettelsesmetode, med komparativ analyse som et supplement. Som drøftet tidligere i verdsettelsen er det både fordeler og ulemper ved de ulike metodene. Grunnet god tid til verdsettelsen vil ikke ulempen med at fundamental analyse er ressurskrevende være et problem, samt at fundamental analyse er den grundigste analysemetoden. Marine Harvest er et børsnotert selskap, derav vil innhenting av historiske regnskapstall være tilgjengelig, og bransjen Marine Harvest opererer i er relativt moden. Komparativ analyse er en raskere analyse som vil bli benyttet som kontroll av den fundamentale analysen. Her brukes sammenlignbare selskaper for å verdsette Marine Harvest ved bruk av multipler.

I fundamentalanalysen etter total kapitalmodellen benyttes en to-periodisk DFCF-modell. Hovedtrekkene i modellen er skissert i figuren under.



Figur 2-1: To-periodisk FCF-modell

Av figuren over ser man at verdien av et selskap består av to deler, nåverdien av de estimerte neddiskonterte kontantstrømmene og nåverdien av terminalverdien. Dette kan skrives slik:

$$Value\ of\ firm = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC - g)]}{(1 + WACC)^n}$$

FCFF<sub>t</sub> = Fri kontantstrøm til selskapet i periode t

WACC = Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

g = Vekstrate

I det første leddet neddiskonteres de fremtidige kontantstrømmene til nåverdi ved bruk av vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad(WACC). WACC er et vektet gjennomsnitt av kostnadene, etter skatt, ved de ulike kildene av kapital som er skaffet av selskapet til å finansiere drift og investeringer. WACC kan formuleres slik:

$$WACC = k_e \times \left( \frac{E}{E + D} \right) + k_d(1 - T) \times \left( \frac{D}{E + D} \right)$$

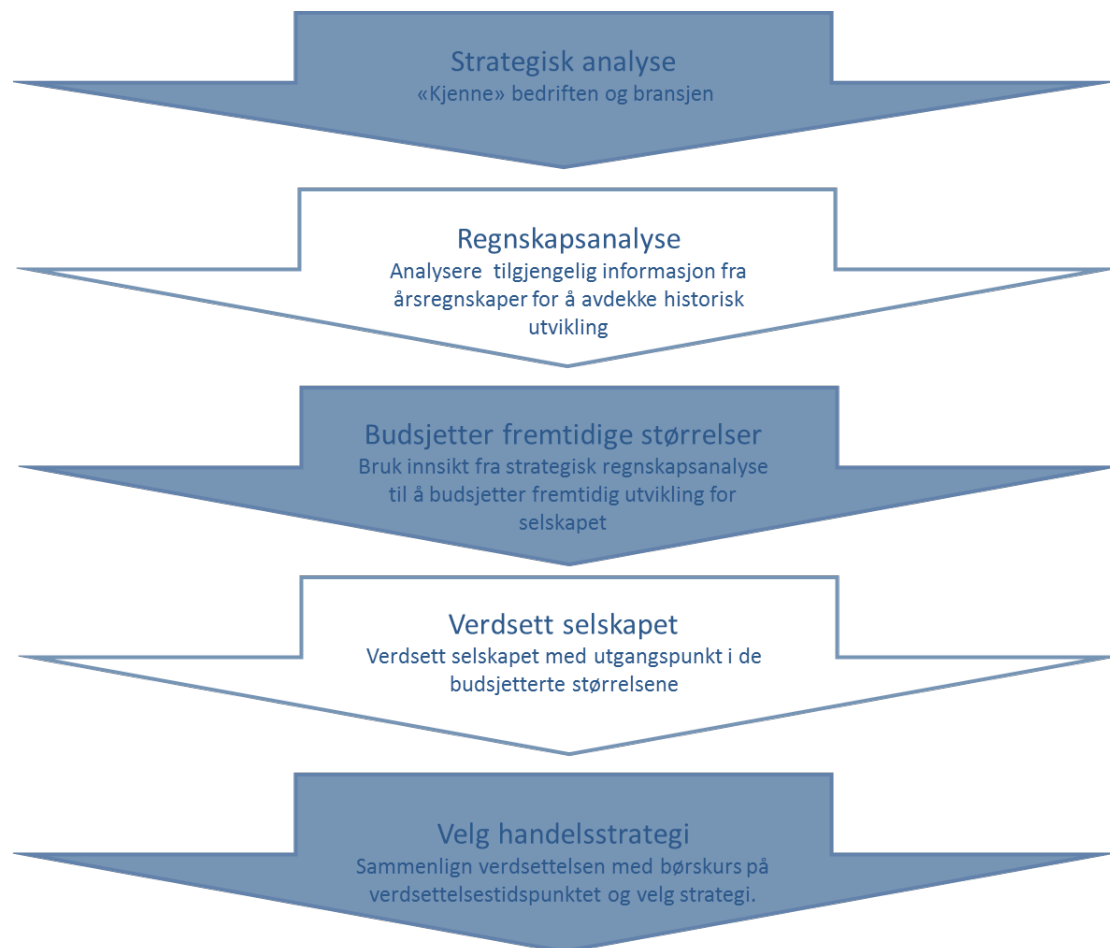
Her ser man at WACC består av investorenes krav til avkastning på egenkapitalen( $k_e$ ) i forhold til hvor stor andel av selskapet som er finansiert gjennom egenkapital( $\frac{E}{E+D}$ ), og kreditorenes avkastningskrav( $k_d$ ) i forhold til andelen gjeld selskapet har( $\frac{D}{E+D}$ ), samt en skattefordel ved å ha gjeld.

I det andre leddet neddiskonteres terminalverdien. Terminalverdien kan beregnes ved å bruke Gordons vekstmodell:

$$Terminal\ Value = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

Terminalverdien er verdien av selskapet fra periode n+1 og videre i all tid. Veksten(g) antas å være konstant hver periode. Så finner man den totale verdien av selskapet ved å legge sammen nåverdiene av kontantstrømmene og terminalverdien.

Figuren under viser en oversikt over fremgangsmåten for verdsettelsen av Marine Harvest i denne oppgaven.



Figur 2-2: Fundamental analyse.

### **3. Strategisk analyse**

Den strategiske analysen danner et viktig grunnlag for estimering av fremtidig kontantstrømmer senere i analysen. Når man skal gjennomføre en strategisk analyse er det viktig å se på både interne og eksterne faktorer som kan påvirke selskapet, både positivt og negativt. Det er viktig å vite hvilke fordeler og ulemper selskapet har i forhold til markedet for å kunne lage gode anslag for fremtidig inntekt. En slik analyse kalles en SWOT-analyse. Analysens sentrale formål er å identifisere strategier som vil skape en selskaps-spesifikt forretningsmodell som passer selskapets ressurser og ytelse i forhold til etterspørsel i miljøet man opererer i. Ledere sammenligner de ulike strategiene mot hverandre for så å identifisere et sett av strategier som vil skape og opprettholde konkurransefortrinn.

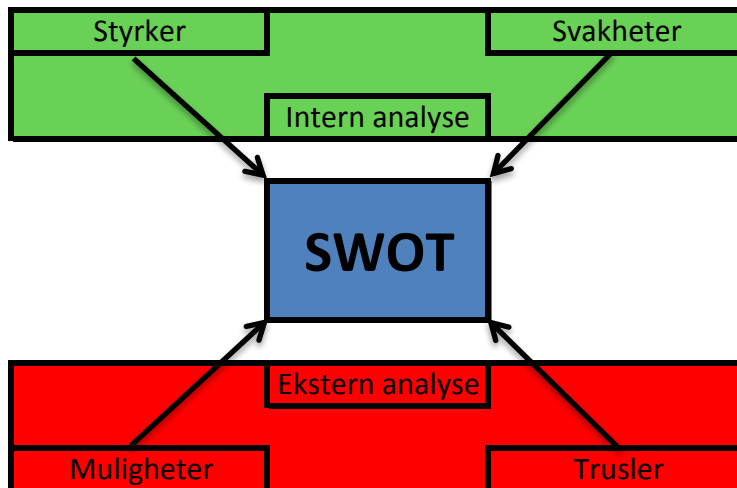
Funksjonelt-nivå strategi, som har fokus på å forbedre effektiviteten av driften til selskapet, slik som produksjonen, markedsføring, logistikk, produktutvikling, og kundeservice.

Selskapsnivå strategi, som omfatter virksomhetens samlede konkurranse strategi, slik selskapet posisjonerer seg i markedet for å få et konkurransefortrinn, og de ulike posisjoneringsstrategiene. For eksempel kostnadslederskap, differensiering, fokusere på en bestemt nisje eller segment av industrien, eller en kombinasjon av disse.

Global strategi, er strategier om hvordan man utvider virksomheten utenfor hjemlandet for å vokse i en verden hvor konkurransefortrinn er bestemt på et globalt nivå.

Bedriftsnivå strategi, som gir svar på de viktigste spørsmålene: Hvilken bransje eller bransjer bør vi være i for å maksimere den langsiktige lønnsomhet og resultatvekst i organisasjonen, og hvordan skal vi gå inn og øke vår tilstedeværelse i disse virksomhetene for å få et konkurransefortrinn?

Strategiene som indentifiseres gjennom SWOT analysen bør være sammenfallende med hverandre. I hovedsak er en SWOT-analyse en metode for å velge mellom konkurrerende forretningsmodeller og for finjustering av forretningsmodell som ledere velger.



Figur 3-1: SWOT-analyse.

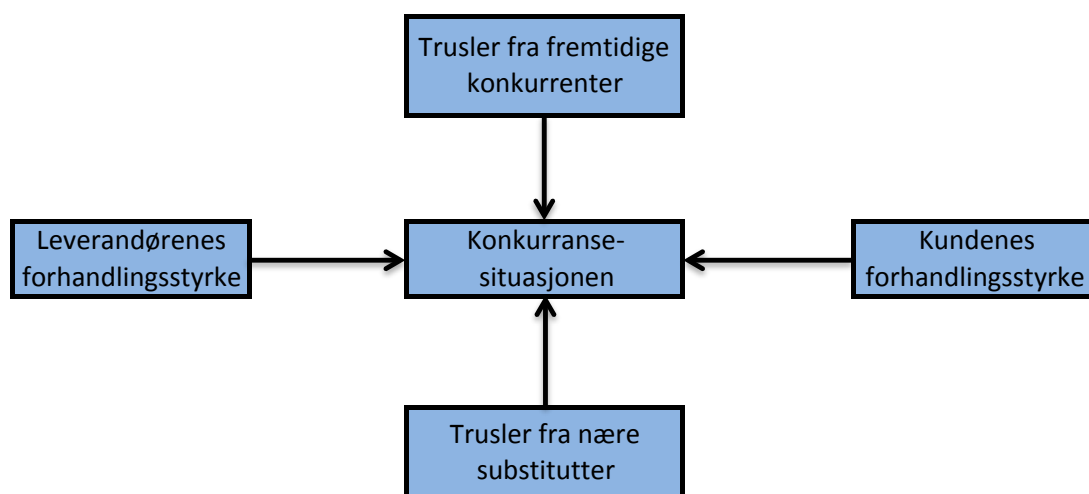
### 3.1. Ekstern bransjeorientert analyse

Eksternanalysen vil se grundig på oppdrettsbransjen for å avdekke hvilke makrobetingelser som gir føringer for fremtidig utvikling av bransjen. Analysen vil også se på bransjens omgivelser i forhold til konkurrenter, kunder, leverandører osv. I denne delen av verdsettelsen benyttes Porters femfaktor-modell for å finne hva som gjør oppdrettsnæringen attraktiv og lønnsomt i det lang løp, samt en PESTEL-analyse for å analysere oppdrettsbransjens sine makroomgivelser. Porters femfaktor-modell og PESTEL-analysen vil gi et godt bilde av hvilke forhold Marine Harvest må forholde seg til i oppdrettsnæringen.

#### 3.1.1. Porters femfaktor-modell

Porter hevder at det er fem krefter som avgjør hva som gjør et marked eller et markedssegment attraktivt og lønnsomt på lang sikt. De fem kreftene er; kundens forhandlingsstyrke, leverandørens forhandlingsstyrke, trusler fra fremtidige konkurrenter, trusler fra nære substitutter og konkurransesituasjonen. Porter hevder at jo sterkere hver av disse kreftene er, desto mer begrenset er etablerte selskaper til å heve prisene og øke fortjenesten. Innenfor Porters rammeverk kan sterk konkurransekraft betraktes som en trussel fordi det minker fortjenesten. En svak konkurransekraft kan betraktes som en mulighet fordi det tillater et selskap å øke fortjenesten. Styrken av de fem kreftene kan endre seg over tid, da forholdene i næringen er i konstant endring. Ledere må derfor gjenkjenne hvordan endringer i de fem kreftene kan gi nye muligheter og trusler, samt formulere valg av strategier slik at

man endrer styrken til en eller flere av kreftene til sin fordel (Hill & Jones, 2007). De fem kreftene er illustrert i figuren under:



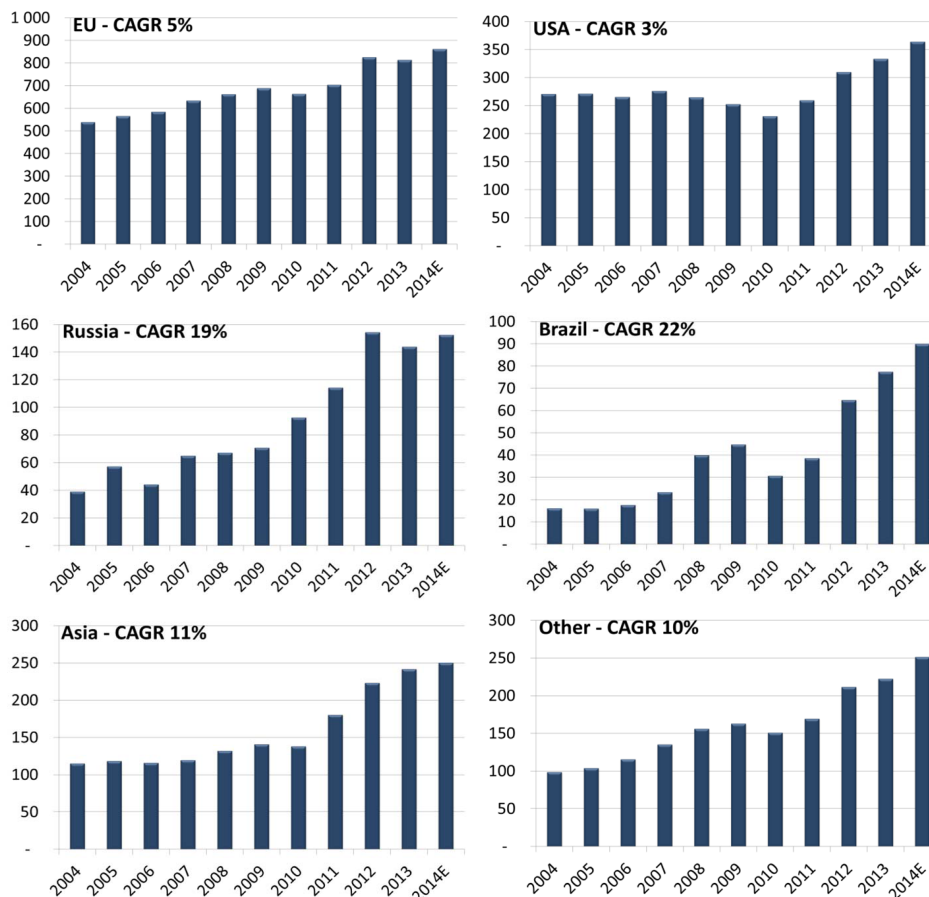
Figur 3-2: Porters femfaktor-modell.

Videre vil de fem kreftene bli analysert for å se hvilken påvirkning de har på oppdrettsnæringens fremtidige fortjeneste og utvikling.

### ***Kundenes forhandlingsstyrke***

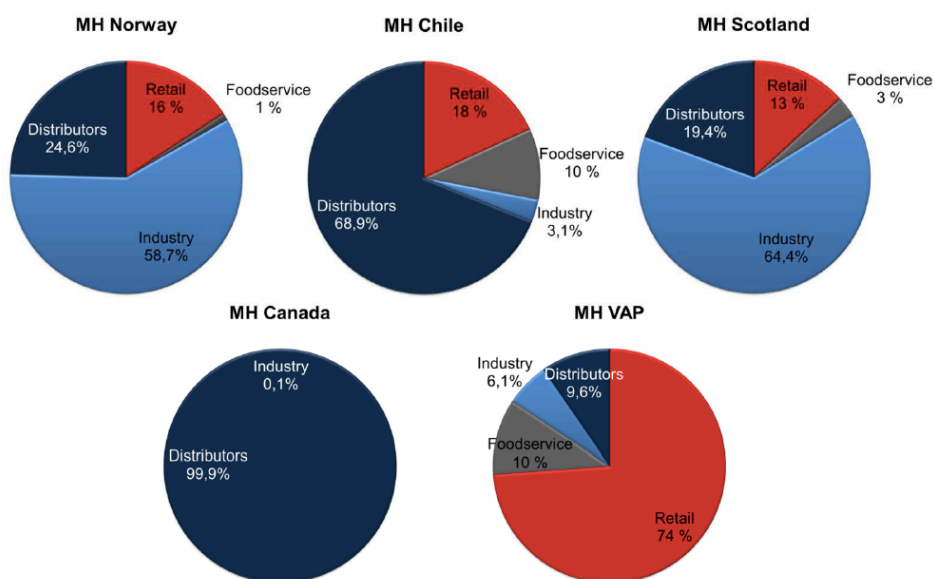
Kunder som har stor forhandlingsmakt ovenfor sine leverandører vil ha en sterk evne til å presse prisene ned, og dermed minske profitten til selskapet. Kundenes forhandlingsstyrke øker hvis de blir mer konsentrert eller organisert, når produktet er uddifferensiert, når kostnadene ved å bytte leverandør er små og når kundene kan integrere bakover. Mulige tiltak for unngå at kundene får for stor forhandlingsmakt kan være å velge de kundene med minst makt, men man kan også utvikle overlegne tilbud som kundene med stor makt ikke kan avslå.

I figuren under ser man en oversikt over de ulike markedsplassene for atlantehavslaks i verden. Man ser at markedet for oppdrettslaks er klart størst i Europa, med ca. 850 000 tonn slaktet laks. Ser man på vekst av etterspørsel ser man at landene Russland og Brasil har relativ høyere vekst enn de andre markedene.



Figur 3-3: Markedet for atlantehavslaks. Hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook 2014".

I figuren under ser man de ulike kundegruppene Marine Harvest selger til. Her ser man at de har flere kunder og ulike profiler avhengig av hvilket land de produserer i. Kundegruppene er distributører, videreforedling, dagligvarekjeder og detaljhandel. Dette viser at det er mange kunder i bransjen, noe som gir selskapene mer makt.



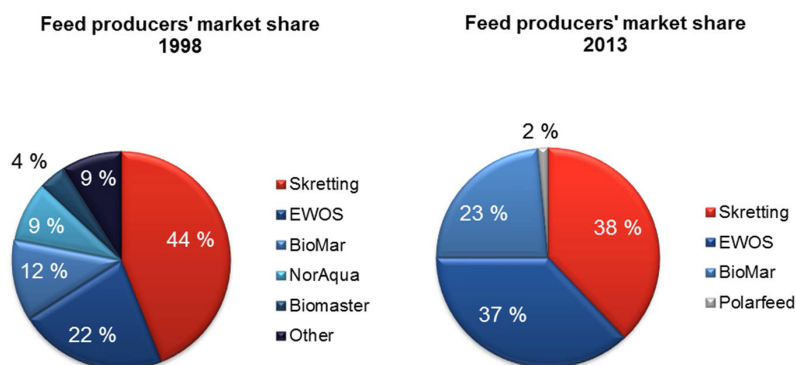
Figur 3-4: Marine Harvest sine salgskanaler. Hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook 2014".

Laksen som produkt er et homogent produkt, noe som gjør det lett for kundene å bytte produsent. Kostnadene ved å bytte leverandør er relativt lave. Dette gir kundene i markedet relativt stor forhandlingsmakt, noe som vil være en stor trussel for selskapene i bransjen.

### ***Leverandørenes forhandlingsstyrke***

En bransje kan være lite attraktiv hvis leverandørene har stor makt. For eksempel kan leverandørene heve prisen eller redusere mengden de leverer. En annen faktor som kan gi leverandørene stor forhandlingsmakt er hvis det produktet de leverer er viktig i produksjonen for selskapet. Muligheter for å minske forhandlingsstyrken til leverandørene er ved å skape vinn-vinn situasjoner, bruke flere forskjellige leverandører eller integrere verdikjeden ved oppkjøp av leverandører.

I oppdrettsnæringen utgjør fôrkostnadene rundt 50% av totalkostnadene, som nevnt i kapittel 1.5. Derfor er leverandørene av fiskefôr viktige for oppdrettselskapene. I figuren under vises utviklingen fra 1998 til 2013:



Figur 3-5: Fôrproducentenes markedsandeler. Hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook2014".

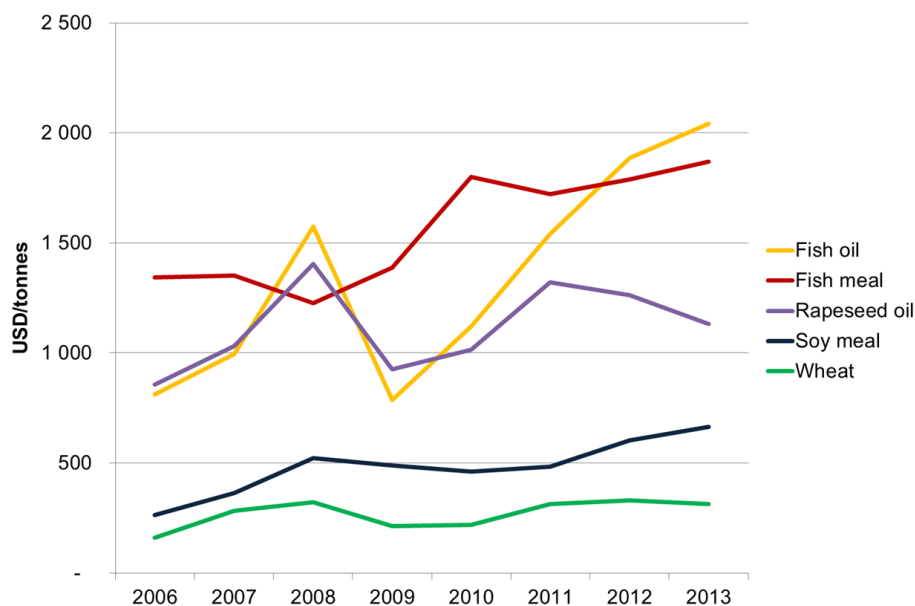
I løpet av de siste 15 årene har fiskefôrindustrien vært igjennom økende konsolidering, og det er i hovedsak tre store aktører innen fiskefôr. De tre aktørene er Skretting, BioMar og EWOS, alle produsentene opererer globalt. Det at det bare er tre store aktører innen fiskefôrbransjen er noe som taler for sterkere forhandlingsmakt for leverandørene.

Fiskefôr er et relativt homogent produkt som benyttes hovedsakelig til fiskeoppdrett. Dette vil føre til at de tre aktørene i bransjen vil konkurrere seg i mellom om kundene



og presse sine marginer. Dette vil føre til svekke forhandlingsmakt ovenfor oppdrettsselskapene.

Fôrproduzentene har historisk operert på kost-pluss kontrakter, noe som overfører risiko for volatilitet i råvarepriser fra fôrproduzentene til oppdrettsselskapene. Ser man på prisutvikling for de ulike innsatsfaktorene ser man at det har vært høy volatilitet blant noen av faktorene, noe som påvirker oppdrettsselskapene.



Figur 3-6: Prisutvikling for innsatsfaktorer. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”.

Som nevnt tidligere investerte Marine Harvest i en egen fôrfabrikk i 2014 med en kapasitet på 220 000 tonn, på verdens basis produseres det 2,6 millioner tonn. Dette gir selskapet mer makt ovenfor de andre fiskefôrproduzentene i bransjen.

### ***Trusler fra fremtidige konkurrenter***

Hvor attraktivt det er for nyetableringer innen et segment er avhengig av hvor høye hindrene er for å etablere og utvikle virksomheten innen segmentet. De mest attraktive segmentene har høye etableringshindre og lave hinder for å komme seg ut. I et slikt segment vil det være vanskelig for nye bedrifter å komme inn, mens de som gjør det dårlig kan lett utvikle driften. De vanligste etableringshindrene er høye kapitalkrav, stordriftsfordeler, patenter og lisenser, mangel på etableringssteder, dårlig tilgang på råmaterialer og distributører og merkeloyalitet.

Hvis man skal etablere seg i oppdrettsnæringen kreves det mye kapital i startfasen. Produksjonsanlegg og utstyr må kjøpes, samt at anleggene ikke generere inntekter før

det har gått 2-3 år. Dette vil være et stort hinder for mulige konkurrenter som ønsker inntjening på kort sikt.

