

Stavanger Spring 2015

Valuation of Marine Harvest ASA

Master Thesis in Applied Finance

Helene Klungland McCormack & Linda Maria Stautland Irgens



Advisor: Lars Atle Kjøde
University of Stavanger
Faculty of Social Sciences
School of Business Administration



Universitetet
i Stavanger

**FACULTY OF SOCIAL SCIENCES,
UIS BUSINESS SCHOOL**

MASTER'S THESIS

STUDY PROGRAM:

Master in Business Administration

THESIS IS WRITTEN IN THE FOLLOWING
SPECIALIZATION/SUBJECT:

Applied Finance

IS THE ASSIGNMENT CONFIDENTIAL?

No

TITLE:

Valuation of Marine Harvest ASA

AUTHOR

Student number:

211784

.....

211221

.....

Name:

Helene Klungland McCormack

.....

Linda Maria Stautland Irgens

.....

ADVISOR:

Lars Atle Kjøde

ACKNOWLEDGE RECEIPT OF 2 BOUND COPIES OF THESIS

Stavanger,/..... 2015

Signature administration:.....

Forord

Verdsettelsen av Marine Harvest ASA er skrevet som avslutning på masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger, med spesialisering innen anvendt finans. Emnet ble valgt for å anvende et bredt spekter av tillært kunnskap i løpet av studiet.

Vi utarbeidet en verdivurdering av et oljeserviceselskap på bachelornivå, som gjorde at vi ønsket å fordype oss i en ny bransje. Verdsettelse av oppdrettselskap er en krevende prosess og vanskelig å estimere grunnet næringens stadige svingninger. Oppdrettsnæringen anses som et viktig felt innen norsk matproduksjon og verdiskapning i Norge, hvor Marine Harvest ASA er næringens største aktør med produksjon av 3,3 millioner måltider daglig.

Før utarbeidelsen av verdsettelsen hadde vi lite forkunnskaper om selskapet og oppdrettsnæringen, noe som gjorde verdsettelsen spennende på grunn av en utfordrende bransje. Underveis i prosessen har vi møtt på en rekke utfordringer relatert til regnskapsanalyser, ettersom studiet har gitt lite forkunnskaper. Det har vært tidkrevende å sette seg inn i regnskapsanalyser, regler og forutsetninger for videre estimeringer. På tross av vanskeligheter knyttet til forutsetninger, anses antagelsene som realistiske.

Arbeidet med masteroppgaven har vært svært krevende, men også en spennende og lærerik prosess. Verdivurderingen av selskapet har økt vår forståelse for oppdrettsnæringen, regnskap og nye analyseformer innen verdsettelse. På bakgrunn av utarbeidelsen er vi svært fornøyd med sluttproduktet.

Vi vil rette en takk til vår veileder Lars Atle Kjøde for veiledning og konstruktiv tilbakemelding underveis i prosessen.