Et selskap har stordriftsfordeler hvis kostnadene ved å produsere en ekstra enheten er synkende, synkende marginalkostnader. Som vist i kapittel 1.5 utgjør faste kostnader (other) en stor del av total kostnadene, ved å produsere større volum vil enhetskostnadene falle. Et annet aspekt ved å være et stort selskap er at man sprer risikoen for å bli utsatt for lakselus eller andre utenforstående faktorer.

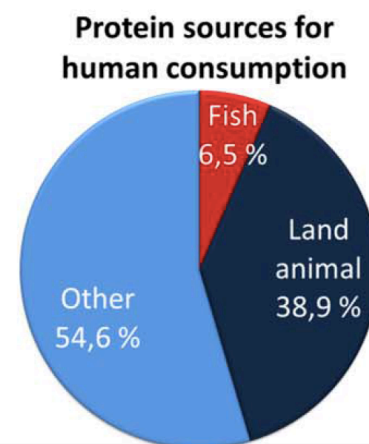
I alle regionene hvor man driver lakseoppdrett er det myndighetene som gir lisenser/konsesjoner for oppdrettsvirksomhet. Lisensene avgjør hvor mye man kan produsere som selskap. Myndighetene har forskjellig politikk på oppdrettslisensene, men felles for de alle er at det utstedes svært få nye lisenser. Dette fører til at de som vurderer å etablere seg i næringen må kjøpe lisenser av allerede eksisterende aktører. Så de eksisterende selskapene i oppdrettsnæringen har stor innflytelse på om nye aktører får etablere seg i næringen.

I land som Danmark, Canada, USA og Kina har man startet med lakseoppdrett i kjempetanker på land. Det er foreløpig bare i små skala, men noen mener at det bør gis et frislipp av konsesjoner for oppdrett på land. Fordelene med slik produksjon er at man kan produsere nærmere markedene slik at man reduserer transportkostnader, unngår at laks rømmer og man unngår lakselus. Men slike tanker vil øke kostnadene i forbindelse med regulering av vanntemperatur og sirkulasjon av vannet. I denne verdsettelsen anses ikke trusselen med lakseoppdrett på land som en stor trussel ettersom denne typen oppdrett trenger mer utvikling innen teknologi for å konkurrere mot oppdrett i havet (Langberg, 2012).

### ***Trusler fra nære substitutter***

Et produkt som tilfredsstillt omtrent det samme behovet for konsumentene som det produktet man produserer, kalles for et substitutt. Hvis det finnes mange substitutter til produktet man produserer vil produktet være priselastisk. Det vil si at hvis prisen på et substitutt øker, vil etterspørselen etter produktet øke. Dette gir konsumentene stor makt, i form av at de konsumerer det produktet som gir dem høyest nytte.

Mulige substitutter for laks vil være proteinrik mat som storfe, svin, fjærkre, lam og annen sjømat. I figuren ved siden av ser man at fisk står for bare 6,5% av befolkningens proteinkilde. En av grunnene til dette kan være at prisen for laks er høyere enn substituttene. En prissammenligning gjort ved utvalgte dagligvarekjeder førte til disse prisforholdene:

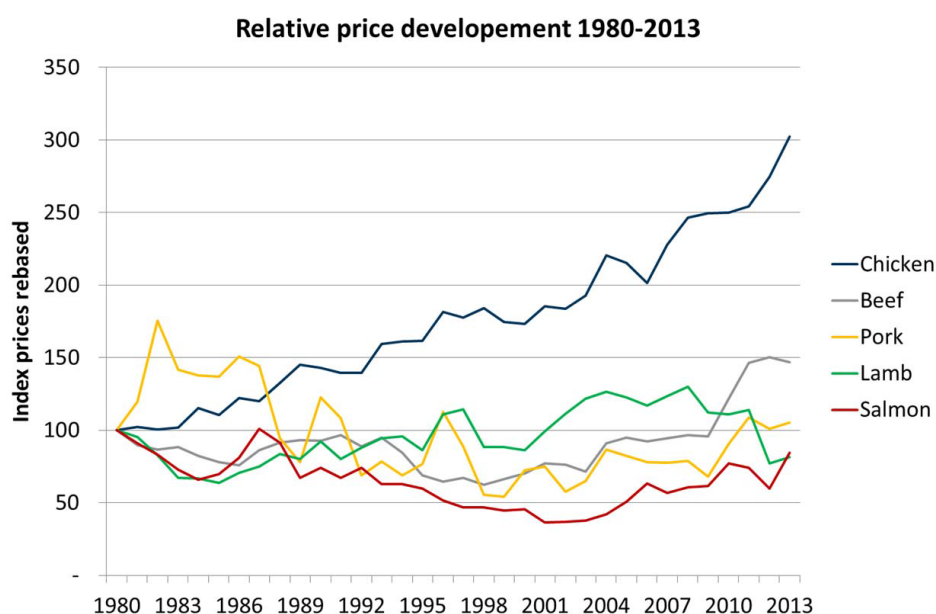


Figur 3-7: Proteinkilder. Hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook 2014"

|         | Salmon/Beef | Salmon/Chicken | Salmon/Pork |
|---------|-------------|----------------|-------------|
| UK      | 0,9         | 1,5            | 1,8         |
| US      | 1,1         | 2,3            | 2           |
| Belgium | 1,3         | 1,7            | 1,9         |
| Japan   | 0,7         | 4,4            | 1,2         |

Tabell: 3-1: Prisforhold mellom laks og substitutter. Hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook 2014".

Selv om laks er dyrere enn sine substitutter har den relative prisutviklingen for laks vært stabilt lav og fallende. Dette ser man i figuren under hvor lakseprisen har hatt fallende prisutvikling, men for eksempel kylling har hatt en enorm prisøkning i forhold til resten av produktene.



Figur 3-8: Relativ prisutvikling for laks og substituttene. Hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook 2014".

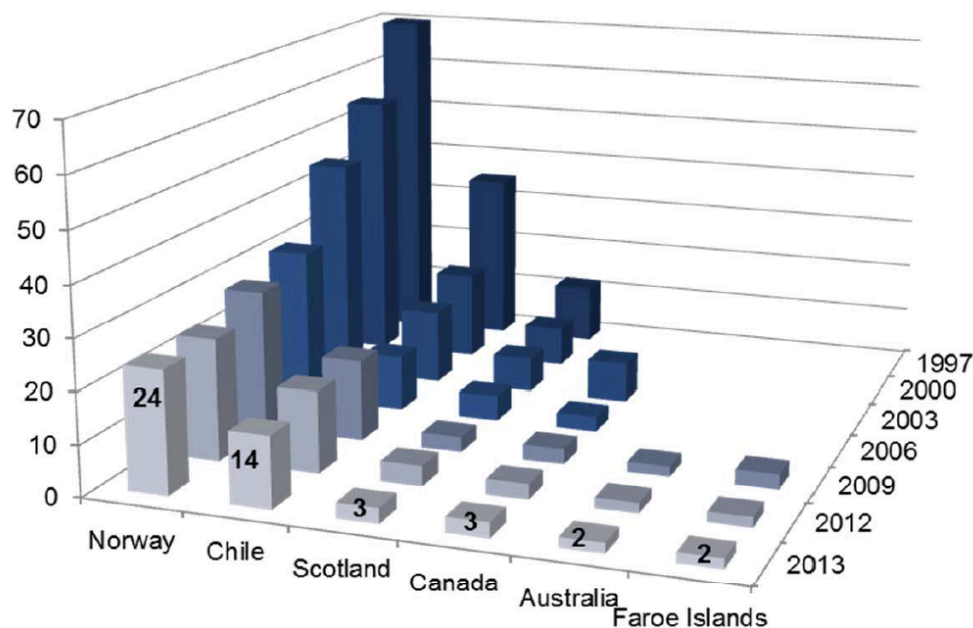
Selv om prisen på laks er høyere enn substituttene selges det fortsatt mye laks. En av hovedgrunnene til at man velger laks fremfor de andre produktene kan være de helsemessige fordelene ved å spise laks. Laksen er en god kilde til næringsstoffer som omega-3 fettsyrer, proteiner, fettløselige vitaminer som vitamin D, selen, vitamin B12, vitamin A, jod og antioksidanter.

Trusselen fra substituttene anses å være ganske moderat. Dette grunnet de helsefremmende fordelene ved å spise laks fremfor substituttene, noe som gjør at nytten blir større selv om prisen er høyere.

### ***Konkurransesituasjonen***

Trusselen fra eksisterende konkurrenter bestemmes ut ifra konkurranseintensiteten i næringen. Hvis det er mange sterke eller aggressive konkurrenter i næringen vil dette føre til hard konkurranse som igjen vil føre til pressede marginer og lavere lønnsomhet. I slike næringer konkurreres det ofte på pris, kapasitet og kvalitet. Hvis næringen har mange selskaper med ganske like styrkeforhold vil dette ofte gi hard konkurranse.

Ser man på utviklingen innen oppdrettsnæringen har trenden gått fra mange små selskaper til færre store, konsolidering(SINTEF, 2010). Spesielt i Norge har dette vært tilfelle:



Figur 3-9: Antall produsenter. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”.

Mellom 2000 og 2007 har andelen av oppdrettsselskap blitt redusert med 26% (fra 884 til 652) og 35% innen foredling (fra 736 til 481). Private og offentlige aksjeselskaper er den dominerende formen. Siden tidlig på 1990-tallet har man sett en økende markedskonsolidering i oppdrettsnæringen. Bedrifter har slått seg sammen til multianlegg og ofte internasjonale selskaper (Grindheim, 2008). Oppdrettsnæringen har vært preget av konsolidering grunnet hard konkurranse i en næring som produserer veldig udifferensierte produkter. Dette har ført til at selskapene har måttet konkurrere på pris og kvantum, noe som har ført til at de store selskapene klarer seg best.

*tonnes HOG*

| Top 10 Norway        |                     | Top 10 UK |                             | Top 10 North America |                      | Top 10 Chile |                           |         |
|----------------------|---------------------|-----------|-----------------------------|----------------------|----------------------|--------------|---------------------------|---------|
|                      | H.Q.                |           | H.Q.                        |                      | H.Q.                 |              | H.Q.                      |         |
| 1                    | Marine Harvest      | 264 000   | Marine Harvest              | 50 000               | Cooke Aquaculture*   | 41 500       | Marine Harvest            | 56 000  |
| 2                    | Lerøy Seafood       | 157 000   | The Scottish Salmon Company | 27 000               | Marine Harvest       | 28 000       | Cermaq Chile (Mainstream) | 51 000  |
| 3                    | Saimar              | 128 000   | Scottish Seafarms           | 25 000               | Cermaq               | 21 000       | Pesquera Los Fiordos*     | 50 400  |
| 4                    | Cermaq              | 56 000    | Grieg Seafood               | 18 000               | Northern Harvest*    | 16 000       | Empresas Aquachile*       | 47 700  |
| 5                    | Grieg Seafood       | 55 000    | Cooke Aquaculture           | 17 400               | Grieg Seafood        | 7 000        | Camanchaca                | 38 800  |
| 6                    | Nordlaks*           | 37 000    | **                          | **                   | **                   | **           | Salmones Multiexport      | 25 750  |
| 7                    | Nova Sea*           | 34 900    |                             |                      |                      |              | Australis Seafood*        | 24 300  |
| 8                    | Alsaker Fjordbruk*  | 29 000    |                             |                      |                      |              | Blumar                    | 23 200  |
| 9                    | Norway Royal Salmon | 29 000    |                             |                      |                      |              | Invertec*                 | 16 200  |
| 10                   | Bremnes Seashore*   | 25 000    |                             |                      |                      |              | Cooke Aquaculture*        | 15 300  |
| Top 10               |                     | 814 900   | Top 10                      | 137 400              | Top 10               | 113 500      | Top 10                    | 348 650 |
| MH Industry guidance |                     | 1 150 000 | MH Industry guidance        | 140 000              | MH Industry guidance | 130 000      | MH Industry guidance      | 430 000 |

\* 2013E volume

\*\* UK and North American industry are best described by top 5 producers as production is more consolidated.

\*\*\* Joint venture between Lerøy Seafood Group and SailMar

Note: MH industry guidance does not relate to the top 10 total volume figure

Tabell 3-2: Oversikt over produsentenes størrelse i de ulike områdene. Hentet fra ”Salmon Farming Industry Handbook 2014”.

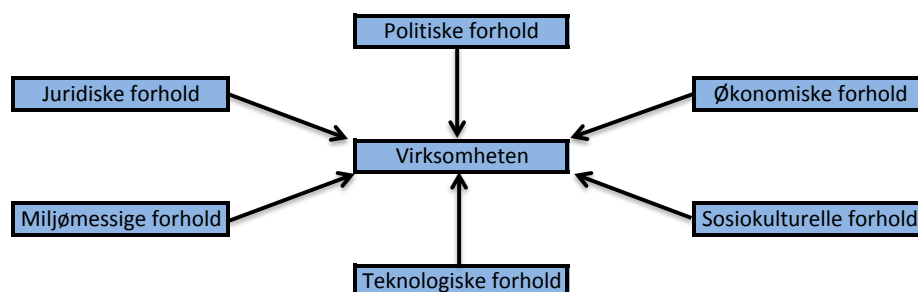
Av tabellen over ser man en oversikt over de største oppdrettsselskapene med tanke på volum. Her ser man at de største selskapene står for en stor andel av den totale produksjonen av laks i de ulike regionene. Marine Harvest er det klart største oppdrettsselskapet på verdensbasis, og står for nesten 25% av produksjonen i Norge. Ser man bort ifra de aller største selskapene består næringen fortsatt av den del jevnstore selskaper, men utviklingen tyder på at de blir færre og større.

I starten av 2015 annonserte Marine Harvest Chile at de fusjonerer med Chiles største lakseprodusent, Aquachile. Den fusjonerte enheten vil ha forventet produksjonskapasitet på 260.000 tonn laks, og 25.000 tonn av ferskvannsfisken tilapia.

Trusselen fra eksisterende selskaper i næringen virker å være stor. Grunnen til dette forklares gjennom at produktet de produserer er homogent, noe som fører til hard konkurranse på pris og kvantum. Selskapene gjør tiltak for å effektivisere driften gjennom teknologiske utviklinger, samt kostnadsbesparelse gjennom stordriftsfordeler. Dette er noe de store selskapene håndterer bedre enn de små, noe som gjør framtidsutsiktene for de mindre selskapene mer usikker.

### 3.1.2. PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er en analyse som anvendes for å gjennomgå makroomgivelsene, som kan ha påvirkningskraft på næringens rammevilkår. Analysen er et verktøy for selskap slik at de kan få et bedre innblikk i næringen og hvilke utenforstående makroomgivelser som påvirker næringen. Dette er viktig å vite med tanke på fremtidige prosjekter og videre vekst for selskapet. PESTEL er en forkortelse av ulike analyseområder: politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige-, og juridiske faktorer. I noen PESTEL-analyser inkluderes en ekstra E, for etikk. Temaer som barnarbeid, menneskerettigheter og lignende blir ofte diskutert under etikk. Etikk vil ikke bli inkludert i denne analyse da dette ikke virker førende for oppdrettsnæringen.



Figur 3-10: PESTEL-analyse.

Videre vil disse makroforholdene bli diskutert hver for seg, med tanke på oppdrettsnæringen.

#### ***Politiske forhold***

Politiske forhold drøfter ulike politiske faktorer og i hvilken grad en regjering kan ha innvirkning på økonomien eller næringen. Regjeringen kan for eksempel ilegge en ny skatt eller endre lover som kan diktere næringen. Politiske faktorer inkluderer skattepolitikk, finanspolitikk, handelstariffer osv.

I mars 2014 vedtok Russland å annektere Krim, som betyr at Krim ble ansett for å være en del av Russland. Dette ble ikke godt mottatt av Vesten, noe som har ført til et meget anstrengt politisk forhold mellom Russland og Vesten. EU innførte strenge sanksjoner mot Russland, som svarte med å boikotte import av storfekjøtt, svinekjøtt, frukt, grønnsaker, fjærfekjøtt, fisk, ost, melk og andre melkeprodukter fra EU, USA, Australia, Canada og Norge. Som vist tidligere er markedet i Russland på ca. 150.000 tonn, og det er i hovedsak Norge som forsyner dem (Dahl, Stenvaagnes, Langberg & NTB, 2014).

I en artikkel i DN (16.09.14) hevdes det at laksen kommer til det russiske markedet gjennom nabolandene til Russland. Etter boikotten har etterspørselen i land som Litauen, Hviterussland, Latvia og Estland økt, noe som kan tyde på at den norske laksen fraktes til det russiske markedet gjennom disse landene. Dette er veldig likt hva som skjedde med norsk oppdrettslaks i forhold til Kina for noen år tilbake (Laugen, 2014).

### ***Økonomiske forhold***

Økonomiske forhold dekker generelle makroøkonomiske trender som har innvirkning på selskapets strategiske muligheter. Inflasjonen i området selskapet opererer i vil påvirke selskapets priser og kostnader. Økonomiske forhold er faktorer som inflasjon, renter, valutakurser, økonomiske veksttrender osv.

EU har slitt med lav inflasjon helt siden finanskrisen 2008, og har til og med negativ inflasjon i noen land. EU har og er fortsatt inne i en nedkonjunktur i økonomien, mens USA ser ut til å være tilbake til veksten før finanskrisen. Kina som nesten ikke var berørt av finanskrisen har hatt solid vekst, men det spekuleres i at de vil støte på store problemer i fremtiden (Conerly, 2014). Som nevnt tidligere er prisen for laks dyrere enn substituttene og derfor vender konsumentene mot billigere alternativer i dårlige tider. Markedet for laks er klart størst i EU, og derfor kan etterspørselen etter laks være korrelert med den økonomiske tilstanden i eurosonen.

Ettersom lakseoppdrett drives i svært få land blir mye eksportert til andre land, noe som gjør selskapene eksponert til valutarisiko. Utvikling av valutakurser er ingen enkel sak, noe som gjør det svært vanskelig å analysere kursene. Så det blir vanskelig

å si noe om kursutvikling og hvordan dette påvirker næringen i fremtiden. Selskapene kan hedge seg mot kursendringer gjennom bruk av finansielle derivater hvis de ønsker å dempe risikoen mot valuta.

### ***Sosiokulturelle forhold***

Sosiokulturelle forhold ser på det sosiale miljøet av markedet. Dette kan være kulturelle trender, demografi, inntektsfordeling, konsum, utdanningsnivå osv.

De siste årene har det vært mye større fokus på helse og økt fysisk aktivitet. Dette har medført at konsumentene har et bevisst forhold til sunn mat, noe som har økt etterspørselen etter laks ettersom det er et produkt som inneholder mange viktige næringsstoffer og anses som et helsefremmende produkt.

### ***Teknologiske forhold***

Teknologiske forhold gjelder innovasjoner i teknologi som kan påvirke driften i næringen og markedet, både positivt eller negativt. Disse forholdene kan være automatisering, forskning og utvikling(FoU), teknologisk bevissthet osv.

Innovasjon innen oppdrettsnæringen er viktig for å sikre kvaliteten på laksen og for å utvikle produksjonen gjennom effektivisering av driften. Det forskes mye på utvikling av fiskefôr, noe som kan redusere produksjonstiden og gjør næringen mer effektiv. Teknologi og innovasjon er viktig for å løse store problemer innen oppdrett som lakselus, rømming og avfallshåndtering.

Det forskes på utvikling av laksemerder som skal redusere risikoen for algeoppblomstring, lakselus og rømming. Mulige løsninger på disse problemene kan være lukkede oppdrettsanlegg, nedsenkede merder dypt i havet eller kjempetanker på land som har blitt nevnt tidligere. Næringen har stort fokus på å utvikle driften for å øke fortjenesten samtidig som fokus på kvalitet skal opprettholdes.

I Norge får næringen statlige forskningsmidler, noe som har ført til norske forskningsinstitusjoner som jobber med innovasjon og utvikling av næringen. Nofirma Marin og avdeling for havbruksteknologi ved SINTEF er eksempler på slike miljøer.



### ***Miljømessige forhold***

Miljømessige forhold omfatter alt som påvirker eller er bestemt av omgivelsene. For visse næringer er de miljømessige forholdene utrolig viktige for å lykkes i fremtiden. Forhold som påvirker en næring kan være klima, geografisk plassering, globale endringer i klima, miljøfokus osv.

Oppdrettsnæringen, som alle andre næringer, er svært opptatt av at næringen skal være bærekraftig samtidig som miljøpåvirkningen er så liten som mulig. Næringen har ofte hatt problemer med sykdommer, lakselus og rømming av laks. Slik hendelser skaper negativ omtale for selskapene, som igjen kan påvirke konsumentene til å endre til laksens substitutter. Det brukes mye tid og ressurser på forskning for å forebygge sykdom og utvikling av oppdrettsmetoder for å forhindre at laks rømmer.

### ***Juridiske forhold***

Juridiske forhold omfatter hvilke regler og lover selskapene må følge, samt retningslinjer fra myndighetene. Det er viktig at en næring er regulert av lover slik at alle aktørene har de samme ”spillereglene”. Disse faktorene kan omhandle helse og sikkerhet, likestilling, reklame standarder, forbrukerrettigheter og lover, produktmerking, produktsikkerhet osv.

For å drive lakseoppdrett må man følge et regelverk som er bestemt av myndighetene i det aktuelle området. Myndighetene regulerer næringen gjennom å sette en grense for maksimal tillatt biomasse, antall lisenser og kvalitetskrav. Myndighetene har ulike organ som sjekker at selskapene følger de reglene og retningslinjene som er gitt. I Norge har selskapene egen internkontroll av næringskjeden som blir revidert av Mattilsynet.

### **3.2. Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse**

I den eksterne bransjeanalysen kom det frem at oppdrettsselskapene produserer et homogent produkt som gjør det lett for kundene å bytte mellom leverandør, samtidig som det finnes svært få men konsentrerte leverandører av fiskefôr. Dette tilsier at marginene i næringen blir presset. Men næringen er godt skjermet mot eventuelle nyetableringer grunnet veldig få, eller ingen i noen tilfeller, utgivelser av nye lisenser. Dette er en stor fordel næringen har, noe som gjør at de kan ha fokus på konkurransen i det eksisterende markedet.

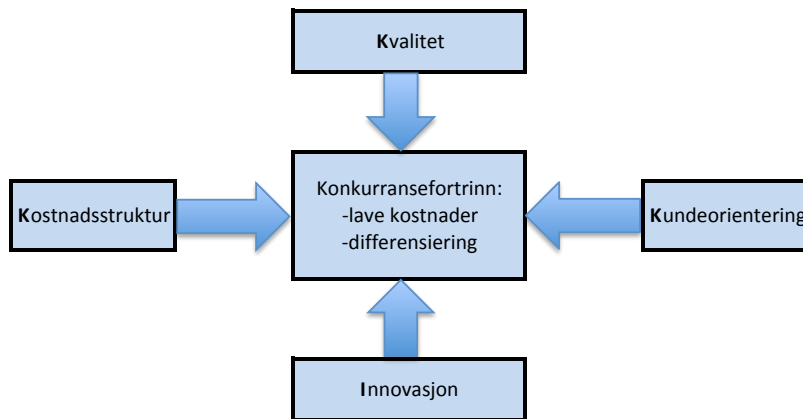
Næringens makroomgivelser er ikke optimale, der man har næringens største markedet, EU, som sliter fortsatt etter finanskrisen. Den politiske spenningen mellom Russland og Vesten påvirker også etterspørselen, men laksen ser ut til å finne andre veien inn i Russland gjennom naboland. Det brukes mye tid og ressurser på FoU-aktivitet i næringen for å korte ned produksjonstiden, bekjempe sykdommer og lakselus, og forhindre at laks rømmer. Selskapene i næringen har opplevd solid vekst de siste årene, men produksjonen nærmer seg de øvre grensene. Så fokuset fremover vil være på effektivisering av driften.

### **3.3. Intern ressurs-basert analyse**

Internanalysen vil avdekke Marine Harvest sine fordeler og ulemper i forhold til sine konkurrenter. Dette vil gi et grunnlag for å finne selskapets konkurransefordeler og områder for forbedringspotensial. Denne analysen er basert på offentlig informasjon, noe selve verdsettelsen også vil være. Dette vil være en ressurs-basert analyse som gjennomgår selskapets disponible ressurser. Ressurser kan kategoriseres slik; fysiske ressurser, menneskelige ressurser, finansielle ressurser, immaterielle ressurser og organisatoriske ressurser. I første del av internanalysen vil KIKK-modellen benyttes for å avdekke selskapets mulige konkurransefortrinn og hvilke ressurser som er viktige. Så vil de ressursene som ble avdekket i KIKK-modellen analyseres for å se om disse danner grunnlag for varige konkurransefortrinn. Her vil SVIMA-verktøyet benyttes.

#### **3.3.1. KIKK**

KIKK-modellen er en analyse av selskapet for å avdekke mulige konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn oppstår når et selskap har større profitt enn hva som er gjennomsnittet for alle i næringen. Derfor er det viktig å identifisere de ressursene som skaper merverdi. Modellen ser på fire områder som skal hjelpe selskap å bygge eller videreføre konkurransefortrinn. De fire områdene er; **K**ostnadsstruktur, **I**nnovasjon, **K**valitet og **K**undeorientering. Disse fire områdene vil gi selskapet muligheten til å differensiere produktet samt å redusere kostnadene og øke effektiviteten.



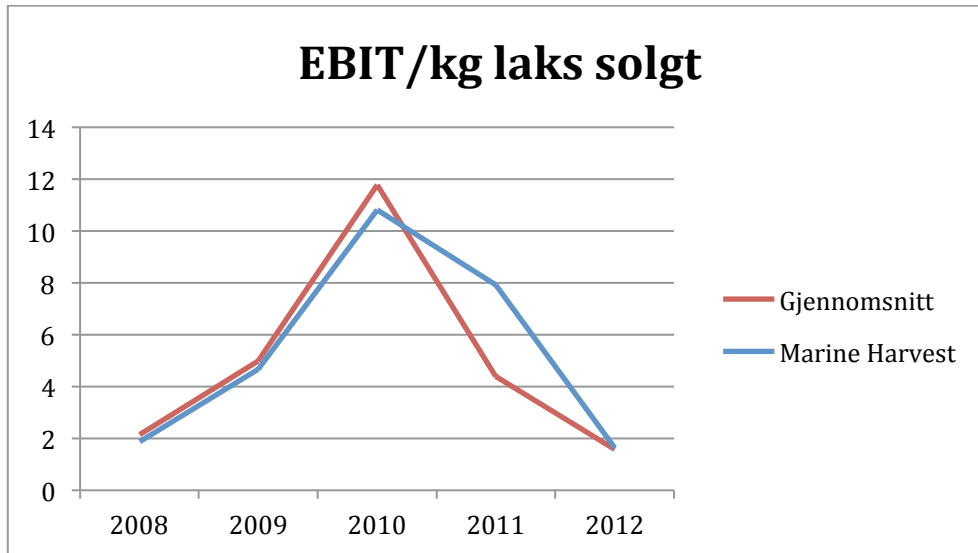
Figur 3-11: KIKK-modellen

### ***Kostnadsstruktur***

Kostnadsstrukturen/effektiviteten til et selskap kan være en kilde til konkurransefortrinn dersom forskjellen mellom det selskapet produserer(output) og kostnadene ved å produsere(input) er større en gjennomsnittet i næringen. Effektivitet kan måles ved å se hva selskapet produserer i forhold til kostnadene.

Marine Harvest er det klart største selskapet innen oppdrettsnæringen, noe som bør gi selskapet stordriftsfordeler. Dette vil bety at enhetskostnadene til Marine Harvest er lavere enn konkurrentene fordi de produserer mest, og de faste kostnadene kan fordeles på flere enheter. En annen fordel Marine Harvest har gjennom å være det største selskapet er at de har større forhandlingsmakt ovenfor sine leverandører.

For å se om Marine Harvest har et konkurransefortrinn i næringen når det gjelder kostnadsstruktur/effektivitet sammenlignes selskapets operasjonelle EBIT/kg med gjennomsnittet i oppdrettsnæringen. Grunnen for valg av dette forholdet er fordi operasjonell EBIT viser inntjening fra driften, så deles dette på kilo for å gjøre alle selskapene i næringen sammenlignbare.



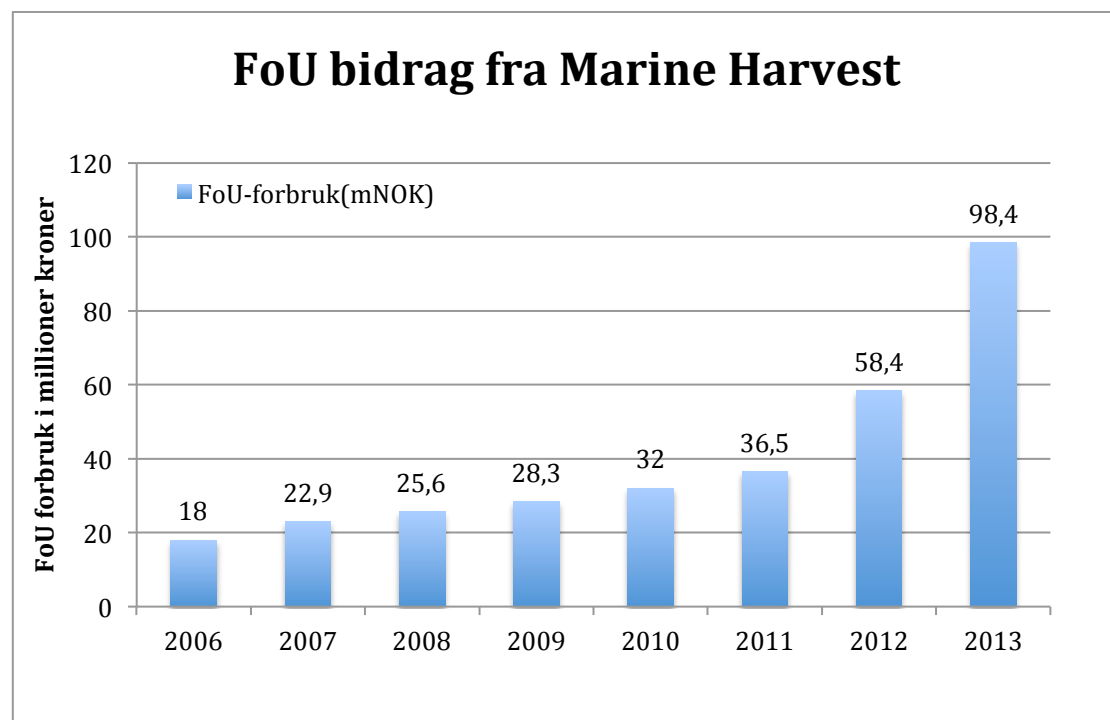
Figur 3-12: EBIT/kg laks solgt

I figuren over ser man at Marine Harvest har ligget marginalt under gjennomsnittet i næringen fra 2008-2010, men har holdt seg over gjennomsnittet etter 2010. Det kan tyde på at Marine Harvest, etter omorganiseringen av selskapet i 2011, har klart å utnytte stordriftsfordelene sine bedre. Fallet i 2012 skyldes som nevnt tidligere lave laksepriser og høye slaktevolum. Så ut i fra de seneste årene kan det se ut som om Marine Harvest har en bedre kostnadsstruktur enn gjennomsnittet i næringen, men man skulle gjerne hatt tall fra 2013-2014 for se om dette vedvarer.

### ***Innovasjonsevne***

Innovasjon handler ofte om å skape nye produkter eller prosesser. Man kan dele innovasjon i to hovedtyper; produktinnovasjon og prosessinnovasjon. Produktinnovasjon er utvikling av nye produkter eller produkter som har overlegne egenskaper i forhold til eksisterende produkter. Prosessinnovasjon er utvikling av en ny fremgangsmåte å produsere på eller forbedring av eksisterende prosesser. Prosessinnovasjon gir ofte et selskap muligheten til å skape merverdi gjennom å redusere produksjonskostnadene. På lang sikt er innovasjon av produkter og prosesser muligens den viktigste delen av et selskaps konkurransefortrinn. Innovasjoner som lykkes vil gi selskap noe unikt, og denne unikheten kan selskap bruke for å skille seg ut fra konkurrentene og kreve en høyere pris. Det vanligste tilfellet ved prosessinnovasjoner er at selskapet reduserer sine enhetskostnader langt lavere enn sine konkurrenter.

Marine Harvest satser tungt innen FoU med prosjekter og aktiviteter innen fiskehelse, fôr og ernæring, kvalitet, mattrygghet, sjømat og helse, slakting og prosessering, miljø, teknologi, ferskvannsproduksjon og avl, og genetikk. De har en global avdeling i Bergen med 17 årsverk som er dedikert til FoU. Som vist på figuren under ser man at Marine Harvest har brukt mye mer på FoU de siste årene, noe som tyder på at dette er et viktig område for å drive konkurransedyktig i fremtiden.



Figur 3-13: FoU bidrag fra Marine Harvest. Hentet fra "Forskningsbasert verdiskapning i Marine Harvest"

De fleste i næringen bruker mye ressurser på FoU-aktiviteter, så det er vanskelig å si noe om Marine Harvest har en konkurransefordel innen innovasjon basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

### ***Kvalitet***

Et produkt kan bestå av ulike egenskaper. Egenskapene til mange fysiske produkter kan være; form, funksjoner, ytelse, holdbarhet, pålitelighet, stil og design. Et produkt har overlegen kvalitet når kundene oppfatter at dets egenskaper gir dem større nytte enn egenskapene til produktene som selges av konkurrentene i næringen. Når kunder evaluerer et produkt måles ofte to type egenskaper; kvalitet i form av pålitelighet og kvalitet i form av eksklusivitet.

I denne bransjen er det strenge lover som gir føringer for produksjonsprosessen og kvaliteten på produktet. Som nevnt flere ganger er laks et meget homogent produkt, noe som gjør kvalitet til en selvfølge. Derfor kan man ikke si at Marine Harvest har et konkurransefortrinn når det gjelder kvalitet, da dette er en selvfølge for å overleve i oppdrettsnæringen.

### ***Kundeorientering***

For at et selskap skal ha et konkurransefortrinn når det gjelder kundeorientering må man være i stand til gjøre en bedre jobb enn konkurrentene for å identifisere og tilfredsstille kundenes behov. Kundene vil da knytte større nytte til produktene, noe som skaper differensierte produkter. Et viktig moment innen kundetilfredshet er fleksibilitet, det er viktig for noen kunder at selskapet klarer å tilpasse sine varer og tjenester for å imøtekomme etterspørselen fra kundene. Et annet viktig punkt gjelder responstid, lang responstid er en av hovedårsakene til misfornøyde kunder.

I 2011 endret Marine Harvest organisasjonen fra en geografisk til en funksjonell modell. Grunnen til dette var fordi selskapet ønsket å styrke evnen til å tilføre verdi til lakseoppdrett. Det nye forretningsområdet Salg og markedsføring måles på sin evne til å øke marginene, og skal gradvis styrke selskapets markedsorientering og komme tettere på sluttmarkedet. Men som for innovasjon og kvalitet er det også vanskelig ut ifra tilgjengelig informasjon å finne ut om Marine Harvest har en konkurransefordel innen kundeorientering.

### **3.3.2. SVIMA**

SVIMA er et rammeverk som benyttes ved en intern ressurs-basert analyse. Denne metoden vil se nærmere på de ressursene som ble avdekket i KIKK-modellen for å se om disse vil gi selskapet varige konkurransefortrinn. For at en ressurs skal gi et varig konkurransefortrinn må ressursen være; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert (SVIMA).

| Sjelden | Viktig | Ikke-imiterbar | Mobilisert | 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 beholde fortrinn |
| Ja      | Ja     | Ja             | Ja         | Ja            | Varig, beholde fortrinn      |

Tabell 3-3: SVIMA-rammeverket

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

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

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

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

**Approprierbar:** Hvis ressursen ikke skaper økonomisk verdi for selskapet er den ikke approprierbar. Ressursen må ha en karakter som bidrar til økonomisk verdi for selskapet og ikke for konkurrerende selskaper, andre interessenter, leverandører eller kunder.

Under KIKK-metoden over ble kostnadsstrukturen/effektiviteten til Marine Harvest utpekt som et mulig konkurransefortrinn for selskapet. Grunnen til at selskapet driver muligens mer effektivt enn konkurrentene kan skyldes stordriftsfordeler, da Marine Harvest er det klart største oppdrettsselskapet i verden. Grunnet størrelsen til selskapet har de større forhandlingsmakt over leverandører, noe som fører til gunstigere betingelser enn konkurrentene. Ettersom Marine Harvest er så mye større en det nest største selskapet anses denne ressursen som sjelden. Det er vanskelig for konkurrentene å produsere det samme volumet grunnet reguleringer og lisenser, noe som gjør det vanskelig å imitere

kostnadsstrukturen til Marine Harvest. Som man så på figuren med EBIT/kg laks solgt har Marine Harvest hatt en mer effektiv drift enn gjennomsnittet i næringen, noe som tyder på at de får utnyttet sine stordriftsfordeler. Ved eventuelle sykdomsutbrudd bør Marine Harvest ha større fleksibilitet til å produsere mer ved andre anlegg, noe mindre selskaper med færre lisenser ikke har muligheten til å gjøre.

Ser man på de ulike egenskapene i SVIMA-verktøyet, kan man sette ja på alle punktene for kostnadsstrukturen. Da kan man si at Marine Harvest har et varig konkurransefortrinn grunnet selskapets kostnadsstruktur.

| Sjelden | Viktig | Ikke-imiterbar | Mobilisert | Approprierbar | Utfall                  |
|---------|--------|----------------|------------|---------------|-------------------------|
| Ja      | Ja     | Ja             | Ja         | Ja            | Varig, beholde fortrinn |

Tabell 3-4: SVIMA for kostnadsstrukturen.

### 3.4. Oppsummering av intern ressurs-analyse

I den interne ressurs-analysen ble punktene kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering gjennomgått for å avdekke mulige konkurransefortrinn for Marine Harvest. Basert på tilgjengelig informasjon er det vanskelig å avdekke eventuelle konkurransefortrinn innen innovasjon, kvalitet og kundeorientering, men ved gjennomgang av kostnadsstrukturen/effektiviteten var det mulig å avdekke et konkurransefortrinn. Marine Harvest som er det klart største oppdrettsselskapet vil ha stordriftsfordeler som det vil være vanskelig for konkurrentene å oppnå, men om selskapet vil tjene på denne fordelen vil avhenge av selskapets evne til å utnytte sine stordriftsfordeler. I KIKK-modellen så man at Marine Harvest har driftet mer effektiv enn gjennomsnittet i oppdrettsnæringen de seneste årene, noe som kan begrunnes med at Marine Harvest har stordriftsfordeler som de utnytter godt.



## 4. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen er en evaluerende metode for å fastslå historiske, nåværende og forventede resultater for et selskap. Prosessen med å gjennomgå og evaluere selskapets regnskap (som for eksempel balansen og resultatregnskapet), og dermed få en forståelse av den finansielle tilstanden til selskapet er viktig for å estimere realistiske fremtidsbudsjetter.

For å kunne lage gode fremtidsbudsjett vil denne delen av verdsettelsen se på Marine Harvest sine tidligere regnskap fra 2009-2013. Det er revisjonsselskapet Ernst & Young som har revidert årsregnskapene som er utarbeidet i henhold til IFRS, noe alle børsnoterte selskap er pålagt. I figurene under vises årsregnskapet og balanseregnskapet for Marine Harvest de siste fem årene. Tallene i figurene vil bli benyttet i regnskapsanalysen.

### Statement of comprehensive income

Marine Harvest Group

| (NOK MILLION)  | 2009            | 2010            | 2011            | 2012            | 2013            |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Revenue  |                 |                 | 15 757,4        | 15 420,4        | 19 177,3        |
| Other income   |                 |                 | 375,4           | 43,2            | 22,1            |
| <b>Revenue and other income</b>                                    | <b>14 619,5</b> | <b>15 281,2</b> | <b>16 132,8</b> | <b>15 463,6</b> | <b>19 199,4</b> |
| Cost of materials  | -8 796,6        | -7 780,7        | -8 398,6        | -9 666,5        | -9 998,5        |
| Fair value uplift on harvested fish                                | -               | -               | -3 250,6        | -1 575,8        | -4 323,7        |
| Fair value adjustment on biological assets                         | 301,2           | 1 091,7         | 1 736,6         | 1 926,0         | 6 118,3         |
| Salary and personnel expenses                                      | -2 167,4        | -2 202,5        | -2 177,8        | -2 418,6        | -2 674,3        |
| Other operating expenses   | -1 448,2        | -1 453,8        | -2 063,2        | -2 163,6        | -2 581,9        |
| Depreciation and amortization                                      | -687,7          | -653,0          | -666,7          | -677,2          | -762,5          |
| Provision for onerous contracts                                    | 0,0             | -14,3           | -5,8            | -6,1            | -124,7          |
| Restructuring costs  | -169,5          | -4,4            | -21,8           | -0,8            | -272,8          |
| Other non-operational items  | -               | -               | 0,0             | 0,0             | -74,4           |
| Income/loss from associated companies                              | 69,5            | 202,0           | -8,5            | 88,3            | 221,8           |
| Impairment losses  | -373,1          | -5,0            | -67,0           | -0,5            | -65,0           |
| <b>Earnings before interest and taxes(EBIT)</b>                    | <b>1 347,7</b>  | <b>4 461,2</b>  | <b>1 209,4</b>  | <b>968,8</b>    | <b>4 661,7</b>  |
| Interest expenses  | -404,3          | -380,3          | -405,8          | -382,8          | -640,2          |
| Net currency effects   | 682,0           | 366,7           | 236,4           | 523,3           | -311,7          |
| Other financial items  | 35,1            | -195,3          | 342,9           | -320,0          | -252,4          |
| <b>Earnings before taxes</b>                                       | <b>1 660,5</b>  | <b>4 252,3</b>  | <b>1 382,9</b>  | <b>789,3</b>    | <b>3 457,4</b>  |
| Income taxes   | -358,3          | -1 143,9        | -261,7          | -376,5          | -1 026,8        |
| <b>Net earnings from continuing operations</b>                     | <b>1 302,2</b>  | <b>3 108,4</b>  | <b>1 121,2</b>  | <b>412,8</b>    | <b>2 430,6</b>  |
| Profit after tax from discontinued operations/assets held for sale | -               | -               | 0,0             | 0,0             | 91,9            |
| <b>Profit or loss for the year</b>                                 | <b>1 302,2</b>  | <b>3 108,5</b>  | <b>1 121,2</b>  | <b>412,6</b>    | <b>2 522,5</b>  |

Figur 4-1: Årsregnskap 2009-2013.

**Statement of financial position**

Marine Harvest Group

| (NOK MILLION)                       | 2009            | 2010            | 2011            | 2012            | 2013            |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>ASSETS</b>                       |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Non-current assets</b>           |                 |                 |                 |                 |                 |
| Licenses                            | 5 409,5         | 5 442,5         | 5 577,5         | 5 435,4         | 6 036,1         |
| Goodwill                            | 2 142,6         | 2 111,6         | 2 146,1         | 2 115,5         | 2 374,9         |
| Deferred tax assets                 | 54,5            | 118,6           | 160,1           | 73,9            | 178,8           |
| Other intangible assets             | 136,0           | 132,9           | 123,1           | 114,2           | 188,4           |
| <b>Total intangible assets</b>      | <b>7 742,6</b>  | <b>7 805,6</b>  | <b>8 006,8</b>  | <b>7 739,0</b>  | <b>8 778,2</b>  |
| Property, plant and equipment       | 3 518,1         | 3 885,1         | 4 167,5         | 4 111,9         | 6 677,2         |
| Investments in associated companies | 520,1           | 678,9           | 624,4           | 647,3           | 900,4           |
| Other shares                        | 118,8           | 124,2           | 92,1            | 1 008,6         | 132,1           |
| Other non-current assets            |                 | 2,6             | 25,8            | 73,2            | 8,8             |
| <b>Total non-current assets</b>     | <b>11 899,6</b> | <b>12 496,4</b> | <b>12 916,6</b> | <b>13 580,0</b> | <b>16 496,7</b> |
| <b>Current assets</b>               |                 |                 |                 |                 |                 |
| Inventory                           | 742,7           | 775,8           | 783,0           | 819,7           | 1 751,1         |
| Biological assets                   | 5 351,1         | 7 278,1         | 6 285,2         | 6 207,9         | 9 536,6         |
| Trade receivables                   | 1 672,1         | 1 844,9         | 1 914,9         | 1 782,0         | 3 191,4         |
| Other receivables                   | 551,6           | 814,7           | 609,8           | 592,7           | 1 086,5         |
| Restricted cash                     | -               | -               | 66,0            | 89,3            | 167,1           |
| Cash in bank                        | 172,2           | 318,9           | 213,1           | 246,0           | 439,1           |
| <b>Total current assets</b>         | <b>8 489,7</b>  | <b>11 032,4</b> | <b>9 872,0</b>  | <b>9 737,6</b>  | <b>16 171,8</b> |
| Assets held for sale                | -               | -               | -               | -               | 1 059,1         |
| <b>Total assets</b>                 | <b>20 389,3</b> | <b>23 528,8</b> | <b>22 788,5</b> | <b>23 317,4</b> | <b>33 727,7</b> |

Figur 4-2: Balansregnskap 2009-2013.

## Marine Harvest Group

| (NOK MILLION)   | 2009            | 2010            | 2011            | 2012            | 2013            |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>EQUITY AND LIABILITIES</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Equity</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |
| Share capital and reserves attributable to owners of Marine Harvest ASA | 11 415,5        | 12 500,2        | 10 766,3        | 11 619,7        | 16 318,5        |
| Non-controlling interest  | 45,0            | 70,5            | 75,8            | 69,0            | 27,8            |
| <b>Total equity</b>   | <b>11 460,5</b> | <b>12 570,7</b> | <b>10 842,1</b> | <b>11 688,7</b> | <b>16 346,3</b> |
| <b>Non-current liabilities</b>  |                 |                 |                 |                 |                 |
| Deferred tax liabilities  | 1 142,6         | 2 237,9         | 2 351,9         | 2 543,7         | 3 365,0         |
| Non-current interest-bearing debt                                       | 5 116,9         | 5 107,3         | 6 589,4         | 5 338,5         | 7 710,2         |
| Other non-current liabilities   | 99,8            | 571,1           | 99,3            | 414,7           | 976,2           |
| <b>Total non-current liabilities</b>                                    | <b>6 359,3</b>  | <b>7 916,3</b>  | <b>9 040,6</b>  | <b>8 296,9</b>  | <b>12 051,4</b> |
| <b>Current liabilities</b>  |                 |                 |                 |                 |                 |
| Current tax liabilities   | 50,8            | 49,7            | 86,6            | 26,2            | 252,6           |
| Current interest-bearing debt   | 130,3           | 429,7           | 157,0           | 377,8           | 686,7           |
| Trade payables  | 1 339,8         | 1 450,2         | 1 481,8         | 1 452,5         | 2 232,6         |
| Other current liabilities   | 1 048,6         | 1 112,2         | 1 180,3         | 1 475,4         | 1 967,7         |
| <b>Total current liabilities</b>  | <b>2 569,5</b>  | <b>3 041,8</b>  | <b>2 905,7</b>  | <b>3 331,9</b>  | <b>5 139,6</b>  |
| Liabilities held for sale   | -               | -               | -               | -               | 190,5           |
| <b>Total equity and liabilities</b>                                     | <b>20 389,3</b> | <b>23 528,8</b> | <b>22 788,5</b> | <b>23 317,4</b> | <b>33 727,7</b> |

Figur 4-3: Balanseregnskap 2009-2013.

I en regnskapsanalyse skiller man gjerne mellom lønnsomhet, soliditet og likviditet. Kreditorer er mest opptatt av selskapets soliditet og likviditet, men lav lønnsomhet over tid vil påvirke soliditeten og likviditeten. Mens selskapets aksjonærer er mye mer interessert i selskapets nøkkeltall for lønnsomhet. I avsnittene som følger vil nøkkeltallene for Marine Harvest sammenlignes med tallene for bransjen. Tallene for bransjen er hentet fra Fiskeridirektoratet og gjelder da for bransjen i Norge.

#### 4.1. Lønnsomhet

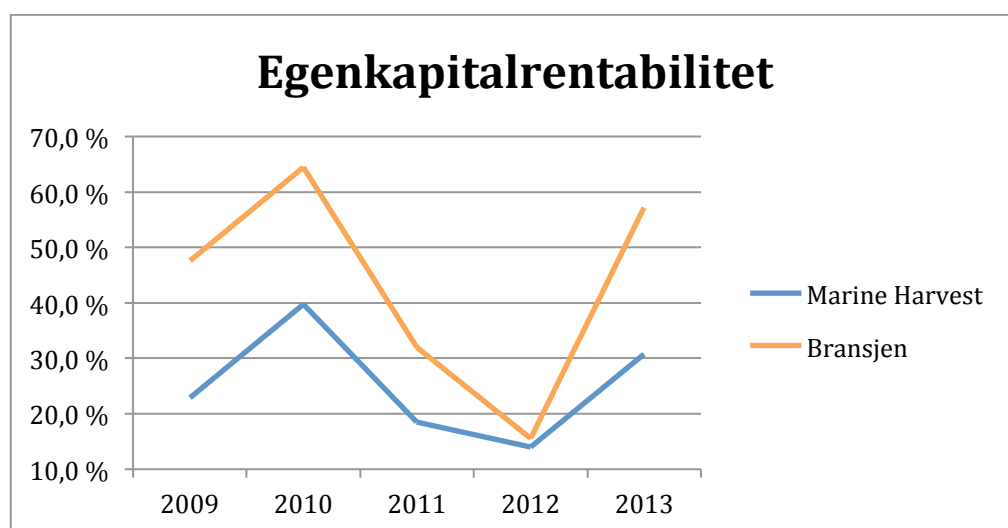
I denne delen av regnskapsanalysen vil nøkkeltall som egenkapitalrentabilitet, total kapitalrentabilitet, EBITDA-margin, fortjeneste per aksje og kurs/fortjeneste forholdet(P/E) gjennomgås for å kunne si noen om Marine Harvest sin tidligere lønnsomhet.