Stavanger 12.06.2015

Helene Klungland McCormack og Linda Maria Stautland Irgens

Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger

Innhold

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| Sammendrag | 1 |
| 1 Innledning | 3 |
| 1.1 Problemstilling | 3 |
| 1.2 Avgrensninger | 3 |
| 1.3 Struktur..... | 4 |
| 2 Oppdrettsnæringen | 5 |
| 2.1 Akvakultur..... | 5 |
| 2.2 Produksjonsprosessen..... | 5 |
| 2.2.1 Fiskens livssyklus | 5 |
| 2.2.2 Verdikjeden | 6 |
| 2.3 Markedet..... | 7 |
| 3 Marine Harvest ASA | 9 |
| 3.1 Selskapsstruktur | 9 |
| 3.2 Geografisk inndeling | 10 |
| 3.3 Aksjeprisutvikling | 11 |
| 4 Verdsettelsesteknikker | 13 |
| 4.1 Fundamental verdsettelse | 13 |
| 4.2 Avkastningskrav | 14 |
| 4.3 Komparativ verdsettelse | 14 |
| 4.4 Opsjonsbasert verdsettelse | 15 |
| 4.5 Valg av metode..... | 15 |
| 5 Makroøkonomisk analyse | 17 |
| 5.1 Økonomiske variabler | 17 |
| 5.1.1 Fiskepris..... | 17 |
| 5.1.2 Valutakurs..... | 19 |
| 5.2 Politiske forhold | 19 |
| 5.2.1 EU og EØS | 19 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 5.3.2 | Importforbud Russland og Kina | 20 |
| 5.3 | Miljømessige faktorer | 21 |
| 5.3.1 | Smittespredning | 22 |
| 5.3.2 | Lakselus | 22 |
| 5.3.3 | Forurensning | 22 |
| 5.3.4 | Landbasert fiskeoppdrett | 22 |
| 5.3.5 | Havbasert fiskeoppdrett | 23 |
| 5.3.6 | Klima | 24 |
| 5.4 | Innsatsfaktorer | 24 |
| 5.5 | Påvirkning på kontantstrøm og avkastningskrav | 24 |
| 6 | Presentasjon av regnskapstall og analyse | 25 |
| 6.1 | Presentasjon av historisk resultatregnskap og balanse | 26 |
| 6.2 | Trailing | 29 |
| 6.3 | Omgruppering | 30 |
| 6.3.1 | Omgruppert resultatregnskap | 30 |
| 6.3.2 | Omgruppering av balanse | 34 |
| 6.4 | Justering av målefeil | 37 |
| 6.5 | Rammeverk for forholdstallanalyse | 37 |
| 6.5.1 | Forholdstallsanalyse | 38 |
| 6.5.2 | Analyse av risiko | 38 |
| 6.5.3 | Avkastningskrav | 46 |
| 7 | Fundamental verdsettelse | 51 |
| 7.1 | Frikontantstrøm | 51 |
| 7.2 | Forutsetninger for frikontantstrøm | 52 |
| 7.2.1 | Budsjettthorisont | 52 |
| 7.2.2 | Terminalverdi | 52 |
| 7.2.3 | Vekst | 52 |
| 7.3 | Fremtidsregnskap | 53 |
| 7.3.1 | Driftsinntekter | 53 |
| 7.3.2 | Kostnader | 54 |
| 7.3.3 | CAPEX | 55 |
| 7.3.4 | Endring i arbeidskapital | 56 |
| 7.3.5 | Avskrivninger | 57 |

| | |
|--|-----------|
| 7.3.6 Skattesats | 57 |
| 8 Sensitivetsanalyse | 58 |
| 8.1 Endring i lakseinntekt..... | 58 |
| 8.2 Endring i kostnader | 59 |
| 8.3 Endring i avkastningskrav | 60 |
| 8.4 Oppsummering sensitivetsanalyse | 61 |
| 9 Komparativ verdsettelse..... | 62 |
| 9.1 Sammenlignbare selskap | 62 |
| 9.2 Valg av multippel | 64 |
| 9.2.1 P-multippel | 64 |
| 9.2.2 Enterprise value | 65 |
| 9.2.3 Multippel basert på biologiske eiendeler | 65 |
| 9.3 Resultat komparativ verdsettelse..... | 66 |
| 9.4 Ulemper med komparativ verdsettelse | 66 |
| 10 Kritikk til verdsettelsen | 67 |
| 11 Konklusjon..... | 68 |
| Litteraturliste | 69 |
| Oversikt over figurer og tabeller | 75 |

Sammendrag

I denne masterutredningen foretas en verdsettelse av oppdrettsselskapet Marine Harvest ASA, for å avdekke om aksjekursen reflekterer riktig verdi av selskapet. Verdsettelsen baseres på fundamental verdsettelse, samt komparativ verdsettelse som supplerende verdsettelsesteknikk. Utredningen bygger på offentlig informasjon i form av selskapets årsrapporter og hjemmeside, faglitteratur og publikasjoner fra velkjente forelesere og forfattere. På bakgrunn av verdsettelsen fattes en handlingsanbefaling.

I første del av utredningen får leseren innblikk i næringen, produksjonsprosessen og markedet, før selskapet Marine Harvest ASA presenteres. Videre redegjøres det for ulike verdsettelsesteknikker, før valg av teknikk og rammeverk fremstilles.

En makroøkonomisk analyse gjennomføres for å diskutere økonomiske variabler, politiske forhold og miljømessige faktorer som kan påvirke selskapets fremtidige kontantstrøm.