Ved beregning av nøkkeltallene fortjeneste per aksje og kurs/fortjeneste forholdet(P/E) benyttes tall fra selskaper som Lerøy Seafood, Salmar, Carmaq, Greig Seafood og Marine Harvest for å danne gjennomsnittet i bransjen da disse selskapene står for mye av produksjonen i oppdrettsnæringen.

#### 4.1.1. Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser hvor stor avkastning selskapet har hatt på egenkapitalen. Her ser man bort i fra avkastningen på lånefinansierte midler. Dette nøkkeltallet vil først og fremst være av interesse for eierne, fordi det viser avkastningen på eiernes investering i selskapet. Børsnoterte selskaper er i stor grad lånefinansiert, noe som gjør at totalkapitalrentabilitet gir et bedre bilde av lønnsomheten.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$$



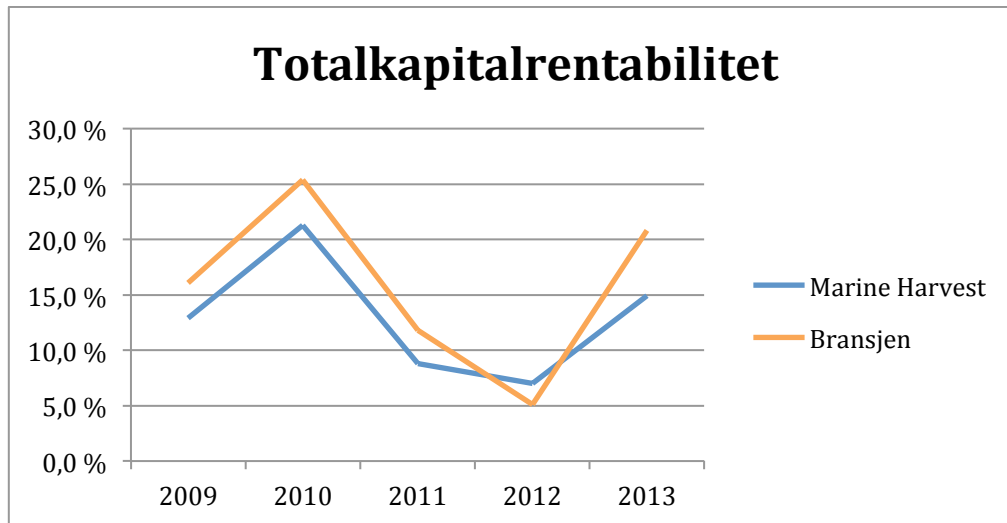
Figur 4-4: Egenkapitalrentabilitet.

Egenkapitalrentabiliteten til Marine Harvest har ligget rundt 15-40%. I følge Hoff (2000) bør egenkapitalrentabiliteten ligge rundt 15% over den risikofrie renten, noe selskapet har gjort med unntak av det tøffe året 2012. I figuren over ser man at bransjen har hatt en høyere egenkapitalrentabilitet enn Marine Harvest, men at de nærmet seg betraktelig i 2012. Selv om Marine Harvest ligger lavere enn bransjen har selskapet en god egenkapitalrentabilitet.

#### 4.1.2. Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten er et nøkkeltall for lønnsomhet som viser den avkastningen selskapet har på sine aktiva. Her ser man på hvilket resultat selskapet har fått i forhold til gjennomsnittlig totalkapital.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \times 100\%$$



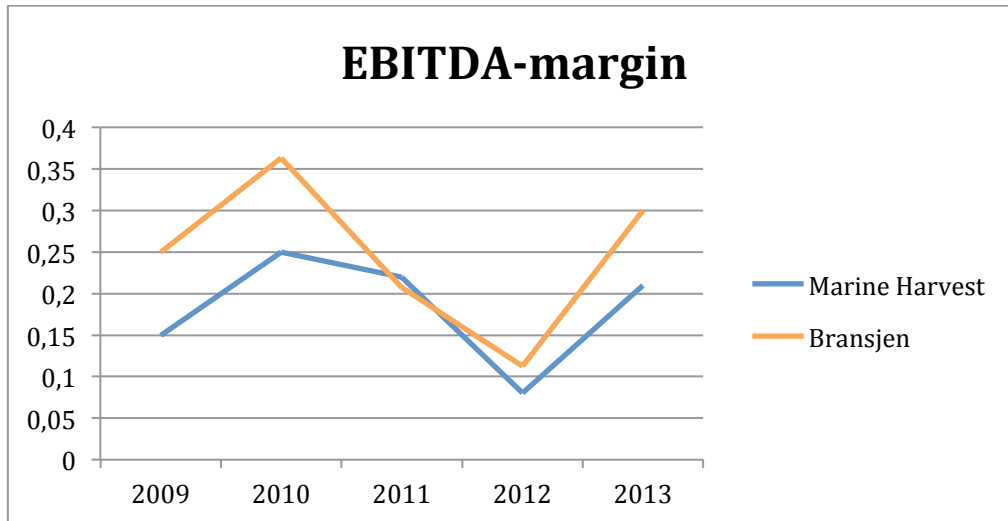
Figur 4-5: Totalkapitalrentabilitet.

Marine Harvest sin totalkapitalrentabilitet de siste årene har ligget imellom 7-22%. Hoff (2000) mener at ved normal risiko bør rentabiliteten ligge rundt 5% høyere enn den risikofrie renten. Altså har selskapet holdt seg over denne i seneste årene. Gjennomsnittet i bransjen har historisk ligget marginalt høyere, men man kan se at fallet for bransjen var større i 2012 enn det var for Marine Harvest.

#### 4.1.3. EBITDA-margin

EBITDA-marginen er et tall på selskapets lønnsomhet. Den er lik resultat før renter, skatt, avskrivninger og amortiseringer (EBITDA) delt på driftsinntekter. Ettersom EBITDA ekskluderer avskrivninger og amortiseringer kan EBITDA-margin gi investorer en klarere oversikt over selskapets kjernelønnsomhet. Operasjonell EBITDA benyttes for gi et bedre bilde av lønnsomheten for investorer.

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



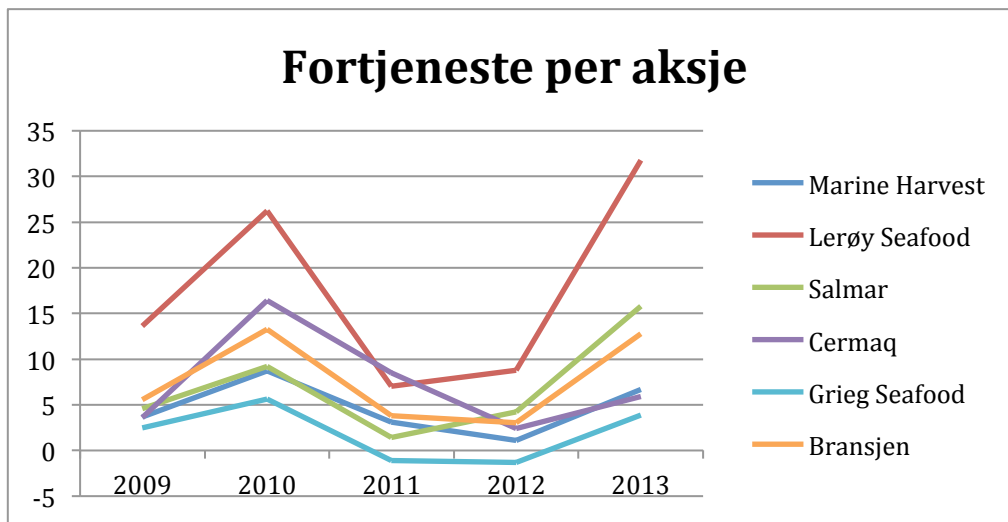
Figur 4-6: EBITDA-margin.

2010 var et meget godt år for Marine Harvest, noen man ser på selskapets EBITDA-margin. Fallet i 2012 skyldes i hovedsak lave laksepriser samt økende kostnadsnivåer. Ser man på de historiske EBITDA-marginene for hele bransjen har den vært noe høyre i perioder, men forskjellene er marginale.

#### 4.1.4. Fortjeneste per aksje

Fortjeneste per aksje, earnings per share (EPS), måler selskapets ordinære resultat i forhold til hver aksje.

$$\text{Fortjeneste per aksje} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Antall aksjer}}$$



Figur 4-7: Fortjeneste per aksje.

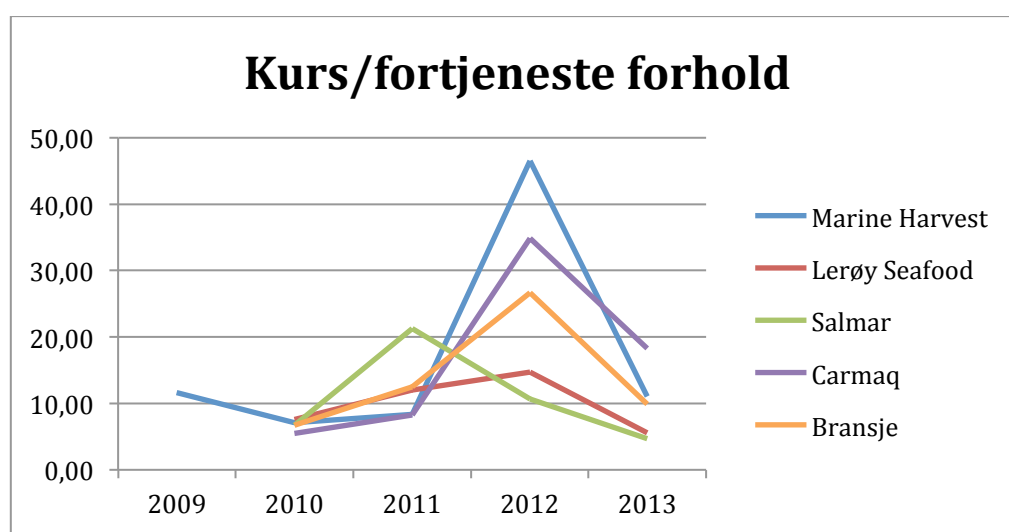
Marine Harvest sin fortjeneste per aksje fra 2009 til 2013 har fluktuert rundt kr 5 per aksje. Dette er noe under gjennomsnittet i bransjen, men på figuren over ser man at selskapet Lerøy Seafood har ligget over de andre selskapene nesten hele perioden. Tar

man ut Lerøy vil Marine Harvest sin fortjeneste per aksje ligge akkurat på gjennomsnittet i bransjen.

#### 4.1.5. Kurs/fortjeneste forholdet(P/E)

Kurs/fortjeneste forholdet viser forholdet mellom selskapets markedsverdi og resultat. Et høyt P/E forhold antyder ofte at investorene forventer høyere inntjeningsvekst i forhold til selskaper med lavere P/E eller at aksjen er overpriset. P/E forholdet bør sammenlignes opp mot andre selskaper i næringen fremfor selskapet egen historiske P/E.

$$\text{Kurs/fortjeneste forholdet} = \frac{\text{Børskurs per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$



Figur 4-8: Kurs/fortjeneste forhold.

Historiske kurs/fortjeneste forhold for Marine Harvest har ligget rundt 10, noen som har vært tilfellet for resten av bransjen også. Av figuren over ser man at kurs/fortjeneste forholdet økte veldig mye i 2012, noen som forklares ved lave laksepriser som reduserte selskapenes fortjeneste og at aksjeprisene hold seg stabile. Sammenlignet med de andre selskapene virket Marine Harvest veldig overpriset i 2012, men grunnet økt fortjeneste i 2013 falt dette forholdet raskt tilbake til normalen.

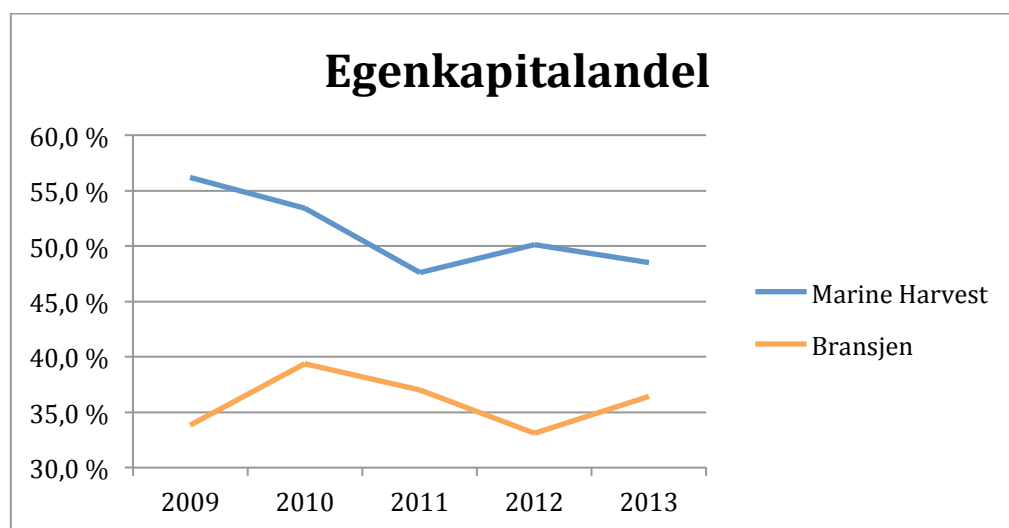
#### 4.2. Soliditet

Soliditeten beskriver selskapets evne til å tåle tap over tid, men også selskapets evne til å foreta strategiske investeringer. Vurderingen av soliditeten er direkte knyttet til egenkapitalsituasjonen, og måles i utgangspunktet gjennom egenkapitalandelen. I dette avsnittet vil nøkkeltallene egenkapitalandel, gjeldsgrad, finansieringsgrad 1 og rentedekningsgrad gjennomgås for å få innsikt i Marine Harvest sin historiske soliditet.

#### 4.2.1. Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og dermed hvor mye av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer kommer i fare. Det vanligste er å beregne egenkapitalen direkte ut fra den bokførte egenkapitalen og se denne i sammenheng med totalkapitalen.

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



Figur 4-9: Egenkapitalandel.

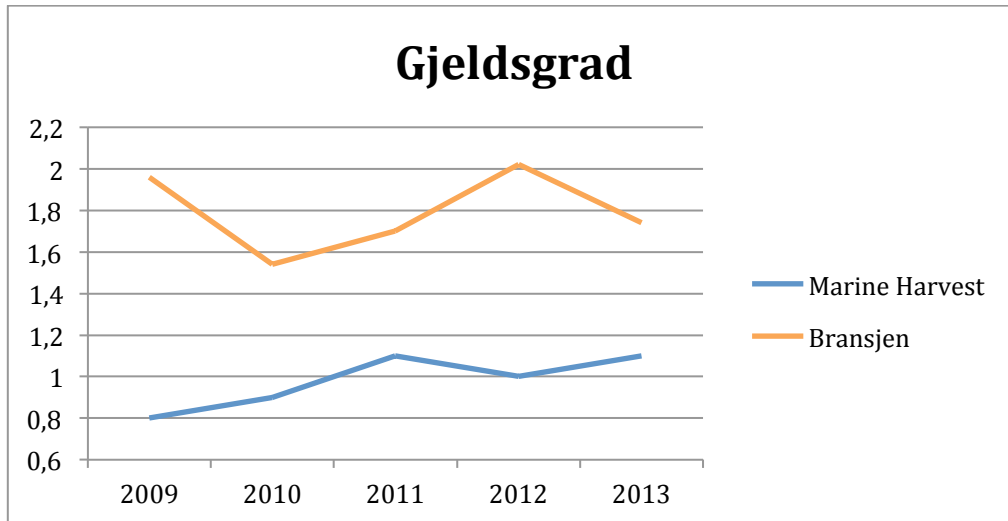
Egenkapitalandelen til Marine Harvest har historisk vært rundt 50% de siste årene. I figuren over ser man at andelen faller noe i 2010 og 2011 da selskapets investorer tok ut ganske store utbytter disse årene. I årene etter ser man at det har stabilisert seg rundt 50% igjen. Gjennomsnittet i bransjen ligger noe lavere enn hva Marine Harvest har gjort. Dette betyr at Marine Harvest er bedre rustet for svingninger i bransjen og vil tåle dårlige tider bedre enn konkurrentene.

#### 4.2.2. Gjeldsgrad

Gjeldsgrad er forholdet mellom gjeld og egenkapital, og er et uttrykk for i hvilken grad selskapet klarer å håndtere tap før det går utover kreditorenes forpliktelser. Ved høy gjeldsgrad vil kontantstrømmen måtte betjene store, faste utgifter til renter og avdrag. Dette vil redusere avkastningen til aksjonærene ved dårlige tider. Det vil også føre til at investorene krever et høyere avkastningskrav som en kompensasjon for finansieringsrisikoen.

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$





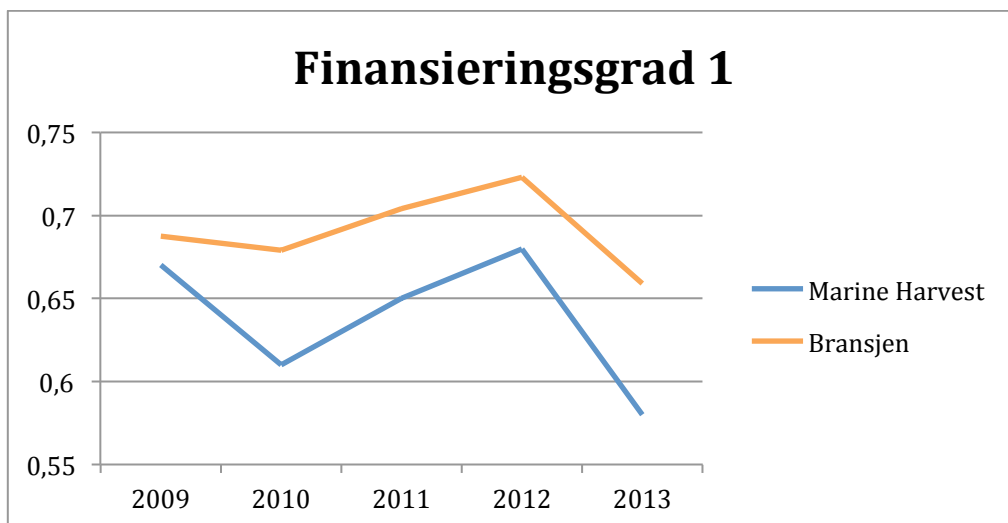
Figur 4-10: Gjeldsgrad.

Marine Harvest har en sunn og robust kapitalstruktur med ca. like mye gjeld som egenkapital. Ser man på de historiske tallene i figuren over har selskapet hatt en gjeldsgrad omkring 1. Til sammenligning har bransjen hatt en historisk gjeldsgrad litt under 2, dette vil gjøre at Marine Harvest har mindre problemer enn sine konkurrenter til å betjene sin gjeld under tøffe tider.

#### 4.2.3. Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 beskriver i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Forholdstallet bør være mindre enn 1, slik at den langsiktige kapitalen, i tillegg til å finansiere anleggsmidlene, også finansierer den minst likvide delen av omløpsmidlene.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$



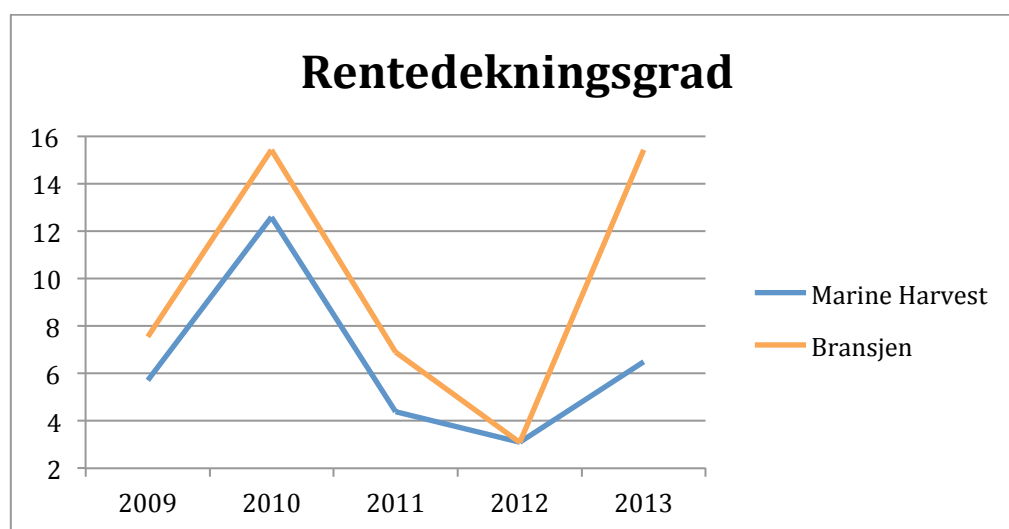
Figur 4-11: Finansieringsgrad 1.

Den historiske finansieringsgraden til Marine Harvest har vært under 0,7 de siste årene, noen som er marginalt lavere enn hva som er gjennomsnittet i bransjen. Siden selskapets varelager utgjør en så stor del av omløpsmidlene har de nok langsiktig kapital til å dekke anleggsmidlene samt de minst likvide omløpsmidlene. Det store fallet i 2013 skyldes en kraftig økning i selskapets egenkapital dette året.

#### 4.2.4. Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er et mål for både soliditet og lønnsomhet, da den forteller i hvilken grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader og evne til å påta seg større låneforpliktelser.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$



Figur 4-12: Rentedeckningsgrad.

Marine Harvest har hatt en god rentedeckningsgrad de siste årene, denne ble redusert i 2011 og 2012 grunnet lave laksepriser. Dette gjør at selskapet har få problemer med å betjene sine lånekostnader, samt at de har muligheten til å betjene flere lån hvis gode investeringsmuligheter oppstår. I forhold til resten av bransjen ser man av figuren over at Marine Harvest har ligget noe under gjennomsnittet. Dette trenger ikke å være noe negativ ettersom Marine Harvest er det klart største oppdrettsselskapet, noe som medfører større gjeld enn resten av bransjen.

#### 4.3. Likviditet

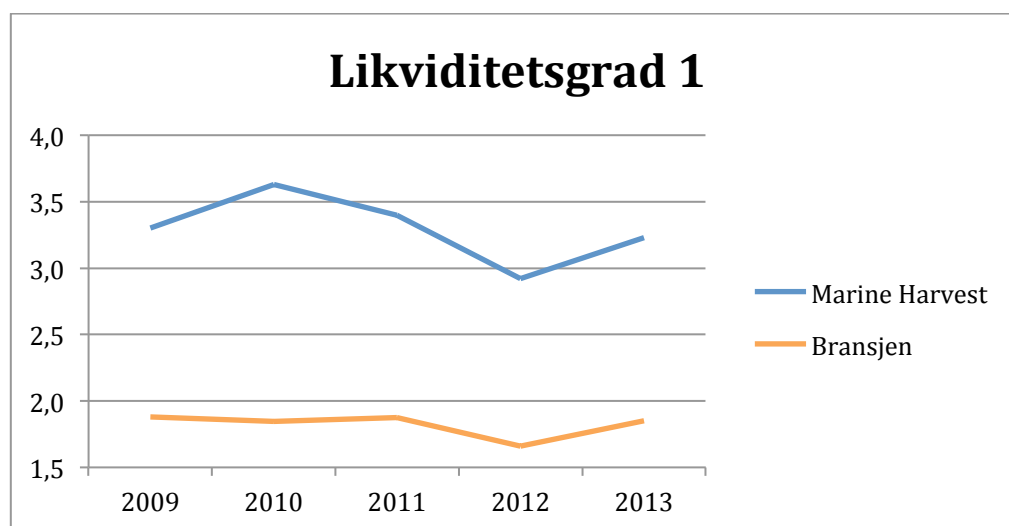
En analyse av selskapets likviditet innebærer en analyse av selskapets evne til å dekke sine betalingsforpliktelser etter hvert som disse forfaller, men det må samtidig presiseres at god lønnsomhet ikke nødvendigvis betyr at selskapet har god likviditet. I dette avsnittet vil nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 bli gjennomgått

for å avdekke Marine Harvest sin historiske evne til å dekke sine betalingsforpliktelser.

#### 4.3.1. Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er ett forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Høyere forholdstall viser bedre betalingsevne hos selskapet. Omløpsmidlene er selskapets mest likvide midler. Desto større de er i forhold til den kortsiktige gjelden, desto enklere er det for bedriften å betjene den kortsiktige gjelden etter hvert som den forfaller. Generelt sett blir det sagt at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, og at den minimum bør være over 1. Hvis ikke, vil selskapet ha problemer med å betjene den kortsiktige gjelden.

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



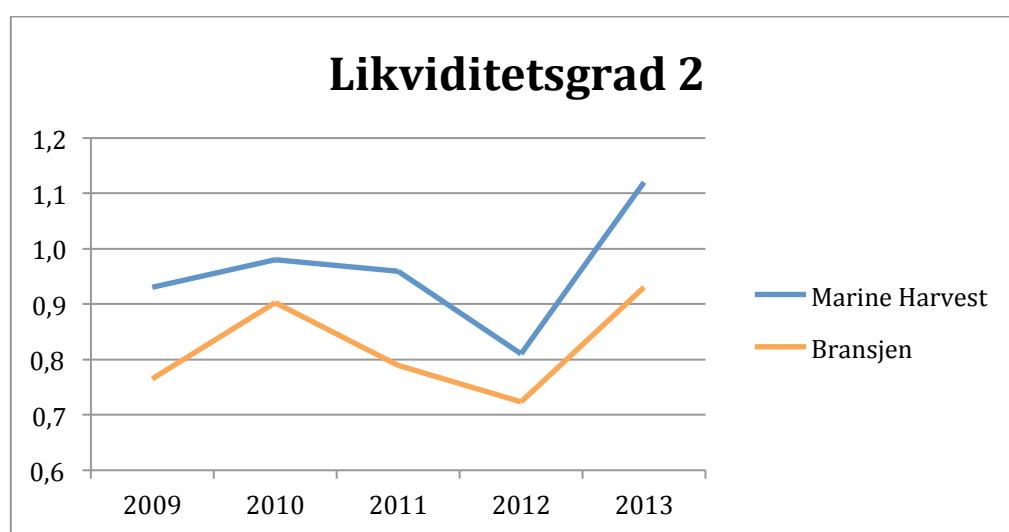
Figur 4-13: Likviditetsgrad 1.

Som vist i figuren ser man at Marine Harvest ligger godt over 2, noe som tyder på at selskapet har hatt godt likviditetsstyring de forgående årene. Sammenlignet med oppdrettsbransjen ligger Marine Harvest godt over, og en av grunnene til dette er selskapets økning de siste årene i omløpsmidler, spesielt varelager. Grunnet lave laksepriser i 2011 og 2012 ser man at likviditetsgraden falt i disse årene for så å øke igjen i 2013. Varelager som er en stor del av omløpsmidlene blir ofte kategorisert som et lite likvid omløpsmiddel, så derfor måles selskapets likviditet av likviditetsgrad 2 også. Dette er et strengere nøkkeltall hvor kun de mest likvide omløpsmidlene benyttes.

### 4.3.2. Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er, som likviditetsgrad 1, ett forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Høyere forholdstall betyr bedret betalingsevne for selskapet. Forskjellen er at varelageret blir trukket fra omløpsmidlene. Dette blir gjort fordi varelageret er definert som det minst likvide omløpsmidlet. For veldig mange selskap kan det være en utfordring å få konvertert varelageret til kontanter. Derfor trekkes denne fra likviditetsgrad 2, slik at man får et forholdstall med de mest likvide omløpsmidlene. Generelt sett bør likviditetsgrad 2 være større enn 1.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 4-14: Likviditetsgrad 2.

Som man ser av figuren er likviditetsgrad 2 betraktelig mindre enn likviditetsgrad 1, dette fordi varelager utgjør en stor del av Marine Harvest sine omløpsmidler. Fra 2009 til 2012 hadde selskapet en likviditetsgrad under 1, mens for 2013 økte denne over 1. Sammenligner man Marine Harvest med bransjen ser man at selskapet har ligget over de siste årene, noe som igjen tyder på at selskapet styrer likviditeten i selskapet meget godt.

### 4.4. Oppsummering av regnskapsanalyse

I denne delen av verdsettelsen ble tidligere årsregnskap for Marine Harvest gjennomgått for å avdekke viktige nøkkeltall og disse ble sammenlignet med resten av oppdrettsnæringen. De ulike nøkkeltallene er delt inn i tre kategorier; lønnsomhet, soliditet og likviditet. I regnskapsanalysen så man at selskapets rentabilitet er god, men er noe lavere enn resten av bransjen. Ut i fra nøkkeltallene som investorer ofte er opptatt av, EPS og E/P-ratio, ligger Marine Harvest nært gjennomsnittet i bransjen.

Under avsnittet om soliditet ble det avdekket at selskapet hadde en meget solid finansieringsstruktur i forhold til resten av bransjen. Dette gjør Marine Harvest godt rustet til å tåle vanskeligere tider, noe de allerede gjorde i 2012. Analysen avdekket også at Marine Harvest sin likviditetsstyring er meget god. Sammenlignet med resten av bransjen har selskapet historisk sett hatt en høyere likviditetsgrad. Dette vil også gjøre selskapet bedre rustet til dårlige tider. Totalbildet fra regnskapsanalysen er at Marine Harvest sin lønnsomhet er i tråd med snittet i markedet, samt at selskapets soliditet og likviditet er bedre enn snittet i markedet. Marine Harvest leverer som forventet under gode tider og er bedre rustet for dårlige tider enn sine konkurrenter.

## 5. Avkastningskrav

I kapittel 2.4 ble valg av verdsettelsesmetode diskutert, altså totalkapitalmodellen. Ved bruk av denne metoden blir de fremtidige kontantstrømmene neddiskontert med et vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad(WACC). Ligningen for WACC består av flere komponenter, som man ser under.

$$WACC = k_e \times \left( \frac{E}{E + D} \right) + k_d(1 - T) \times \left( \frac{D}{E + D} \right)$$

Der:

- $k_e$  = Avkastningskravet til egenkapitalen
- $k_d$  = Avkastningskravet til gjelden
- $E$  = Markedsverdi av egenkapitalen
- $D$  = Markedsverdi av gjelden
- $T$  = Skattesats

WACC utregnes ved at egenkapitalens avkastningskrav ganges med markedsandelen av egenkapitalen og dette legges sammen med gjeldens avkastningskrav ganget med markedsverdien av gjelden. Et selskap får skattefradrag for rentebetalinger, noe som gjør at man ganger gjeldens avkastningskrav med  $(1 - \text{skattesats})$  for å inkludere selskapets skattefordeler.

Når man neddiskonterer fremtidige kontantstrømmer ved bruk av WACC er det et par forutsetninger som gjelder. Den ene er at selskapets risiko er konstant over de årene man bruker WACC. Dette kan virke som en urealistisk forutsetning. Med tanke på at Marine Harvest opererer i mange ulike land, kan det være forskjellig risiko knyttet til lakseoppdrett i de ulike landene. En annen forutsetning ved bruk av WACC er at selskapets kapitalstruktur skal holdes konstant. Altså hvis Marine Harvest øker egenkapitalen må selskapet ta opp mer gjeld for å opprettholde samme kapitalstruktur.

I avsnittene under argumenteres valg av avkastningskrav for egenkapitalen og gjelden, markedsverdien av egenkapitalen og gjelden, og selskapets nominell skattesats. Utregningen av Marine Harvest sin WACC er som vist under:

$$WACC = 6,08\% \times 0,7836 + 4,08\%(1 - 0,27) \times 0,2164 = \mathbf{5,41\%}$$

## 5.1. Egenkapitalens avkastningskrav

Ved bruk av kapitalverdimodellen, kjent som CAPM, kan man finne avkastningskravet til egenkapitalen.

$$r_e = r_f + \beta_i \times [E(r_m) - r_f]$$

Der:

$r_e$  = Egenkapitalens avkastningskrav

$r_f$  = Risikofri rente

$\beta_i$  = Egenkapitalens beta-verdi

$[E(r_m) - r_f]$  = Markedets risikopremie

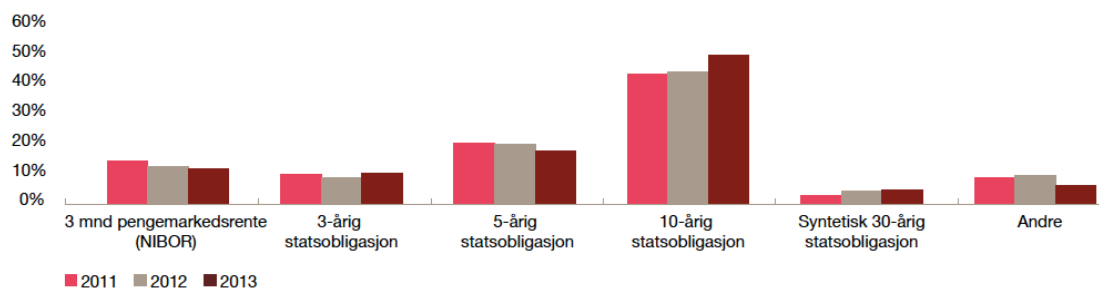
Man finner egenkapitalens avkastningskrav ved å legge sammen den risikofrie renten med markedets risikopremie ganget egenkapitalens beta-verdi. Beta-verdien sier hvor mye aksjen svinger i forhold til markedsporteføljen, altså selskapets systematiske risiko. CAPM-modellen gir investorer økt avkastning med hensyn på systematisk risiko, men ikke den usystematiske risikoen. Dette fordi modellen forutsetter at investorene er risikoaverse og at deres porteføljer er diversifiserte.

I avsnittene under begrunnes valgene av den risikofrie renten, Marine Harvest sin beta-verdi og markedets risikopremie. Utregningen av egenkapitalens avkastningskrav er som vist under:

$$r_e = 2,58\% + 0,70 \times 5,00\% = 6,08\%$$

### 5.1.1. Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen som kan oppnås på sikre verdipapirer, det vil si at det er full sikkerhet for å oppnå nominell avkastning. I PwC sin rapport (PwC, 2014), Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014, var det 50% av respondentene som svarte at man bør benytte 10-årlig statsobligasjoner som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. 18% mener at 5-årlig statsobligasjoner bør benyttes og 12% mener at 3-månedspengemarkedsrente (NIBOR) bør benyttes.



Figur 5-1: Risikofri rente. Hentet fra PwCs ”Risikopremie i det norske markedet 2013 og 2014”.

|      | 3 år   | 5 år   | 10 år  |
|------|--------|--------|--------|
| 2014 | 1,52 % | 1,82 % | 2,52 % |
| 2013 | 1,63 % | 1,93 % | 2,58 % |
| 2012 | 1,44 % | 1,59 % | 2,10 % |
| 2011 | 2,24 % | 2,56 % | 3,12 % |
| 2010 | 2,46 % | 2,83 % | 3,52 % |
| 2009 | 2,71 % | 3,33 % | 4,00 % |

Tabell 5-1: Historisk utvikling av renten for norske statsobligasjoner.

Damodaran(2002) mener at man bør bruke renten fra statsobligasjoner(T-bonds) som den risikofrie renten. Videre mener han at når man verdsetter et prosjekt bør man bruke den renten som gjelder for de årene man har estimert kontantstrømmene, men når man verdsetter et selskapet som har et evig livsløp er rentene for 10 år best egnet. I denne verdsettelsen vil risikofri rente være renten for 10 årlig statsobligasjoner, og siden selskapets skal verdsettes for 01.01.14 vil den risikofrie rente være på 2,58%.

### 5.1.2. Beta-verdi

Selskapets beta representerer sensitiviteten av aksjeavkastningen i forhold til avkastningsratene på den generelle markedsporteføljen. En aksjes beta kan uttrykkes slik:

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

En aksjes beta estimeres ved hjelp av en regresjonsanalyse av selskapets historiske aksjeavkastning i forhold til historisk avkastning for markedet, hvor avkastningen er definert som avkastningen utover risikofri avkastning, som vist i følgende ligning:

$$(k_e - k_{r_f})_t = \alpha + \beta_e(k_m - k_{r_f})_t + e_t$$

Beta estimeringen ble gjennomført med ulike tidshorisonter og ulike ”marked”. Både OSEBX, S&P500 og MSCI World index ble benyttet. Grunnen til at S&P500 og MSCI World ble benyttet er fordi OSEBX er en oljetung børs som kanskje ikke reflekterer markedet like godt som S&P500 og MSCI World index.



Ved bruk av ulike tidshorisonter og børser ble følgende beta-verdier funnet gjennom lineær regresjon:

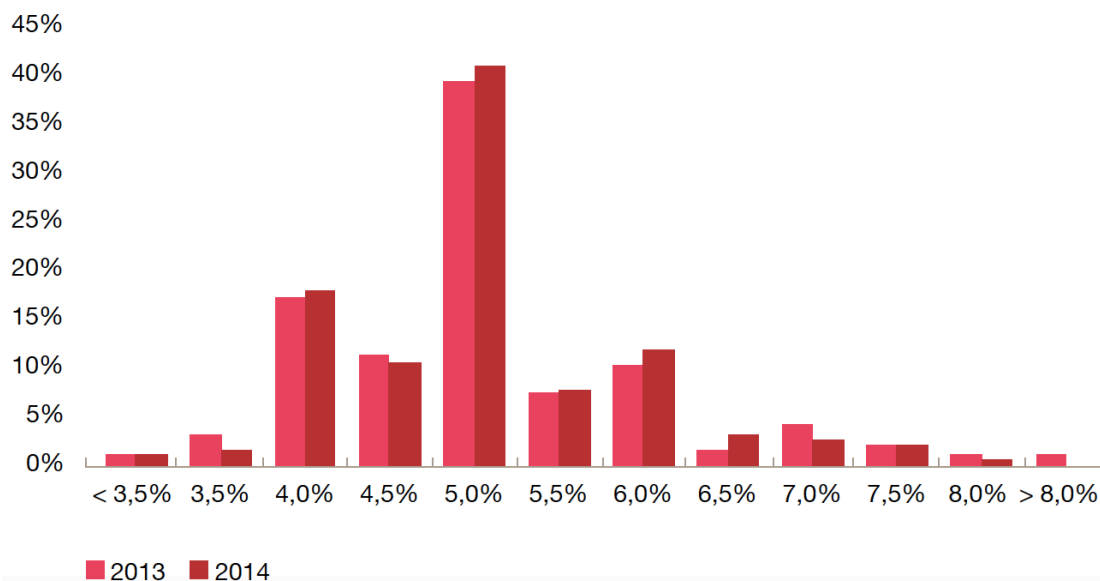
|                      | OSEBX     | S&P500    | MSCI World  |
|----------------------|-----------|-----------|-------------|
| mars 2005 - des 2014 | 0,3172802 | 0,2834061 | -           |
| jan 2006 - des 2014  | 0,3161215 | 0,2862741 | -           |
| jan 2009 - des 2014  | 0,7123133 | 0,2008624 | -           |
| jan 2009 - des 2013  | 0,6938154 | 0,2095155 | -           |
| mai 2011 - des 2014  | -         | -         | 1,075494804 |

Tabell 5-2: Beta-estimer.

Disse beta-verdiene virker noe lave i og med at oppdrettsnæringen er svært konjunktursensitiv. Som vist i regnskapsanalysen har lønnsomheten i næringen variert fra år til år, noe som skyldes store svingninger i lakseprisene og pris på innsatsfaktorer. Men beta-verdien gir investorene økt avkastning kun for systematisk risiko. Beta-verdi på 0,70 vil benyttes i denne verdsettelsen. Man ser også at beta-verdien ved å bruke MSCI World index er vesentlig høyere enn de andre, men denne beta-verdien virker noe høy. Nettsiden E24 har en beta-verdi(1 år) på 0,71 og nettsiden Reuters har en beta-verdi på 0,79 for Marine Harvest. I sensitivitetsanalysen vil ulike beta-verdier analyseres for å se hvor stor betydning den har på verdien av Marine Harvest.

### 5.1.3. Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen en investor forventer på en diversifisert portefølje(markedet) i forhold til risikofri rente. I PwC sin rapport(PwC, 2014), spurte de respondentene om hvilken langsiktig markedspremie de ville benyttet på Oslo Børs i 2013 og 2014. 41% av respondentene svarte at de ville benyttet en markedspremie på 5%. I figuren under ser man de ulike svarene.



Figur 5-2: Markedets risikopremie. Hentet fra PwCs ”Risikopremie i det norske markedet 2013 og 2014”.

Markedets risikopremie som benyttes i denne verdsettelses vil være på 5,0 %.

## 5.2. Gjeldens avkastningskrav

Gjeldens avkastningskrav er den effektive renten som selskapet betaler på den nåværende gjelden. Et selskapet kan utstede obligasjoner, ta opp lån eller andre former for gjeld. Ved å undersøke de ulike typene av et selskaps gjeld vil man få et bedre bilde av de rentene selskapet betaler til kreditorene. Et selskaps avkastningskrav for gjeld kan også si noe om risikoen til selskapet, ettersom høyere avkastningskrav på gjeld betyr at det er knyttet større risiko til selskapet.

Fra selskapets årsregnskap finner man i notene at selskapet har utstedt obligasjonslån og konvertible obligasjonslån, men det er vanskelig å finne avkastningskravene basert på årsregnskapet. Gjeldens avkastningskrav er generelt gitt av den risikofri renten pluss et påslag for kredittrisiko, også kalt kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien er selskapets sannsynlighet for konkurs multiplisert med selskapets forventede tap ved konkurs. Denne premien avhenger av selskapets gjeldsandel, soliditet og operasjonell risiko(Kinserdal, 2014). En tommelfingerregler, som ble presentert i kurset BUS425 av Finn Kinserdal på NHH, er følgende påslag for risikopremie:

- + 1% : Egenkapitalandel større en 50% og sunn bedrift og/eller moden bransje
- + 2% : Egenkapitalandel mellom 20% og 50% og/eller mer syklisk bransje eller nyere bedrift

- + 3% : Egenkapitalandel under 20% og/eller venture-selskap eller store problemer

Fra regnskapsanalysen ble det avdekket at Marine Harvest har historisk sett hatt en egenkapitalandel rundt 50% de siste årene. Derfor taler selskapets egenkapital for at risikopremien skal være på 1%. Men ettersom oppdrettsnæringen er en meget syklisk næringen taler dette for at risikopremien på 2%. Så for Marine Harvest kan det tenkes at selskapets risikopremie bør være i mellom, altså 1,5%. Gjeldens avkastningskrav blir da:

$$k_d = \text{risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie} = 2,58\% + 1,50\% = 4,08\%$$

En annen metode for å finne gjeldens avkastningskrav er ved å se i årsregnskapet. Tar man rentekostnadene og deler på selskapets langsiktige og kortsiktige rentebærende gjeld vil man få et teoretisk avkastningskrav for gjelden. Grunnen til man bare bruker rentebærende gjeld er at annen gjeld, som leverandør gjeld, vil være knyttet til driften og tas derfor med i de fremtidige kontantstrømmene som man antar å være kontinuerlig. Ved å bruke tallene fra tidligere årsregnskap får man disse avkastningskravene på gjelden:

| 2009         | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 7,71 %       | 6,87 % | 6,02 % | 6,70 % | 7,62 % |
|              |        |        |        |        |
| Gjennomsnitt | 6,98 % |        |        |        |

Tabell 5-3: Historiske avkastningskrav for gjeld.

Ved å sammenligne de to metodene for å finne gjeldens avkastningskrav ser man at forskjellen er på 2,90%(6,98%-4,08%). Med dagens lave renter virker det noe høyt å bruke et avkastningskrav på gjelden på 6,98%. Lave renter er noe flere har hevdet vil være gjeldende i mange år fremover(Pettersen, 2014). Derfor vil det lave avkastningskravet for gjelden på 4,08 benyttes i denne verdsettelsen.

### 5.3. Markedsverdi av egenkapital og gjeld

Beregning av WACC innebærer fastsettelse av vektene som skal benyttes for komponentene i foretakets kapitalstruktur. Disse vektene representerer deler av selskapets investerte kapital. Man må være litt forsiktig når det snakkes om investert kapital, for det inkluderer ikke alt på høyre side av selskapets balanse. Nærmere bestemt er et selskaps investerte kapital bare rentebærende gjeld, foretrukne egenkapital, og felles egenkapital. I teorien bør man beregne vekter med observerte

markedspriser for hver av selskapets finansieringskilder (egenkapital og gjeld), multiplisert med antall utestående verdipapirer. I praksis er det imidlertid bare markedsverdien av aksjer som benyttes. Markedsverdien for egenkapitalvekten er veldig lett å finne ved at man multipliserer aksjeprisen med antall aksjer utestående.

Markedsverdien av egenkapitalen til Marine Harvest den 01.01.14 var:

$$E = \text{aksjepris 01.01.14} \times \text{antall aksjer 01.01.14} = 73,85 \times 410\,377\,758,1 \\ = 30\,306\,397\,440$$

I en verdsettelse er det vanlig at man omgrupperer balansen slik at man skiller mellom driftsbasert gjeld og finansiell gjeld. Driftsbaserte eiendeler og gjeld er knyttet til selve driften av selskapet, og blir derfor tatt med i verdsettelsen gjennom de fremtidige kontantstrømmene. Finansielle eiendeler og gjeld er da resten av balansen som selskapets kreditorer har krav på. Netto finansiell gjeld er da finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Netto finansiell gjeld er utregnet basert på årsregnskapet:

|                                       |                 |
|---------------------------------------|-----------------|
| <b>Finansielle eiendeler</b>          |                 |
| Investeringer i tilknyttede selskaper | 900,40          |
| Andre aksjer                          | 132,10          |
| Sum finansielle eiendeler             | 1 032,50        |
|                                       |                 |
| <b>Finansiell gjeld</b>               |                 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser    | 27,80           |
| Langsiktig rentebærende gjeld         | 7 710,20        |
| Annen langsiktig gjeld                | 976,20          |
| Kortsiktig rentebærende gjeld         | 686,70          |
| Sum finansiell gjeld                  | 9 400,90        |
|                                       |                 |
| <b>Netto finansiell gjeld</b>         | <b>8 368,40</b> |

\*Tall i MNOK

Tabell 5-4: Netto finansiell gjeld.

De postene fra balansen som ikke er tatt med anses som driftsbaserte eiendeler og gjeld. Selskapets kontanter er ikke tatt med som finansielle eiendeler fordi en mye brukt tommelfingerregler sier at et selskap bør ha likviditet for å dekke 10% av varelager og kundefordringer for å være rustet mot konjunktursvingninger. Marine Harvest sin kontantbeholdning er mindre enn 10% av varelager og kundefordringer, og anses derfor som driftsbaserte eiendeler.

Den bokførte verdien av gjelden benyttes ofte som markedsverdien av gjelden fordi markedsprisene er ofte meget vanskelige å beregne. Derfor benyttes selskapets netto finansiell gjeld som markedsverdien av gjelden.

Markedsvektene som benyttes for utregning av WACC blir da:

$$\frac{E}{E + D} = \frac{30\,306\,397\,436}{30\,306\,397\,436 + 8\,368\,400\,000} = 0,7836$$

$$\frac{D}{E + D} = \frac{8\,368\,400\,000}{30\,306\,397\,436 + 8\,368\,400\,000} = 0,2164$$

#### 5.4. Skattesats

Både effektiv og marginal skattesats kan benyttes ved utregning av WACC. Nominell skattesats i Norge i dag er 27%. Effektiv skattesats er den skattesatsen som selskapet faktisk betaler. Den effektive skattesatsen for Marine Harvest de siste årene har vært som følger:

|                     | 2009           | 2010      | 2011      | 2012    | 2013      |
|---------------------|----------------|-----------|-----------|---------|-----------|
| Resultat før skatt  | 1 897 400      | 4 400 600 | 1 382 900 | 789 200 | 3 549 300 |
| Skattekostnader     | 358 300        | 1 143 900 | 261 700   | 376 500 | 1 026 800 |
| Effektiv skattesats | 18,88 %        | 25,99 %   | 18,92 %   | 47,71 % | 28,93 %   |
|                     |                |           |           |         |           |
| Gjennomsnitt        | <b>28,09 %</b> |           |           |         |           |

Tabell 5-5: Historisk effektiv skattesats.

Man kan se at den effektive skattesatsen varierer fra år til år, men ser man på gjennomsnittet de siste fem årene har den effektive skattesatsen vært på 28,09%. Dette er marginalt høyere enn den nominelle skattesatsen. I denne verdsettelsen vil nominell skattesats på 27% benyttes.

## **6. Fremtidsbudsjettet**

Estimatene i fremtidsbudsjettet er syv år frem i tid, altså fra 2014-2020. Grunnen til valg av syv år er fordi ved bruk av totalkapitalmodellen vil en stor del av verdien til selskapet være i terminalverdien. Så ved å benytte syv år vil verdsettelsen hente mer verdi fra kontantstrømmene og litt mindre fra terminalverdien, enn om fem år hadde blitt benyttet.

Marine Harvest har de siste årene gjort noen store engangsinvesteringer som for eksempel en ny fôrfabrikk, oppkjøp av Morpol ASA, aksjeoppkjøp i konkurrenter osv. Dette er investeringer som påvirker selskapets kontantstrøm. Det å ta høyde for dette under utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet er veldig vanskelig basert på tilgjengelig informasjon, og dermed inkluderes ikke engangsinvesteringer i verdsettelsen.

Det er verdt å merke seg at estimatene som benyttes i dette avsnittet, basert på historisk vekst, er funnet gjennom bruk av geometrisk gjennomsnitt. Damodaran(2002) mener at geometrisk gjennomsnitt er et mer nøyaktig mål på tidligere vekst, spesielt når volatiliteten har vært høy og inntektene har variert mye fra år til år. I avsnittet under der det er benyttet historisk prosentandel av driftsinntekter som grunnlag for estimatene er aritmetisk gjennomsnitt benyttet. Dette grunnet stabile historiske prosentandeler.