Etter leseren er kjent med næringen, selskapet og verdsettelsesteknikkene, fremvises selskapets historiske regnskapstall og utvikling. Videre vil selskapets resultat og balanse omgrupperes, som deretter benyttes i en forholdstallsanalyse. Forholdstallsanalysen oppsummeres i en syntetisk rating, som viser at Marine Harvest ASA er utsatt for lav grad av selskapsspesifikkrisiko, og klarer å dekke betalingsforpliktelser fra leverandører. Den syntetiske ratingen benyttes videre til risikovurdering ved estimering av selskapets avkastningskrav, hvor avkastningskravet estimeres til 6,46%.

Etter regnskapsanalyser foretas den fundamentale verdsettelsen av selskapet, for å estimere fremtidsregnskap og estimert verdi av egenkapitalen. I avsnittet om fremtidsregnskap vil forutsetningene for estimeringene presenteres i respektive avsnitt. Basert på den fundamentale verdsettelsen prises Marine Harvest ASA til NOK 97,67 per aksje, mot prisen på Oslo Børs ved informasjonsstopp 30.04.2015 på NOK 93,10 per aksje.

En sensitivitetsanalyse gjennomføres for å avdekke hvordan endringer i kritiske nøkkelvariabler vil påvirke selskapets estimerte kontantstrøm og aksjekurs. Analysen indikerer at selskapet er svært sensitiv til endringer i fiskepris, slaktevolum, avkastningskrav og kostnader, som har stor utslagskraft på selskapets estimerte aksjekurs.

Videre gjennomføres komparativ verdsettelse i form av multippelanalyse som supplerende verdsettelsesteknikk, for å underbygge den fundamentale verdsettelsen. Grunnlaget for den

komparative verdsettelsen er de sammenlignbare oppdrettsselskapene Salmar, Lerøy og Bakkafrost. Analysene tar for seg verdigrunnlag som; pris per aksje (P), selskapets totale verdi (EV) og biologiske eiendeler (BE). Ettersom verdsettelsesmetoden utelukker viktige påvirkningsfaktorer, benyttes teknikken kun som pekepinn på selskapets tilstand sammenlignet med sine sammenlignbare selskap. Multippelanalysen viser at Marine Harvest ASA har verdier høyere enn sammenlignbare selskap i markedet, noe som kan tyde på at selskapet er overpriset eller har merverdier den komparative verdsettelsen ikke fanger opp. Basert på verdsettelsen av Marine Harvest ASA gis en kjøpsanbefaling, ettersom selskapets aksje er underpriset i forhold til markedet.

1 Innledning

1.1 Problemstilling

Reflekterer dagens aksjekurs riktig verdi av Marine Harvest ASA?

1.2 Avgrensninger

Formålet med verdsettelsen av Marine Harvest ASA er å gi en handlingsanbefaling, som gis ut ifra analyser av selskapet i sin helhet. Utarbeidelsen ble basert på offentlig tilgjengelig informasjon for børsnoterte selskap.

Den fundamentale verdsettelsen ble basert på selskapets historiske regnskapstall i tidsrommet 2009-2014, ettersom en lengre tidshorisont ikke ble ansett som hensiktsmessig for fremtidig estimering. Selskapets fremtidsregnskap for 2015-2020 ble basert på gjennomsnittsverdier og vekst fra tidligere regnskapsår, grunnet markante svingninger i selskapets historiske regnskapstall. Gjennomsnittsverdier ble valgt for å fange oppsider og nedsider i regnskapet, og dermed forenkle og bidra til realistiske verdiestimat.

Den makroøkonomiske analysen og beskrivelse av verdikjeden ble hovedsakelig basert på oppdrett av laks, som er det største bidraget til selskapets verdiskapning.

Innhenting av informasjon til analyseformål ble stoppet 30.04.2015, da årsrapport for 2014 ble publisert. Årsaken til stopp av informasjonsinnhenting er å konkludere i om aksjen er riktig priset på et gitt tidspunkt.

Kildene benyttet i oppgaven er i stor grad hentet fra fagbøker, forelesningsnotater og selskapets egen nettside. Informasjonen er publisert i nyere tid og anses som pålitelige kilder.

Etter presentasjon av selskapet vil Marine Harvest ASA forkortes til MHG, foruten i utredningens konklusjon.

Det forutsettes at leseren er kjent med grunnleggende økonomiske begreper, som derfor ikke defineres i utredningen.

1.3 Struktur

Første kapittel omhandler generell informasjon i form av valgt problemstilling, avgrensninger og struktur for utredningen. Videre vil kapittel 2 gi leseren innblikk i oppdrettsnæringen, samt en dypere forståelse for produksjonsprosessen, fiskens livssyklus, verdikjeden og markedet. Kapittel 3 vil ta for seg informasjon om selskapets struktur, aksjekursutvikling og oversikt over geografisk inndeling.

Når leseren er presentert for næringen, markedet og selskapet vil kapittel 4 ta for seg ulike verdsettelsesteknikker, før det fattes et valg for videre utredning. Før verdsettelsen utarbeides, diskuteres økonomiske variabler, politiske forhold og miljømessige faktorer i kapittel 5. Dette gjøres før verdsettelsen for at leseren skal få innblikk i makroøkonomiske variabler som kan påvirke fremtidige estimeringer.

Verdsettelsen baseres på historiske regnskapstall, som presenteres i kapittel 6, før finansregnskapet omgrupperes til analyseformål. Regnskapsanalyser identifiserer selskapets risiko og lønnsomhet, og oppsummeres i en syntetisk rating. Ratingen av selskapets risiko benyttes i estimering av avkastningskravet i slutten av kapittel 6.

I kapittel 7 gjennomføres den fundamentale verdsettelsen av selskapet, som estimerer frikontantstrøm og pris per aksje. Analysen baserer seg på forutsetninger i fremtidsregnskapet, som presenteres videre i kapittelet. Etter den fundamentale verdsettelsen gjennomføres en sensitivitetsanalyse av kritiske nøkkeldrivere i kapittel 8. Dette gjøres for å få frem effekten endringer kan ha på estimert pris per aksje.

Som supplement til fundamental verdsettelse gjennomføres komparativ verdsettelse av selskapet i kapittel 9. Den komparative verdsettelsen tar for seg multippelanalyse, og sammenligner selskapet med andre i bransjen.

Kapittel 10 fremlegger kritikk til verdsettelsen før en konklusjon og handlingsanbefaling gis i kapittel 11.

2 Oppdrettsnæringen

Oppdrettsnæringen utgjør en stor del av norsk næring, som bidrar til verdiskapning og sysselsetting. Sjømatprodukter er en av Norges viktigste eksportvarer (Regjeringen, 2011 v. a.), og hadde en eksportverdi på 61 milliarder kroner i 2013. (Laksefakta, 2014)

2.1 Akvakultur

Oppdrettsnæringen faller innenfor akvakultur og defineres ifølge Lovdata (2015) som:

"Produksjon av akvatiske organismer. Som produksjon regnes ethvert tiltak for å påvirke levende akvatiske organismers vekt, størrelse, antall, egenskaper eller kvalitet."

Videre defineres akvakulturtillatelse som:

"Tillatelse gitt i medhold av akvakulturloven, som ved registrering i akvakulturregisteret gir rett til bestemt type produksjon av bestemt art, i bestemt omfang på en eller flere bestemte lokaliteter". (Lovdata 2015)

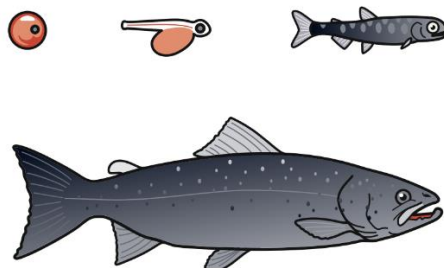
2.2 Produksjonsprosessen

Produksjonsprosessen i havbruksnæringen pågår over flere år og tar del i fiskens livssyklus. Oppdrettsnæringens verdikjede innebærer hele produksjonsprosessen fra fôrproduksjon, stamfisk, rogn, matfisk og foredling til distribusjon og salg. Fiskens livssyklus og verdikjede beskrives nedenfor basert på Marine Harvest (2015).

2.2.1 Fiskens livssyklus

Gjennom hele oppdrettssyklusen er det rettet stort fokus mot høye standarder innen hygiene, fiskevelferd og bærekraftig oppdrett, som også er et av kriteriene for drift innen akvakultur.