Oppsettet for fremtidsbudsjettet er som vist under, og de ulike postene i budsjettet vil bli diskutert i avsnittene som følger før man tilslutt får fremtidsbudsjettet. Alle tall i dette avsnittet er i NOK millioner.

|                        |
|------------------------|
| Driftsinntekter        |
| -Varekostnader         |
| -Lønnskostnader        |
| -Andre driftskostnader |
| <b>=EBITDA</b>         |
| -Avskrivninger         |
| <b>=EBIT</b>           |
| -Skatt                 |
| <b>=NOPLAT</b>         |
| +Avskrivninger         |
| -CAPEX                 |
| - $\Delta$ NWC         |
| <b>=FCF</b>            |

Figur 6-1: FCF-oppsett.

### 6.1. Driftsinntekter

Marine Harvest sine driftsinntekter består av volum ganger pris, samt driftsinntekter fra VAP Europe og Morpol processing. Siden Marine Harvest kjøpte Morpol i 2013 har disse driftsinntektene kommet med i resultatet først i 2013. Det er bare driftsinntektene til VAP Europe og Morpol som estimeres for seg selv, dette fordi det er kun driftsinntektene som er skilt ut fra Marine Harvest sitt årsregnskap. I tabellen under ser man selskapets historiske driftsinntekter:

|                           | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012    | 2013    |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Driftsinntekter           | 13 487 | 14 620 | 15 281 | 16 133 | 15 464  | 19 199  |
| Endring                   | -      | 8,40 % | 4,53 % | 5,57 % | -4,15 % | 24,16 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 7,70 % |        |        |        |         |         |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 7,32 % |        |        |        |         |         |

Tabell 6-1: Historiske driftsinntekter MHG.

Ved bruk av estimatene i avsnittene under blir de fremtidige driftsinntektene for Marine Harvest som følger:

|                           | E2014  | E2015   | E2016  | E2017  | E2018   | E2019  | E2020  |
|---------------------------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Driftsinntekter           | 21 020 | 20 975  | 21 813 | 21 888 | 21 627  | 22 499 | 23 426 |
| Endring                   | 9,48 % | -0,21 % | 3,99 % | 0,35 % | -1,19 % | 4,03 % | 4,12 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 2,94 % |         |        |        |         |        |        |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 2,88 % |         |        |        |         |        |        |

Tabell 6-2: Estimater for driftsinntekter Marine Harvest.

Som tidligere nevnt i verdsettelsen er det ventet at fremtidig vekst skal være noe lavere enn den historiske veksten. Kontali analyse har estimert at veksten i bransjen hadde vært på 6% de siste ti årene, men at i de kommende årene skal denne være på 3%. Dette er noe som samsvarer med estimatene i tabellene over.

### 6.1.1. Volum

Ser man på den historiske utviklingen av volum for Marine Harvest de siste fem årene har volum variert noe fra år til år, men ser man på gjennomsnittlig vekst fra perioden er den kun 1,01%.

|                           | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013     |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Volum                     | 326 864 | 327 000 | 295 010 | 342 820 | 392 306 | 343 772  |
| Endring                   | -       | 0,04 %  | -9,78 % | 16,21 % | 14,43 % | -12,37 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 1,71 %  |         |         |         |         |          |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 1,01 %  |         |         |         |         |          |

Tabell 6-3: Historisk volum for MHG.

Som nevnt i avsnitt 1.6 er det estimert lav vekst i de kommende årene grunnet at næringen har nådd et produksjonsnivå der de biologiske grensene er presset. Kontali analyse har estimert at fremtidig vekst vil være på 3%. Fra den strategiske analysen er det ventet en tøffere periode for oppdrettselskaper i fremtiden hvis lakseprisene faller, noe som kan føre til flere oppkjøp i bransjen. Dette vil føre til at selskap som overlever vil overta andres lisenser og øke volum. Marine Harvest, som det største selskapet i bransjen, vil ha mulighet til oppkjøp i fremtiden for å øke sine slaktevolum. Derfor antas det at Marine Harvest sin vekst i fremtiden vil ligge noe høyere enn resten av bransjen. Derfor vil en årlig vekst på 3,0% benyttes for estimering av fremtidig volum. Estimatenes blir som følger:

| E2014   | E2015   | E2016   | E2017   | E2018   | E2019   | E2020   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 354 085 | 364 708 | 375 649 | 386 918 | 398 526 | 410 482 | 422 796 |

Tabell 6-4: Volum E2014-E2020.

### 6.1.2. Pris

De historiske prisene på oppdrettslaks finner man i figuren under som er hentet fra SSB. Av figuren har prisene svingt mellom kr 20 til kr 50, men har vært noe høyere det siste året.





Figur 6-1: Historiske laksepriser. Hentet fra SSB.

Som man kan se av figuren over så svinger prisene mye fra år til år, noe som gjør det vanskelig å estimere fremtidig laksepris. Derfor benyttes forwardprisene for laks som er hentet fra fishpool som gode estimater for fremtidig pris. Prisene i tabellen under er gjennomsnittspriser.

|             | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| Forwardpris | 42,44 | 40,21 | 40,35 | 38,4 | 35,6 | 35,6 | 35,6 |

Tabell 6-5: Fowardpriser på oppdrettslaks. Hentet fra fishpool.

### 6.1.3. VAP Europe

Fra årsrapportene til Marine Harvest finner man selskapets driftsinntekter for VAP Europe de siste årene. Som man ser i tabellen under har MH VAP hatt god vekst i sine driftsinntekter med unntak av 2011 og 2012. I 2013 gjorde Marine Harvest en restrukturering av sin VAP avdeling ved å redusere behandlingssteder.

| VAP Europe                | 2008   | 2009    | 2010   | 2011    | 2012    | 2013    |
|---------------------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
| Driftsinntekter           | 3 770  | 4 178   | 4 496  | 4 279   | 3 944   | 4 342   |
| Endring                   | -      | 10,83 % | 7,61 % | -4,83 % | -7,83 % | 10,10 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 3,18 % |         |        |         |         |         |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 2,87 % |         |        |         |         |         |

Tabell 6-6: Historiske driftsinntekter for VAP Europe.

Det er vanskelig å vite noe om den videre veksten i denne avdelingen ut i fra informasjonen man får gjennom årsregnskapet. Grunnet dette benyttes historisk gjennomsnitt for vekstrate i fremtidsbudsjettet. Estimerte fremtidige driftsinntekter for VAP Europe blir da:

| E2014 | E2015 | E2016 | E2017 | E2018 | E2019 | E2020 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 4 467 | 4 595 | 4 726 | 4 862 | 5 001 | 5 144 | 5 292 |

Tabell 6-7: Estimater for driftsinntekter VAP Europe.

#### 6.1.4. Morpol

Morpol ASA ble kjøpt av Marine Harvest i 2013 og derfor er driftsinntekter fra Morpol kun å finne i årsregnskapet 2013. Driftsinntektene for 2009 til 2012 finner man i Morpol ASA sine årsregnskap. Historisk vekst har vært som følger:

| Morpol                           | 2008    | 2009 | 2010    | 2011    | 2012   | 2013     |
|----------------------------------|---------|------|---------|---------|--------|----------|
| Driftsinntekter                  | -       | 354  | 430     | 485     | 503    | 1 357    |
| Endring                          | -       | -    | 21,59 % | 12,82 % | 3,63 % | 169,86 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk        | 51,98 % |      |         |         |        |          |
| Gjennomsnitt u/2013 - aritmetisk | 12,68 % |      |         |         |        |          |
| Gjennomsnitt - geometrisk        | 39,95 % |      |         |         |        |          |
| Gjennomsnitt u/2013 - geometrisk | 12,44 % |      |         |         |        |          |

Tabell 6-8: Historiske driftsinntekter for Morpol.

Av tabellen over ser man at Morpol hadde fallende vekst i driftsinntektene før de ble kjøpt av Marine Harvest. Den store økningen i 2013 kan skyldes oppkjøpet. Som for VAP Europe er det vanskelig å estimere fremtidig vekst for Morpol. Her har man færre år å sammenligne, samt at 2013 året kan være et unormalt år som ikke gir et godt grunnlag for videre vekst. Derfor benyttes historisk gjennomsnittlig vekst uten året 2013 for estimering av fremtidig estimerer for Morpols driftsinntekter.

| E2014 | E2015 | E2016 | E2017 | E2018 | E2019 | E2020 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 525 | 1 715 | 1 929 | 2 169 | 2 438 | 2 742 | 3 083 |

Tabell 6-9: Estimerer for driftsinntekter for Morpol.

#### 6.2. Varekostnader

I årsregnskapet til Marine Harvest finner man selskapets totale kostnader, men man finner ikke kostnadene som er knyttet til VAP Europe og Morpol. Derfor antas det at disse kostnadene er inkludert i denne posten. Ser man på varekostnadene de tidligere årene ser man at varekostnadene har i snitt økt med nesten 3,5% per år. Men man ser at endringene fra år til år har variert noe mer enn snittet på 3,29%.

|                           | 2008    | 2009    | 2010     | 2011    | 2012    | 2013    |
|---------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Varekostnader             | 8 505   | 8 797   | 7 781    | 8 399   | 9 667   | 9 999   |
| Endring                   | -       | 3,43 %  | -11,55 % | 7,94 %  | 15,10 % | 3,43 %  |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 3,67 %  |         |          |         |         |         |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 3,29 %  |         |          |         |         |         |
| % av driftsinntekter      | 63,06 % | 60,17 % | 50,92 %  | 52,06 % | 62,51 % | 52,08 % |
| Gjennomsnitt              | 56,80 % |         |          |         |         |         |
| Gjennomsnitt (2010-2013)  | 54,39 % |         |          |         |         |         |

Tabell 6-10: Historiske varekostnader for Marine Harvest.

Fra tabellen over ser man at varekostnadene har utgjort rundt 50-60% av driftsinntektene de siste årene. Som nevnt i den strategiske analysen har selskapet

fokusert på kostnadsbesparelse gjennom effektivisering av driften samt større bruk av automatiserte systemer. Dette ser man utslag på de siste årene der varekostnader har utgjort en mindre del enn tidligere. Ser man på gjennomsnittlig prosentandel de siste årene, 2010-2013, har varekostnadene utgjort 54,39% av driftsinntektene.

For estimering av de fremtidige varekostnadene har tre ulike metoder blitt benyttet. Den første metoden bruker historisk vekst(geometrisk) som fremtidig vekst, den andre metoden bruker den historiske prosentandelen av driftsinntektene og den siste benytter den historiske prosentandelen for kun de siste årene. De ulike estimatene er summert i tabellen under:

|   | E2014  | E2015  | E2016  | E2017  | E2018  | E2019  | E2020  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Historisk vekst                             | 10 327 | 10 667 | 11 018 | 11 381 | 11 755 | 12 142 | 12 541 |
| Historisk %-andel av driftsinntekter        | 11 939 | 11 914 | 12 389 | 12 432 | 12 284 | 12 779 | 13 306 |
| Historisk %-andel av driftsinntekter(10-13) | 11 433 | 11 409 | 11 864 | 11 905 | 11 763 | 12 238 | 12 742 |

Tabell 6-11: Estimer for varekostnader Marine Harvest.

Som man ser så gir de ulike metodene forskjellige estimer for varekostnadene, men ulikhetene er marginale. Historisk %-andel av driftsinntektene for årene 2010-2013 vil bli benyttet som estimer for varekostnadene. Hovedgrunnen til dette er fordi det er ventet at selskapet vil effektivisere driften, samt øke bruken av maskiner, derfor gir de siste års %-andel et bedre bilde av fremtiden.

### 6.3. Lønnskostnader

Lønnskostnadene til Marine Harvest har vært stabile rundt 2 200 de siste årene, men man kan se en liten økning i kostnadene de to siste årene. Grunnen til økningen kan forklares gjennom selskapets nye fôrfabrikk samt oppkjøpet av Morpol ASA. Gjennomsnittlig økning i lønnskostnader de siste årene er som vist under på 4,56%. Ser man på lønnskostnader i forhold til driftsinntektene har kostnadene ligget stabilt rundt 14-15%.

|                           | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Lønnskostnader            | 2 140   | 2 167   | 2 203   | 2 178   | 2 419   | 2 674   |
| Endring                   | -       | 1,29 %  | 1,62 %  | -1,12 % | 11,06 % | 10,57 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 4,68 %  |         |         |         |         |         |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 4,56 %  |         |         |         |         |         |
| % av driftsinntekter      | 15,87 % | 14,83 % | 14,41 % | 13,50 % | 15,64 % | 13,93 % |
| Gjennomsnitt              | 14,70 % |         |         |         |         |         |

Tabell 6-12: Historiske lønnskostnader Marine Harvest.

For utregning av estimatene for fremtidige lønnskostnader benyttes historisk gjennomsnittlig vekst(geometrisk) og den historiske prosentandelen av driftsinntektene. Estimatenes blir som følger:

|                                      | E2014 | E2015 | E2016 | E2017 | E2018 | E2019 | E2020 |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Historisk vekst                      | 2 796 | 2 924 | 3 057 | 3 197 | 3 342 | 3 495 | 3 654 |
| Historisk %-andel av driftsinntekter | 3 089 | 3 082 | 3 205 | 3 217 | 3 178 | 3 306 | 3 443 |

Tabell 6-13: Estimater for lønnskostnader Marine Harvest.

Det er vanskelig å si noe om utviklingen av selskapet lønnsutgifter ettersom det er vanskelig å si noe om graden av automasjon av driften i fremtiden. Som nevnt i den strategiske analysen vil effektivisering av driften påvirke disse kostnadene. Derfor legges historisk vekst som grunnlag for estimater for lønnskostnader.

#### 6.4. Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er kostnader knyttet til vedlikehold, strøm og drivstoff, leie og leasing, tredjeparts tjenester, forsikring, konsulentkostnader, IT-kostnader, reisekostnader, salg og markedsføringskostnader og andre driftskostnader(jf. Note 28, årsregnskap 2013). De historiske kostnadene har vært som følger:

|                           | 2008    | 2009   | 2010   | 2011    | 2012    | 2013    |
|---------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Andre driftskostnader     | 1 394   | 1 448  | 1 454  | 2 063   | 2 164   | 2 582   |
| Endring                   | -       | 3,90 % | 0,39 % | 41,92 % | 4,87 %  | 19,33 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 14,08 % |        |        |         |         |         |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 13,12 % |        |        |         |         |         |
| % av driftsinntekter      | 10,33 % | 9,91 % | 9,51 % | 12,79 % | 13,99 % | 13,45 % |
| Gjennomsnitt              | 11,66 % |        |        |         |         |         |
| Gjennomsnitt (2011-2013)  | 13,41 % |        |        |         |         |         |

Tabell 6-14: Historiske andre driftskostnader Marine Harvest.

Som man ser av den historiske utviklingen har andre driftskostnader vært stabile på ca. 10% av driftsinntektene fram til 2011. Men de seneste årene har disse kostnadene økt noe til nesten 13,5% av driftsinntektene. Som de andre kostnadene kan det tenkes at dette skyldes selskapets nye fôrfabrikk og oppkjøpet av Morpol ASA. De samme tre metodene som ble brukt under varekostnader benyttes for å finne estimater for andre driftskostnader.

|   | E2014 | E2015 | E2016 | E2017 | E2018 | E2019 | E2020 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Historisk vekst                             | 2 921 | 3 304 | 3 738 | 4 228 | 4 783 | 5 410 | 6 120 |
| Historisk %-andel av driftsinntekter        | 2 452 | 2 446 | 2 544 | 2 553 | 2 523 | 2 624 | 2 732 |
| Historisk %-andel av driftsinntekter(11-13) | 2 819 | 2 813 | 2 925 | 2 935 | 2 900 | 3 017 | 3 141 |

Tabell 6-15: Estimater for andre driftskostnader Marine Harvest.

Estimatene som er funnet ved bruk av historisk vekst virker for høye, og dette skyldes den store økningen i 2011(41,92% økning). Som nevnt tidligere kan det se ut som om de andre driftskostnadene har stabilisert seg litt under 13,5% av driftsinntektene etter investeringen i fôrfabrikken og oppkjøpet av Morpol ASA. Derfor vil historisk prosentandel av driftsinntektene for 2011-2013 benyttes som estimer for andre driftskostnader.

## 6.5. Avskrivninger

Avskrivninger er det regnskapsmessige verdifallet til et varig driftsmiddel i en regnskapsperiode. Avskrivninger er ikke i seg selv en kontantstrøm, men reduserer selskapets skattbare inntekt. Noe som bidrar positivt til kontantstrømmen. Ser man på Marine Harvest sine historiske avskrivninger har disse ligget noe stabilt rundt 4,42% av driftsinntektene de siste årene, men trenden har beveget seg nedover i de seneste årene.

|                           | 2008   | 2009   | 2010    | 2011   | 2012   | 2013    |
|---------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| Avskrivninger             | 685    | 688    | 653     | 667    | 677    | 763     |
| Endring                   | -      | 0,35 % | -5,05 % | 2,10 % | 1,57 % | 12,60 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 2,31 % |        |         |        |        |         |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 2,16 % |        |         |        |        |         |
| % av driftsinntekter      | 5,08 % | 4,70 % | 4,27 %  | 4,13 % | 4,38 % | 3,97 %  |
| Gjennomsnitt              | 4,42 % |        |         |        |        |         |

Tabell 6-16: Historiske avskrivninger Marine Harvest.

For beregning av estimer for fremtidig avskrivninger legges historisk prosentandel av driftsinntekter til grunn. Man ser av tabellen under at estimatene basert på historisk vekst(2,16%) gir noe lavere estimer. Dette grunnet store svingninger fra år til år.

|                                      | E2014 | E2015 | E2016 | E2017 | E2018 | E2019 | E2020 |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Historisk vekst                      | 779   | 796   | 813   | 830   | 848   | 867   | 885   |
| Historisk %-andel av driftsinntekter | 930   | 928   | 965   | 968   | 957   | 995   | 1 036 |

Tabell 6-17: Estimer for avskrivninger Marine Harvest.

## 6.6. Skatt

Ved bruk av estimatene i avsnittene over vil man få et estimat for EBIT i fremtidsbudsjettet. Et internasjonalt selskap som Marine Harvest er utsatt for ulike nominelle skattesatser fra de ulike landene de opererer i. Derfor benyttes effektiv skattesats som viser hva selskapet faktisk betaler i skatt. Effektiv skattesats ble diskutert og utregnet i avsnittet om avkastningskravet tidligere i verdsettelsen. Denne

skattesatsen på 28,09% benyttes for estimering av fremtidig skatt. Estimaten blir som følger:

|                | E2014   | E2015   | E2016   | E2017   | E2018   | E2019   | E2020   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Estimert EBIT  | 3 042   | 2 902   | 3 001   | 2 883   | 2 665   | 2 755   | 2 853   |
| Effektiv skatt | 28,09 % | 28,09 % | 28,09 % | 28,09 % | 28,09 % | 28,09 % | 28,09 % |
| Skattekostnad  | 854     | 815     | 843     | 810     | 748     | 774     | 801     |

Tabell 6-18: Estimerer for skattekostnad Marine Harvest.

## 6.7. Investeringer

Et selskap må foreta investeringer for å opprettholde eller forbedre driften. Teoretisk sett skal investeringene være lik avskrivninger for å opprettholde dagens drift. Når man skal finne de investeringene som har effekt på selskapets kontantstrøm må man bruke netto investering. Dette finner man ved å trekke kjøp fra salg av varige driftsmidler. Historisk netto investering er vist i tabellen under:

|                           | 2008    | 2009     | 2010    | 2011   | 2012     | 2013     |
|---------------------------|---------|----------|---------|--------|----------|----------|
| Kjøp varige driftsmidler  | 791,7   | 643,4    | 986,5   | 1054,9 | 732,9    | 1967,6   |
| Salg varige driftsmidler  | 42,1    | 13,7     | 22,1    | 68,6   | 70,6     | 66       |
| Netto investering         | 749,6   | 629,7    | 964,4   | 986,3  | 662,3    | 1901,6   |
| Endring                   | -       | -16,00 % | 53,15 % | 2,27 % | -32,85 % | 187,12 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk | 38,74 % |          |         |        |          |          |
| Gjennomsnitt - geometrisk | 20,46 % |          |         |        |          |          |
| % av driftsinntekter      | 5,56 %  | 4,31 %   | 6,31 %  | 6,11 % | 4,28 %   | 9,90 %   |
| Gjennomsnitt              | 6,08 %  |          |         |        |          |          |

Tabell 6-19: Historiske netto investeringer Marine Harvest.

Her ser man at gjennomsnittlig prosentandel av driftsinntekter er på 6,08%. Dette er noe høyere enn prosentandelen for avskrivninger som har vært på 4,42% i samme periode. Dette virker fornuftig ettersom Marine Harvest er ledende innen oppdrettsbransjen, og derfor investerer mye i driften for å øke effektiviteten. Gjennomsnittlig prosentandel på 6,08% benyttes for å finne estimatene for fremtidig netto investering.

|                                      | E2014   | E2015   | E2016   | E2017   | E2018   | E2019   | E2020   |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Historisk %-andel av driftsinntekter | 1 277,9 | 1 275,2 | 1 326,1 | 1 330,7 | 1 314,8 | 1 367,9 | 1 424,2 |

Tabell 6-20: Estimerer for netto investeringer Marine Harvest.

## 6.8. Arbeidskapital

Selskapets arbeidskapital er kapital som bindes opp mot den operasjonelle driften av selskapet. Man finner arbeidskapitalen ved å se på selskapets kortsiktige omløpsmidler opp mot kortsiktig gjeld. Rentebærende gjeld inkluderes ikke fordi

dette anses som finansiell kapital. Det er endring i arbeidskapitalen som har påvirkning på selskapets kontantstrøm, negativ påvirkning ved en økning og positiv ved en reduksjon. I tabellen under er en oversikt over Marine Harvest sin historiske arbeidskapital.

| Vekstavhengig arbeidskapital              | 2008    | 2009    | 2010    | 2011     | 2012    | 2013    |
|---|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| <b>Vekstavhengig omløpsmidler</b>         |         |         |         |          |         |         |
| Varelager                                 | 1 075   | 743     | 776     | 783      | 820     | 1 751   |
| Biologiske eiendeler                      | 5 621   | 5 351   | 7 278   | 6 285    | 6 208   | 9 537   |
| Kundefordringer                           | 1 903   | 1 672   | 1 845   | 1 915    | 1 782   | 3 191   |
| Operasjonell likviditet                   | 298     | 241     | 262     | 270      | 260     | 494     |
| Forskudd kunder                           | 86      | 61      | 68      | 65       | 95      | 115     |
| Sum vekstavhengig omløpsmidler            | 8 982   | 8 068   | 10 229  | 9 318    | 9 165   | 15 089  |
| <b>Vekstavhengig kortsiktig gjeld</b>     |         |         |         |          |         |         |
| Betalbar skatt                            | 70      | 51      | 50      | 87       | 26      | 253     |
| Leverandør gjeld                          | 1 729   | 1 340   | 1 450   | 1 482    | 1 453   | 2 233   |
| Skyldig skatt/mva                         | 60      | 64      | 93      | 117      | 122     | 124     |
| Skyldig lønn (10% av lønnskostnader)      | 214     | 217     | 220     | 218      | 242     | 267     |
| Sum vekstavhengig kortsiktig gjeld        | 2 073   | 1 671   | 1 813   | 1 904    | 1 842   | 2 877   |
| <b>Netto vekstavhengig arbeidskapital</b> |         |         |         |          |         |         |
| Netto vekstavhengig arbeidskapital        | 6 909   | 6 397   | 8 415   | 7 415    | 7 323   | 12 212  |
| Endring                                   | -       | -7,41 % | 31,55 % | -11,89 % | -1,24 % | 66,76 % |
| Gjennomsnitt - aritmetisk                 | 15,55 % |         |         |          |         |         |
| Gjennomsnitt - geometrisk                 | 12,07 % |         |         |          |         |         |
| % av driftsinntekter                      | 51,23 % | 43,76 % | 55,07 % | 45,96 %  | 47,36 % | 63,60 % |
| Gjennomsnitt                              | 51,16 % |         |         |          |         |         |

Tabell 6-21: Historisk netto vekstavhengig arbeidskapital Marine Harvest.

Det er verdt å merke at posten operasjonell likviditet er 10% av verdien på varelager pluss kundefordringer. Som nevnt tidligere i verdsettelsen anses 10% av kontantbeholdningen som operasjonell likviditet.

Som man kan se av tabellen over har historisk arbeidskapital i prosent av driftsinntekter ligget noe stabilt rundt 50%, gjennomsnittet er på 51,16%. Dette gjennomsnittet benyttes for å finne estimatene for arbeidskapital i fremtiden og multipliseres med estimatene for driftsinntekter. Estimaten for fremtidig arbeidskapital, samt endring i arbeidskapital er vist i tabellen under:

|  | E2014  | E2015  | E2016  | E2017  | E2018  | E2019  | E2020  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Historisk %-andel av driftsinntekter         | 10 754 | 10 731 | 11 160 | 11 199 | 11 065 | 11 511 | 11 985 |
| Endring i netto vekstavhengig arbeidskapital | -1 457 | -23    | 429    | 39     | -134   | 446    | 474    |

Tabell 6-22: Estimer for endring netto vekstavhengig arbeidskapital Marine Harvest.

## 6.9. Endelig fremtidsbudsjett

I tabellen under har man det endelige fremtidsbudsjettet basert på estimatene som ble avdekket i avsnittene over. De estimerte kontantstrømmene(FCF) brukes videre i selve verdsettelsen av Marine Harvest.

|                        | E2014        | E2015        | E2016        | E2017        | E2018        | E2019        | E2020        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Driftsinntekter        | 21 020       | 20 975       | 21 813       | 21 888       | 21 627       | 22 499       | 23 426       |
| -Varekostnader         | 11 433       | 11 409       | 11 864       | 11 905       | 11 763       | 12 238       | 12 742       |
| -Lønnskostnader        | 2 796        | 2 924        | 3 057        | 3 197        | 3 342        | 3 495        | 3 654        |
| -Andre driftskostnader | 2 819        | 2 813        | 2 925        | 2 935        | 2 900        | 3 017        | 3 141        |
| <b>=EBITDA</b>         | <b>3 972</b> | <b>3 830</b> | <b>3 966</b> | <b>3 851</b> | <b>3 621</b> | <b>3 750</b> | <b>3 889</b> |
| -Avskrivninger         | 930          | 928          | 965          | 968          | 957          | 995          | 1 036        |
| <b>=EBIT</b>           | <b>3 042</b> | <b>2 902</b> | <b>3 001</b> | <b>2 883</b> | <b>2 665</b> | <b>2 755</b> | <b>2 853</b> |
| -Skatt                 | 854          | 815          | 843          | 810          | 748          | 774          | 801          |
| <b>=NOPLAT</b>         | <b>2 188</b> | <b>2 087</b> | <b>2 158</b> | <b>2 073</b> | <b>1 916</b> | <b>1 981</b> | <b>2 051</b> |
| +Avskrivninger         | 930          | 928          | 965          | 968          | 957          | 995          | 1 036        |
| -CAPEX                 | 1 278        | 1 275        | 1 326        | 1 331        | 1 315        | 1 368        | 1 424        |
| - $\Delta$ NWC         | -1 457       | -23          | 429          | 39           | -134         | 446          | 474          |
| <b>=FCF</b>            | <b>3 297</b> | <b>1 763</b> | <b>1 369</b> | <b>1 672</b> | <b>1 692</b> | <b>1 162</b> | <b>1 189</b> |

Tabell 6-23: Fremtidsbudsjettet for Marine Harvest.



## 7. Verdssettelse av Marine Harvest

Som nevnt under valg av verdsettelsesmetode er det nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene og terminalverdien som utgjør selskapsverdien til Marine Harvest. Så finner man aksjeverdien ved å trekke fra netto rentebærende gjeld, og dele denne verdien på antall aksjer. Under ser man en tabell med oversikten over estimert verdi av Marine Harvest.

| Verdi av egenkapitalen          |               |
|---------------------------------|---------------|
| Selskapsverdi                   | 45 223        |
| -Netto finansiell gjeld         | 8 368         |
| <b>Verdi av egenkapitalen</b>   | <b>36 855</b> |
| Antall aksjer                   | 410,3777581   |
| <b>Estimert aksjepris</b>       | <b>89,81</b>  |
| Aksjepris i markedet (01.01.14) | 73,85         |
| Gevinstpotensial                | 17,77 %       |

Tabell 7-1: Verdi av egenkapitalen.

Fra tabellen over ser man at estimert verdi av egenkapitalen er på 36 855 MNOK, og at estimert aksjepris derfor blir kr 89,81. Aksjen til Marine Harvest har derfor et gevinstpotensial på 17,77%.

### 7.1. Nåverdi av prognoseperioden

For beregning av nåverdien av prognoseperioden, E2014-E2020, neddiskonteres kontantstrømmene fra fremtidsbudsjettet ved bruk av WACC(5,41%). Nåverdiene av kontantstrømmene og totalverdien er vist i tabellen under.

|                    | E2014  | E2015 | E2016 | E2017 | E2018 | E2019 | E2020 |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nåverdi av FCF     | 3 128  | 1 586 | 1 169 | 1 354 | 1 300 | 847   | 823   |
| Sum nåverdi av FCF | 10 207 |       |       |       |       |       |       |

Tabell 7-2: Nåverdiene av FCF.

### 7.2. Nåverdi av terminalverdien

Terminalverdien finner man året etter siste estimerte budsjettår, i dette tilfellet er terminalåret E2021. Estimatenes for utregningen av kontantstrømmene i terminalåret er utregnet på samme måte som estimatene i prognoseperioden. Man ser estimatene for terminalåret i tabellen under:

|                        | E2020        | Terminalåret |
|------------------------|--------------|--------------|
| Driftsinntekter        | 23 426       | 24 413       |
| -Varekostnader         | 12 742       | 13 278       |
| -Lønnskostnader        | 3 654        | 3 821        |
| -Andre driftskostnader | 3 141        | 3 274        |
| <b>=EBITDA</b>         | <b>3 889</b> | <b>4 040</b> |
| -Avskrivninger         | 1 036        | 1 080        |
| <b>=EBIT</b>           | <b>2 853</b> | <b>2 960</b> |
| -Skatt                 | 801          | 831          |
| <b>=NOPLAT</b>         | <b>2 051</b> | <b>2 129</b> |
| +Avskrivninger         | 1 036        | 1 080        |
| -CAPEX                 | 1 424        | 1 484        |
| -ΔNWC                  | 474          | 505          |
| <b>=FCF</b>            | <b>1 189</b> | <b>1 220</b> |

Tabell 7-3: Estimer for terminalåret.

Terminalverdien finner man som nevnt ved bruk av Gordons vekstmodell:

$$Terminalverdi = \frac{1\,220}{(5,41\% - 3,0\%)} = 50\,631$$

Som man ser av formelen så benyttes FCF i terminalåret på 1 220, WACC på 5,41% og en vekstrate på 3,0%. Vekstraten på 3,0% er basert på en tilpassing mellom inflasjonsmålet i Norge på 2,5% og historisk gjennomsnittlig (geometrisk) BNP-vekst i verdensøkonomien på 3,48%. Tallene for historisk BNP-vekst i verdensøkonomien er hentet fra IMF sine databaser. Inflasjonsmålet i Norge på 2,5% og 2% for store deler av Europa virker noe lavt, og historisk BNP-vekst på ca. 3,5% virker noe høyt. Derfor benyttes en tilpassing mellom disse på 3,0% i verdsettelsen.

Så neddiskonteres terminalverdien ved bruk av WACC for å finne nåverdien:

$$Nåverdi\ av\ Terminalverdien = \frac{50\,631}{(1 + 0,0541)^7} = 35\,016$$

Selskapsverdien får man da ved å legge sammen nåverdien av kontantstrømmene og terminalverdien.

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| Selskapsverdien       |        |
| Nåverdi FCF           | 10 207 |
| Nåverdi Terminalverdi | 35 016 |
| Selskapsverdien       | 45 223 |

Tabell 7-4: Selskapsverdien av Marine Harvest.

Her ser man at over 75% av verdien til Marine Harvest er i terminalverdien. Det er knyttet stor usikker til terminalverdien, ettersom denne delen verdsetter selskapet i

evig tid etter prognoseperioden. Vekstraten har stor betydning for terminalverdien og vil bli undersøkt i sensitivitetsanalysen.

## 8. Komparativ analyse

Som et supplement til den fundamentale analysen vil det også bli gjennomført en komparativ/markedsbasert analyse. Denne analysen fungerer som en kvalitetssjekk av verdien fra den fundamentale analysen.

I denne delen vil det bli brukt multipler for å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. De sammenlignbare selskapene som benyttes i denne analysen er de børsnoterte selskapene; Lerøy Seafood, Salmar, Cermaq og Grieg Seafood. Alle tall som er brukt i denne analysen er hentet fra selskapenes årsregnskap.

De multiplene som denne analysen vurderer er:

- EV/Salg
- EV/EBITDA
- EV/EBIT
- P/E
- P/B

I tabellen under er den fulle oversikten over den komparative analysen.

|                          | EV/Salg     | EV/EBITDA   | EV/EBIT     | P/E         | P/B         |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Lerøy Seafood            | 1,0         | 5,7         | 6,8         | 5,6         | 1,2         |
| Salmar                   | 1,8         | 7,6         | 8,9         | 4,7         | 1,7         |
| Cermaq                   | 2,3         | 4,9         | 5,5         | 18,3        | 1,0         |
| Grieg Seafood            | 1,5         | 7,6         | 10,6        | 6,3         | 1,4         |
| Gjennomsnitt             | 1,7         | 6,5         | 8,0         | 8,71        | 1,3         |
| Median                   | 1,7         | 6,7         | 7,9         | 5,9         | 1,3         |
| <b>Marine Harvest</b>    |             |             |             |             |             |
| Selskapsverdi            | 32 215      | 25 686      | 25 552      | -           | -           |
| -Netto finansiell gjeld  | 8 368       | 8 368       | 8 368       | -           | -           |
| Markedsverdi egenkapital | 23 847      | 17 318      | 17 183      | 21 971      | 21 298      |
| <b>Antall aksjer</b>     |             |             |             |             |             |
|                          | 410,3777581 | 410,3777581 | 410,3777581 | 410,3777581 | 410,3777581 |
| <b>Aksjepris</b>         |             |             |             |             |             |
|                          | 58,11       | 42,20       | 41,87       | 53,54       | 51,90       |

Tabell 8-1: Komparativ analyse.

Fra tabellen ser man at Marine Harvest verdsettes høyere i den fundamentale analysen enn samtlige verdier multiplene gir. Aksjepris varierer stort fra 58,11 ved bruk av EV/Salg til 41,87 ved bruk av EV/EBIT. Det kan virke som om Marine Harvest er overpriset hvis man isolert sett ser på disse verdiene opp mot aksjekursen i markedet på kr 73,85(01.01.14).

En av grunnene til at multiplene gir så lave aksjepriser kan være fordi en eller flere av selskapene som sammenlignes med Marine Harvest ikke er sammenlignbare med selskapet. Det å finne helt identiske eller tilnærmet identiske selskaper er så å si umulig, derfor kan det alltid stilles spørsmålstegn til valg av sammenlignbare selskaper i en slik analyse.

Markedet kan også prise Marine Harvest høyere enn multiplene hvis de mener at vekstpotensialet til Marine Harvest er større enn de andre selskapene. Som nevnt tidligere er Marine Harvest et mye større selskap enn noen andre oppdrettsselskap, og under den strategiske analysen ble det avdekket at Marine Harvest muligens innehar stordriftsfordeler som er et varig konkurransefortrinn. Dette er faktorer som kan gi selskapet bedre vekst enn de sammenlignbare selskapene, og derfor priser markedet Marine Harvest høyere enn hva multiplene skulle tilsi.

## **9. Sensitivitetsanalyse**

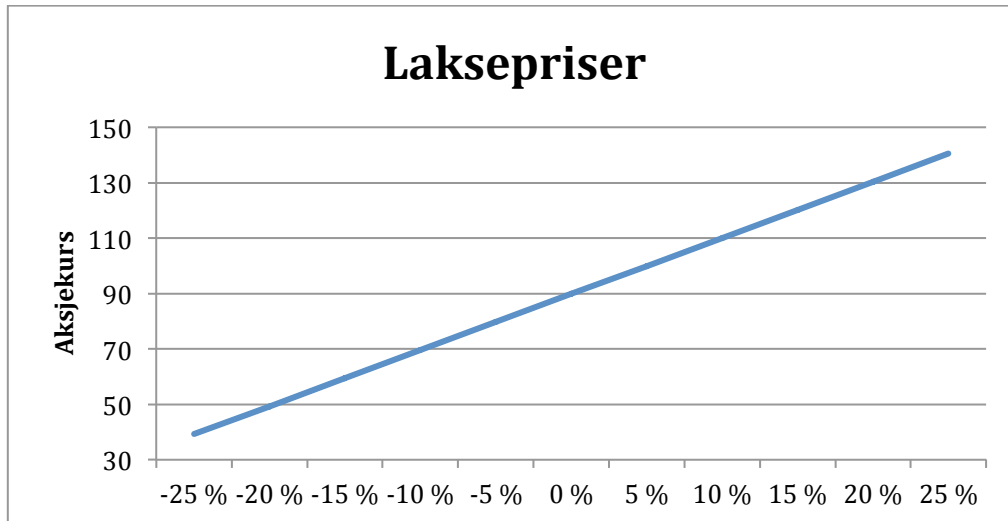
Tilslutt vil det bli gjennomført en sensitivitetsanalyse for å sjekke hvor sensitiv selskapsverdien/aksjekursen er i forhold til endringer i estimatene som har blitt benyttet i denne verdsettelsen. En slik analyse vil avdekke hvilke estimater som er mest sensitive, og dermed avdekke de mest usikre estimatene i denne verdsettelsen. Det vil bli gjennomført en sensitivitetsanalyse av følgende estimater; laksepris, ulike estimater innen WACC og vekstrate.

I denne analysen ser man på endringer i selskapets aksjekurs ved endringer av de ulike estimatene. Det forutsettes at alt annet holdes konstant ved endring av estimatet. Unntaket er lakseprisene ettersom estimatene for de fleste kostnadene er i prosent av driftsinntektene. Derfor vil endring i laksepris påvirke estimatene for inntekter og kostnader.

### **9.1. Laksepris**

Estimatene for driftsinntektene er av stor betydning for selskapsverdien til Marine Harvest. Dette fordi de fleste kostnadene og investeringene i fremtidsregnskapet er basert på en prosentandel av driftsinntektene. Driftsinntektene består av volum og laksepris. Volum vil nok ligge ganske stabilt grunnet få nye oppdrettslisenser. Derfor vil endringer i lakseprisen være av stor betydning for selskapsverdien til Marine Harvest.

I analysen ser man på ny aksjekurs hvis estimatene for lakseprisene endres. Endringene er prosentvis og gjelder for samtlige år i fremtidsregnskapet. Resultatet fra analysen er vist i figuren og tabellen under.



Figur 9-1: Sensitivitetsanalyse laksepriser.

|                           | -25 %   | -20 %   | -15 %   | -10 %   | -5 %    | 0 %    | 5 %    | 10 %   | 15 %   | 20 %   | 25 %   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Endring laksepris         | -25 %   | -20 %   | -15 %   | -10 %   | -5 %    | 0 %    | 5 %    | 10 %   | 15 %   | 20 %   | 25 %   |
| Aksjekurs                 | 39,19   | 49,31   | 59,43   | 69,56   | 79,68   | 89,81  | 99,93  | 110,06 | 120,18 | 130,30 | 140,43 |
| % endring i aksjekurs     | -56,4 % | -45,1 % | -33,8 % | -22,5 % | -11,3 % | 0,0 %  | 11,3 % | 22,5 % | 33,8 % | 45,1 % | 56,4 % |
| Selskapsverdi             | 24 450  | 28 604  | 32 759  | 36 914  | 41 069  | 45 223 | 49 378 | 53 533 | 57 688 | 61 842 | 65 997 |
| % endring i selskapsverdi | -45,9 % | -36,7 % | -27,6 % | -18,4 % | -9,2 %  | 0,0 %  | 9,2 %  | 18,4 % | 27,6 % | 36,7 % | 45,9 % |

Tabell 9-1: Sensitivitetsanalyse laksepriser.

Fra figuren og tabellen over ser man at aksjekursen til Marine Harvest er veldig sensitiv for endringer i lakseprisen. Dette knytter stor usikkerhet til estimatene for lakseprisene. Det at aksjekursen er sensitiv i forhold til lakseprisen er noe selskapet opplevde i 2011, da lakseprisene falt nesten 60% og aksjekursen falt i samme periode med nesten 70%. De fremtidige lakseprisene er nok den variabelen som vil påvirke selskapsverdien til Marine Harvest i sterkest grad.

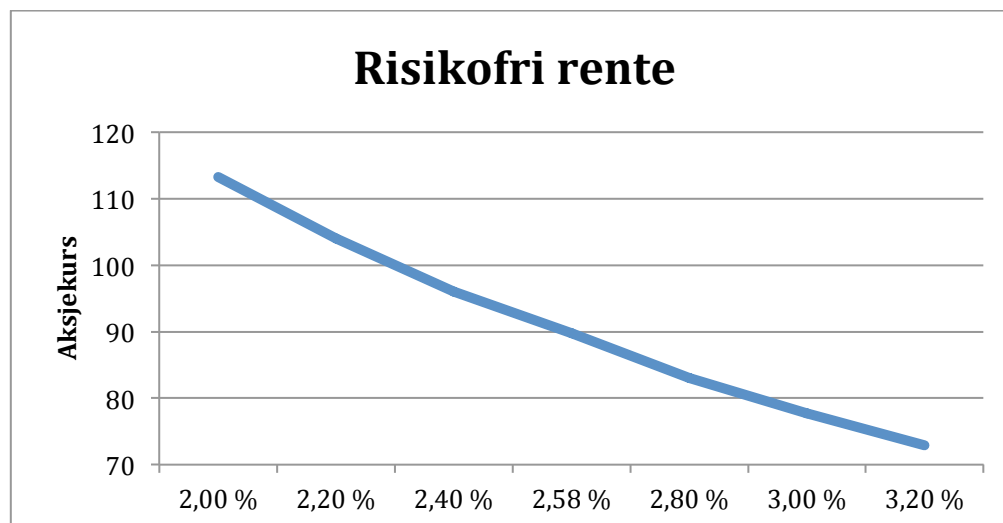
## 9.2. WACC

Endringer av estimatet for WACC vil ha betydning for selskapsverdien til Marine Harvest fordi dette vil endre diskonteringsfaktoren som benyttes for å finne nåverdien av kontantstrømmene. En høyere eller lavere WACC vil gi mer eller mindre verdi til kontantstrømmene som igjen endrer selskapsverdien.

Istedenfor å se på endringer i aksjekursen i forhold til prosentvis endring i WACC, blir ulike faktorer av WACC analysert i dette avsnittet. I all hovedsak er det endringer i avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden som analyseres. Avkastningskravet til egenkapitalen er delt opp i risikofri rente, beta-verdi og markedets risikopremie. Disse analyseres hver for seg.

### 9.2.1. Risikofri rente

Den risikofri renten har stor påvirkning på egenkapitalens avkastningskrav og endringer i denne vil endre avkastningskravet. Store endringer i den risikofri renten, altså renten på norske 10 årlige statsobligasjoner, er ikke veldig sannsynlig. Denne renten endres gradvis små steg av gangen. Fra sensitivitetsanalysen får man følgende figur og tabell.



Figur 9-2: Sensitivitetsanalyse risikofri rente.

|                       | 2,00 % | 2,20 % | 2,40 % | 2,58 %        | 2,80 % | 3,00 %  | 3,20 %  |
|-----------------------|--------|--------|--------|---------------|--------|---------|---------|
| Risikofri rente       | 2,00 % | 2,20 % | 2,40 % | <b>2,58 %</b> | 2,80 % | 3,00 %  | 3,20 %  |
| Aksjekurs             | 113,23 | 104,02 | 96,07  | <b>89,81</b>  | 83,07  | 77,68   | 72,88   |
| % endring i aksjekurs | 26,1 % | 15,8 % | 7,0 %  | <b>0,0 %</b>  | -7,5 % | -13,5 % | -18,9 % |

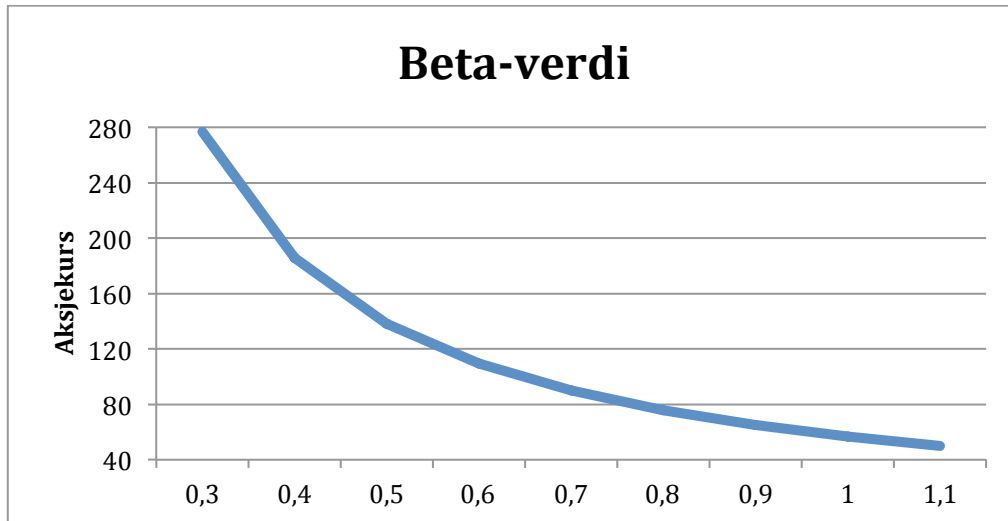
Tabell 9-2: Sensitivitetsanalyse risikofri rente.

Som man kan se over vil ikke små endringer i den risikofri renten ha stor innvirkning på Marine Harvest sin aksjekurs. Med en risikofri rente mellom 2% og 3% vil estimert aksjekurs ligge mellom ca. kr 70-115. Denne variabelen anses ikke som svært usikker, noe som sensitivitetsanalysen bekrefter.

### 9.2.2. Beta-verdi

Neste ledd i egenkapitalens avkastningskrav er beta-verdien. Endringer i denne variabelen har som regel den største påvirkningen på avkastningskravet, altså den mest sensitive faktoren. Under ser man resultatene fra sensitivitetsanalysen av beta-verdien til Marine Harvest.





Figur 9-3: Sensitivitetsanalyse beta-verdi.

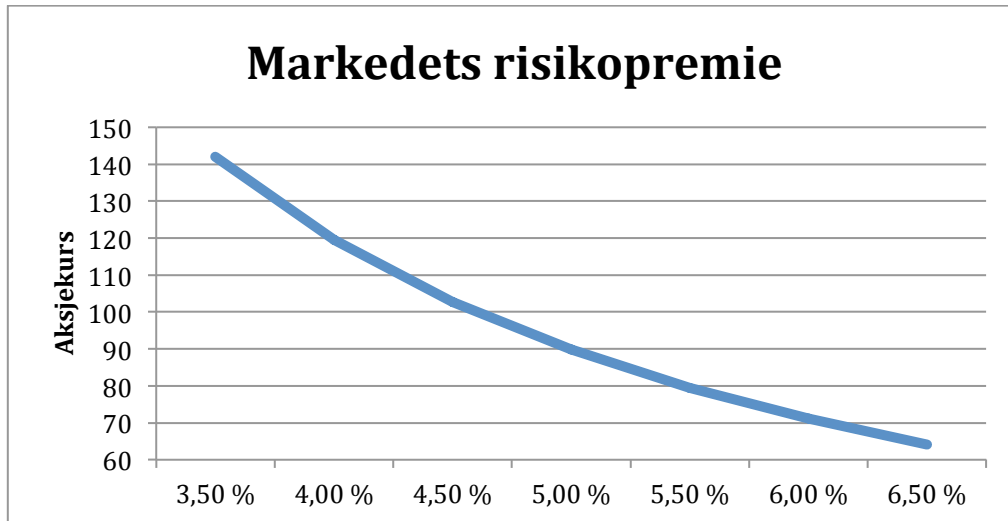
| Beta-verdi            | 0,3     | 0,4     | 0,5    | 0,6    | 0,7   | 0,8     | 0,9     | 1       | 1,1     |
|-----------------------|---------|---------|--------|--------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Aksjekurs             | 276,93  | 185,64  | 138,33 | 109,37 | 89,81 | 75,7    | 65,03   | 56,68   | 49,97   |
| % endring i aksjekurs | 208,4 % | 106,7 % | 54,0 % | 21,8 % | 0,0 % | -15,7 % | -27,6 % | -36,9 % | -44,4 % |

Tabell 9-3: Sensitivitetsanalyse beta-verdi.

Som nevnt over kan man se at endringer i beta-verdien har veldig stor innvirkning på selskapets aksjekurs. Beta-verdien på 0,7 er valgt ut ifra selskapets historiske aksjeavkastning, og om historikken vil gjenta seg i fremtiden er vanskelig å si. Man ser ut ifra denne analysen at endringer i beta-verdien vil påvirke selskapets aksjekurs betydelig, bare en endring 0,1 opp eller ned vil endre aksjekursen med over kr 10. Man ser fra figuren og tabellen over at aksjekursen er mer sensitiv for lavere beta-verdi enn en høyere. Hadde beta-verdien som ble avdekket i avsnitt 5.1.2 når man brukte MSCI World index, beta-verdi: 1,08, hadde estimert aksjekurs nesten vært halvert. Altså, er det knyttet størst usikkerhet til beta-verdien i denne verdsettelsen med tanke på faktorene som påvirker WACC.

### 9.2.3. Markedets risikopremie

Den siste delen av egenkapitalens avkastningskrav, markedets risikopremie, bestemmes som sagt ut ifra den forventede avkastningen til markedet minus den risikofri renten. Som nevnt i avsnittet over er det knyttet liten usikkerhet til den risikofri renten, altså er det den forventede avkastningen til markedet som kan være usikkerhetsmomentet. Sensitivitetsanalysen av markedets risikopremie er vist i figuren og tabellen under.



Figur 9-4: Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie.

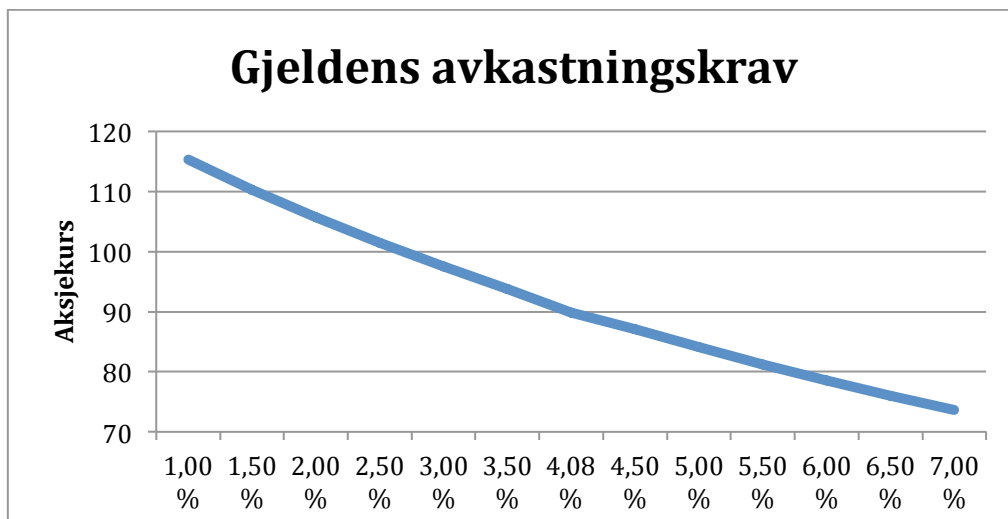
|                        | 3,50 % | 4,00 % | 4,50 % | 5,00 %        | 5,50 %  | 6,00 %  | 6,50 %  |
|------------------------|--------|--------|--------|---------------|---------|---------|---------|
| Markedets risikopremie | 3,50 % | 4,00 % | 4,50 % | <b>5,00 %</b> | 5,50 %  | 6,00 %  | 6,50 %  |
| Aksjekurs              | 142,01 | 119,50 | 102,75 | <b>89,81</b>  | 79,5    | 71,09   | 64,11   |
| % endring i aksjekurs  | 58,1 % | 33,1 % | 14,4 % | <b>0,0 %</b>  | -11,5 % | -20,8 % | -28,6 % |

Tabell 9-4: Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie.

Her kan man se det samme som for den risikofri renten, at endringer i markedets risikopremie vil påvirke aksjekursen i liten grad. Markedets risikopremie på 5% har vært brukt i markedet i mange år og det er veldig usannsynlig at den endres mye i fremtiden.

#### 9.2.4. Gjeldens avkastningskrav

Gjeldens avkastningskrav har som egenkapitalens avkastningskrav stor påvirkning på selskapets WACC. Denne faktoren vil også følge den risikofri renten da begge påvirkes av styringsrenten. I verdsettelsen benyttes et avkastningskrav på 4,08%, og i sensitivitets analysen ser man på ulike scenarioer med et avkastningskrav fra 1-7%.



Figur 9-5: Sensitivitetsanalyse gjeldens avkastningskrav.

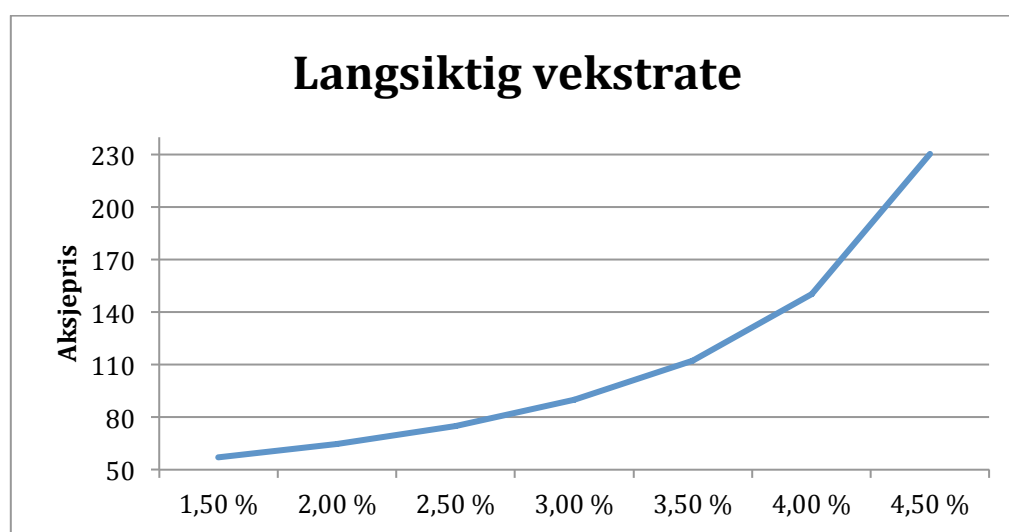
|                          | 1,00 % | 2,00 % | 3,00 % | <b>4,08 %</b> | 5,00 % | 6,00 %  | 7,00 %  |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------------|--------|---------|---------|
| Gjeldens avkastningskrav | 1,00 % | 2,00 % | 3,00 % | <b>4,08 %</b> | 5,00 % | 6,00 %  | 7,00 %  |
| Aksjekurs                | 115,29 | 105,72 | 97,49  | <b>89,81</b>  | 84,07  | 78,53   | 73,6    |
| % endring i aksjekurs    | 28,4 % | 17,7 % | 8,6 %  | <b>0,0 %</b>  | -6,4 % | -12,6 % | -18,0 % |

Tabell 9-5: Sensitivitetsanalyse gjeldens avkastningskrav.

Som vist over ser man at endringer i gjeldens avkastningskrav ikke har de store utslagene på Marine Harvest sin aksjekurs. Det å ha et avkastningskrav på gjelden ned mot 1-2% virker noe urealistisk og med lave renter i store deler av verden vil nok ikke avkastningskravet økes veldig raskt. Det knyttes derfor lav usikkerhet til dette estimatet i verdsettelsen.

### 9.3. Langsiktig vekstrate

Langsiktig vekstrate benyttes som vist over for utregningen av terminalverdien til Marine Harvest. Denne raten vil ha stor påvirkning på selskapets aksjekurs ettersom mesteparten av verdien til Marine Harvest er i terminalverdien. I sensitivitetsanalysen har ulike scenarioer med en langsiktig vekstrate fra 1,5% til 4,5% blitt undersøkt.



Figur 9-6: Sensitivitetsanalyse langsiktig vekstrate.

|                                   | 1,50 %  | 2,00 %  | 2,50 %  | <b>3,00 %</b> | 3,50 % | 4,00 % | 4,50 %  |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------------|--------|--------|---------|
| Langsiktig vekstrate              | 1,50 %  | 2,00 %  | 2,50 %  | <b>3,00 %</b> | 3,50 % | 4,00 % | 4,50 %  |
| Aksjekurs                         | 57,06   | 64,78   | 75,14   | <b>89,81</b>  | 112,16 | 150,37 | 230,63  |
| % endring i aksjekurs             | -36,5 % | -27,9 % | -16,3 % | <b>0,0 %</b>  | 24,9 % | 67,4 % | 156,8 % |
| Nåverdi terminalverdi             | 21 579  | 24 744  | 28 998  | <b>35 016</b> | 44 188 | 59 871 | 92 807  |
| % endring i nåverdi terminalverdi | -38,4 % | -29,3 % | -17,2 % | <b>0,0 %</b>  | 26,2 % | 71,0 % | 165,0 % |

Tabell 9-6: Sensitivitetsanalyse langsiktig vekstrate.

Av figuren og tabellen over ser man at endringer i den langsiktige vekstraten kan ha stor påvirkning på aksjekursen til Marine Harvest ved store endringer. Som man ser over vil vekstraten påvirke terminalverdi som utgjør størsteparten av selskapsverdien.

Her ser man at hvis veksten blir lavere vil dette endre terminalverdien i negativ retning, men hvis vekstraten fremover blir bedre enn 3%, for eksempel 4%, ser man fra analysen at det er et stort gevinstpotensial. Hvis veksten i den globale verden bedres fremover vil dette kunne ha stor betydning for aksjekursen til Marine Harvest. En økning fra 3% til 4% vil øke verdien av terminalverdien med over 70%, men en nedgang fra 3% til 2% vil redusere terminalverdien med nesten 30%. Altså en stor oppside hvis vekstutsiktene bedres.

#### 9.4. Analytikernes estimater

På finansnettsider som Bloomberg, Reuters, The Financial Times og The Wall Street Journal finner man estimater fra analytikere om aksjen til Marine Harvest. Estimatenes er earnings og revenue, og tallene som er oppgitt i tabellene under er konsensus for alle analytikerne. Tallene for 2012 og 2013 er faktiske tall, mens de fra 2014 til 2017 er analytikernes estimater.

Ser man på estimatene for earnings finner man at analytikerne antar solid inntjening for Marine Harvest i årene som kommer. Tar man et geometrisk gjennomsnitt for veksten av estimatene fra 2013 til 2017 fra The Wall Street Journal får man estimert årlig vekst på 14,84%. Dette er et veldig høyt og et solid tall, men det er ikke realistisk å anta at denne veksten skal vare for all fremtid. Man kan se at earnings for 2012 var betydelig lavere enn de andre årene, noe som tyder på konjunkturer i bransjen. Man ser i avsnittet over at endringer i vekstraten vil påvirke selskapet mye. Det analytikernes estimater forteller er at selskapet vil gjøre det godt i den nærmeste fremtiden, men man kan ikke benytte en vekstrate basert kun på de gode tidene.

Earnings

|                         | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Bloomberg               | 1,10 | 5,37 | 7,55 | 9,43 | -    | -    |
| Reuters                 | 1,10 | 5,37 | -    | 6,82 | 8,73 | -    |
| The Financial Times     | 1,10 | 5,37 | 7,00 | 6,82 | 8,73 | -    |
| The Wall Street Journal | 1,10 | 5,37 | 6,94 | 6,90 | 8,45 | 9,34 |

Tabell 9-7: Analytikernes estimater for fortjeneste per aksje.

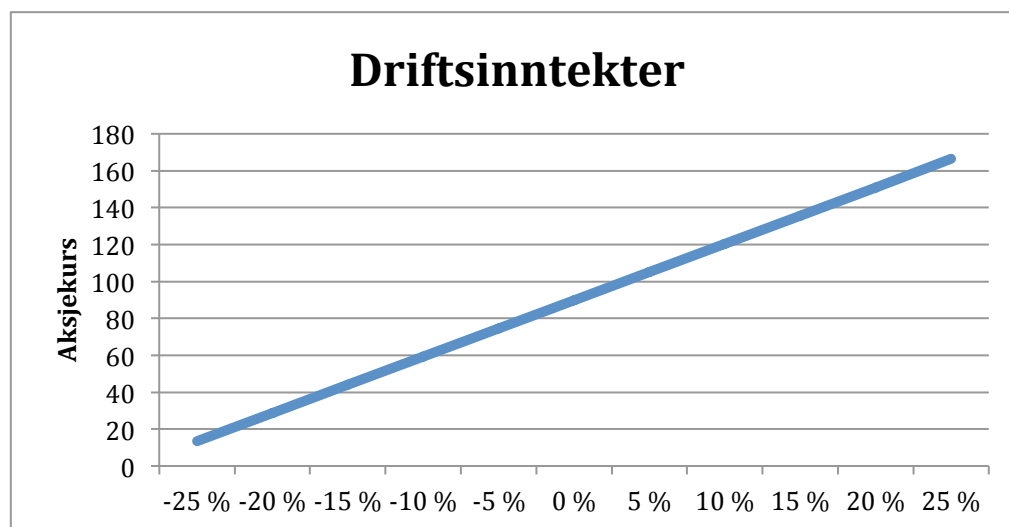
Fra tabellen under ser man at analytikernes estimater fra The Financial Times for revenue er ca. 25% høyere enn de estimatene som er benyttet i denne verdsettelsen. Får å se hvilken effekt en slik endring vil ha på selskapsverdien til Marine Harvest gjøres en sensitivitetsanalyse på driftsinntektene.

## Revenue

|                     | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Bloomberg           | 15 600,00 | 19 200,00 | 25 600,00 | 27 000,00 | -         |
| Reuters             |           |           |           | 26 279,90 | 28 411,80 |
| The Financial Times | 15 463,50 | 19 199,40 | 25 531,30 | 26 094,38 | 28 368,38 |

Tabell 9-8: Analytikernes estimater for inntekt.

Fra figuren og tabellen under ser man at aksjekursen er veldig sensitiv for endringer i driftsinntektene. Hvis analytikernes estimater stemmer og samtlige driftsinntekter øker med 25% vil aksjekursen øke med hele 85,2%. Dette virker veldig mye, men det er viktig å merke seg at endringer i driftsinntektene vil også føre til endringer i flere estimater i verdsettelsen. Dette kan en større effekt enn hva som er realistisk. Analytikerne har bare gitt estimater for tre år frem i tid, så om en økning i driftsinntektene på 25% gjelder for alle år virker urealistisk. Det er også mulig at analytikerne antar høyere kostnader, avskrivning og investeringer enn det som benyttes i denne verdsettelsen. Her kan kostnader fra VAP Europe og Morpol være betydelig større enn det oppgaven har estimert. Men det er likevel verdt å merke seg at endringer i driftsinntektene er av stor betydning for verdien til Marine Harvest.



Figur 9-7: Sensitivitetsanalyse driftsinntekter.

|                           | -25 %   | -20 %   | -15 %   | -10 %   | -5 %    | 0 %    | 5 %    | 10 %   | 15 %   | 20 %   | 25 %   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Endring driftsinntekter   | -25 %   | -20 %   | -15 %   | -10 %   | -5 %    | 0 %    | 5 %    | 10 %   | 15 %   | 20 %   | 25 %   |
| Aksjekurs                 | 13,32   | 28,62   | 43,91   | 59,21   | 74,51   | 89,81  | 105,11 | 120,4  | 135,7  | 151,00 | 166,30 |
| % endring i aksjekurs     | -85,2 % | -68,1 % | -51,1 % | -34,1 % | -17,0 % | 0,0 %  | 17,0 % | 34,1 % | 51,1 % | 68,1 % | 85,2 % |
| Selskapsverdi             | 13 834  | 20 112  | 26 389  | 32 667  | 38 945  | 45 223 | 51 501 | 57 779 | 64 057 | 70 335 | 76 613 |
| % endring i selskapsverdi | -69,4 % | -55,5 % | -41,6 % | -27,8 % | -13,9 % | 0,0 %  | 13,9 % | 27,8 % | 41,6 % | 55,5 % | 69,4 % |

Tabell 9-9: Sensitivitetsanalyse driftsinntekter.

## **10. Konklusjon**

Denne verdsettelsen har benyttet en fundamental analyse for å finne markedsverdien av egenkapitalen til Marine Harvest. Der den strategiske analysen og regnskapsanalysen har lagt grunnlaget for estimatene i fremtidsbudsjettet. I denne verdsettelsen ble estimert aksjekurs kr 89,81, noe som avviker 17,77% fra aksjekursen i markedet på kr 73,85. En handelsstrategi ut ifra den fundamentale analysen ville vært kjøp.

Supplerende til den fundamentale analysen ble det gjennomført en komparativ analyse basert på multipler fra sammenlignbare selskaper. I denne delen ble de vanligste multiplene benyttet for å foreta en markedsbasert tilnærming av markedsverdien av egenkapitalen til Marine Harvest. Samtlige multipler viste at aksjekursen er overpriset i markedet noe som ville gitt en salgsanbefaling kun basert på den komparative analysen.

Avslutningsvis i denne verdsettelsen ble det gjennomført en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor følsom den estimerte aksjekursen fra den fundamentale analysen er for endringer i innsatsfaktorene. Ikke overraskende viste analysen at estimert aksjekurs er meget sensitiv for endringer i laksepris, noe som vil være førende for verdien av egenkapitalen til Marine Harvest. I analysen ble ulike faktorer av avkastningskravet analysert, og det var spesielt beta-verdien som var svært sensitiv i forhold til aksjekurs. Men de estimatene som er benyttet i denne oppgaven anses som akseptable ut ifra tilgjengelig informasjon.

Det er vanskelig å gi en handelsstrategi ut i fra det hele bildet. Det kan være tekniske signaler som driver aksjekursen opp eller ned, noe som ikke har vært berørt i denne verdsettelsen. Men ut ifra den fundamentale analysen og den komparative analysen vil en anbefalt handelsstrategi være en kjøpsanbefaling, men være klar over en mulig nedside basert på multippel-analysen.

## 11. Litteraturliste

### 11.1. Bøker

Asche, F. & Bjørndal, T. (2011). *The Economics of Salmon Aquaculture*, Chichester: Wiley-Blackwell.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2nd Edition)*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Eklund, T. & Knutsen, K. (2003). *Regnskapsanalyse med årsoppgjør – Aktiv bruk av regnskapet*(7. utgave), Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Hill, C. & Jones, G. (2007). *Strategic Management: An Integrated Approach (7th edition)*. Boston: Houghton Mifflin Company.

Hoff, K. G. (2000). *Bedriftens økonomi (4. Utgave)*. Oslo: Universitetsforlaget.

Kotler, P. (2005). *Markedsføringsledelse (3. utgave)*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Roos, G., van Krogh, G. & Roos, J. (1997). *Innføring i Strategi (2. utgave)*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Titman, S. & Martin, J. (2014). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions (2nd edition)*. Harlow: Pearson Education Limited.

### 11.2. Artikler

Asche, F. (2008). Farming the Sea. *Marine Resource Economics* 23(4):527 - 47

Asche, F., Bjørndal, T. & Sissener, E.H. (2003). Relative Productivity Development in Salmon Aquaculture. *Marine Resource Economics* 18(2): 205-210.

Asche, F., Guttormsen, A.G., & Tveteras, R. (1999). Environmental Problems, production and New Markets in Aquaculture. *Aquaculture Economics & Management* 13(2), 71-75.

Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A survey of the Theory and Evidence*. New York: Stern School of Business.

Tveteras, R. (2002). Industrial agglomeration and production costs in Norwegian salmon aquaculture. *Marine resource economics* 17(1): 1-22.

### 11.3. Forelesningsnotater

Kinserdal, F. (2014). Forelesningsnotater fra BUS425 – Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse, NHH våren 2014.

### 11.4. Nettsider

Byberg, Ø. (2013). Marine Harvests Morpol-oppkjøp godkjent. Hentet 17. Januar 2015 fra <http://www.hegnar.no/bors/artikkel336417.ece>

Conerly, B. (2014). China Economic Forecast 2014-2015: Rocky Growth. Hentet 01. Februar 2015 fra <http://www.forbes.com/sites/billconerly/2014/03/10/china-economic-forecast-2014-2015-rocky-growth/>

Dahl, C. A., Stenvaagnes, R., Langberg, Ø. K. & NTB. (2014). Russland stanser import av norske produkter. Hentet 01. Februar 2015 fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Russland-stanser-import-av-norske-produkter-7660419.html>

Fiskeri- havbruksnæringens landsforening (2015). *En bærekraftig havbrukshistorie*. Hentet 18. Januar 2015 fra <http://www.laks.no/informasjon/artikler/en-barekraftig-havbrukshistorie/>

Hallenstvedt, A. (2009). Pan Fish ASA. *Store Norske Leksikon*. Hentet 16. Januar 2015 fra [https://snl.no/Pan\\_Fish\\_ASA](https://snl.no/Pan_Fish_ASA)

Hvamstad, E. (2014). Meglerhus: -Aksjene har en oppside på rundt 50 prosent. Hentet 17. Januar 2015 fra <http://www.hegner.no/bors/artikkel512733.ece>

Kotch-Næss, T. (2014). Fredriksens nye drømmefabrikk. Hentet 16. Januar 2015 fra <http://www.adressa.no/nyheter/sortrondelag/article10227394.ece>

Langberg, Ø. K. (2012). Laks i kjempetanker kan true norsk eksport. Hentet 01. Februar 2015 fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Laks-i-kjempetanker-kan-true-norsk-eksport-7009058.html>

Laugen, S. T. (2014). Fisken tar bakveien. Hentet 01. Februar 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/09/16/2154/Laksetrbbel-i-Russland/fisken-tar-bakveien>

Norges sjømatråd (2015). *Fakta om fisk og skalldyr: laks*. Hentet 17. Januar 2015 fra <http://www.godfisk.no/Sj%C3%B8matskolen/Fakta-om-fisk-og-skalldyr/Laks>

Pettersen, E. (2014). Tror på lav rente lenge. Hentet 11. Mars 2015 fra <http://www.nettavisen.no/na24/tror-pa-lav-rente-lenge/3755460.html>

SINTEF (2010). Betydningen av fiskeri- og havbruksnæringen for Norge I 2008 – En ringvirkningsanalyse. Hentet 17. Februar 2015 fra [http://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri\\_og\\_havbruk/internasjonalt\\_radgivning/ringvirkningsanalyser/sintef\\_betydningen-av-fiskeri--og-havbruksnaringen-for-norge-i-2008---en-ringvirkningsanalyse.pdf](http://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri_og_havbruk/internasjonalt_radgivning/ringvirkningsanalyser/sintef_betydningen-av-fiskeri--og-havbruksnaringen-for-norge-i-2008---en-ringvirkningsanalyse.pdf)

TDN Finans (2011). Tøft for Marine Harvest. Hentet 17. Januar 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2011/07/18/toft-for-marine-harvest?service=print>

TDN Finans (2015). –2015 blir det beste året noensinne. Hentet 17. Januar 2015 fra <https://www.dn.no/nyheter/finans/2015/01/07/1314/Oppdrett/-2015-blir-det-beste-ret-noensinne?service=print>



## 11.5. Rappporter

- Cermaq ASA. (2008). Annual Report 2008. Oslo 2008.
- Cermaq ASA. (2009). Annual Report 2008. Oslo 2009.
- Cermaq ASA. (2010). Annual Report 2008. Oslo 2010.
- Cermaq ASA. (2011). Annual Report 2008. Oslo 2011.
- Cermaq ASA. (2012). Annual Report 2008. Oslo 2012.
- Cermaq ASA. (2013). Annual Report 2008. Oslo 2013.
- Fjord Seafood ASA. (2002). Annual Report 2002. Brønnøy 2002.
- Grieg Seafood ASA. (2008). Annual Report 2008. Bergen 2008.
- Grieg Seafood ASA. (2009). Annual Report 2008. Bergen 2009.
- Grieg Seafood ASA. (2010). Annual Report 2008. Bergen 2010.
- Grieg Seafood ASA. (2011). Annual Report 2008. Bergen 2011.
- Grieg Seafood ASA. (2012). Annual Report 2008. Bergen 2012.
- Grieg Seafood ASA. (2013). Annual Report 2008. Bergen 2013.
- Grindheim, J. (2008). The world's largest salmon producers. Report. *Intrafish*. Bergen, 22 Juli.
- Lerøy Seafood Group ASA. (2008). Annual report 2008. Bergen 2008.
- Lerøy Seafood Group ASA. (2009). Annual report 2008. Bergen 2009.
- Lerøy Seafood Group ASA. (2010). Annual report 2008. Bergen 2010.
- Lerøy Seafood Group ASA. (2011). Annual report 2008. Bergen 2011.
- Lerøy Seafood Group ASA. (2012). Annual report 2008. Bergen 2012.
- Lerøy Seafood Group ASA. (2013). Annual report 2008. Bergen 2013.
- Marine Harvest ASA. (2008). Annual Report 2008. Bergen 2008.
- Marine Harvest ASA. (2009). Annual Report 2008. Bergen 2009.
- Marine Harvest ASA. (2010). Annual Report 2008. Bergen 2010.
- Marine Harvest ASA. (2011). Annual Report 2008. Bergen 2011.

Marine Harvest ASA. (2012). Annual Report 2008. Bergen 2012.

Marine Harvest ASA. (2013). Annual Report 2008. Bergen 2013.

Marine Harvest ASA. (2014). Salmon Farming Industry Handbook 2014. Bergen 2014.

Morpol ASA. (2010). Annual Report 2010. Ustka 2010.

Morpol ASA. (2011). Annual Report 2011. Ustka 2011.

Morpol ASA. (2012). Annual Report 2012. Ustka 2012.

Oaland, Ø. (2014). Forskningsbasert verdiskapning i Marine Harvest november 2014. Bergen 2014.

PwC. (2014). Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014. Oslo 2014.