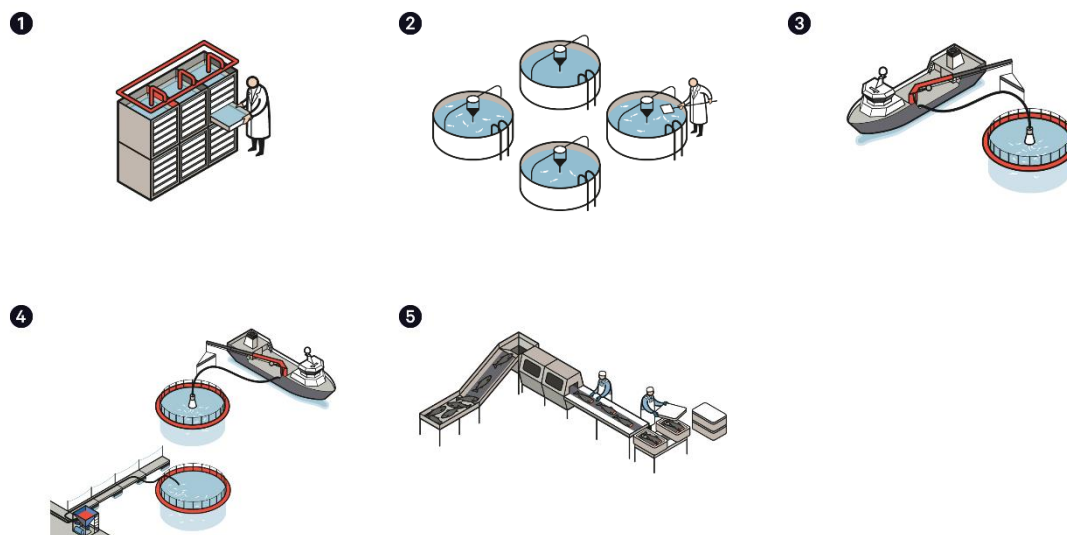
Det beregnes to til tre år fra prosessens start, fra klekking av øyerogn i lukkede tanker på land til merder i sjøen og spiseklar laks.



Figur 2.1: Fiskens livssyklus

2.2.2 Verdikjeden

Verdikjeden deles inn i 6 faser; rogn, parr, smolt, vekst i sjø og frakt til slakteri, fabrikk og distribusjon.



Figur 2.2: Verdikjede

1. Rogn

I den første fasen av verdikjeden utvikles rogn i inkubasjonstanker i ferskvann, som rommer 5000 rognkorn per liter. Her klekkes eggene til små fisk med en plommesekk som sørger for næring i første stadium, som illustrert i *fiskens livssyklus*.

2. Parr

Fisken lever i ferskvann frem til de er mellom 60 og 100 gram. I denne fasen av verdikjeden sorteres og vaksineres fisken, der stabil vannkvalitet og renhold er av stor betydning. Mot slutten av prosessen tilpasses yngelen til et liv i sjøen, også kjent som smoltifisering.

3. Smolt

I det tredje stadiet av verdikjeden fraktes smolten til anlegg i sjøen med brønnbåt. Denne fysiologiske endringsprosessen gjennomføres for å gjøre fisken i stand til overgangen fra ferskvann til saltvann. Under transporten tilsettes salt i vannet, som gradvis økes for å tilvenne smolten et liv i sjøen.

4. Vekst i sjø og frakt til slakteri

I sjøanleggene vokser laksen til fullvoksen laks på ca. 4,5-5,5 kilo. I denne fasen overvåkes fiskens liv nøyte, der laksens generelle helsetilstand har høyt fokus. Den fullvoksne laksen fraktes deretter til slakteri via brønnbåt.

5. Fabrikk

Den fullvoksne laksen ankommer fabrikk der den slaktes i moderne fabrikkbygg. Her stilles strenge krav til hygiene og kvalitet. Etter slakting blir fisken sløyet og pakket i is, som deretter transporteres til kunder over hele verden.

6. Distribusjon

I siste fasen av verdikjeden blir fisken distribuert over hele verden via trailere, jernbane og fly. Under distribusjonsfasen reduseres transporttiden for at produktene skal bevare sin opprinnelige friskhet og kvalitet. (Marine Harvest, 2015 v. e.)

2.3 Markedet

Norge regnes som verdens største produsent av atlantisk laks, og eksporterer til store deler av verden. I 2013 eksporterte Norge sjømat til en verdi av 61 milliarder kroner, hvorav 42,2 milliarder stammet fra laks og ørret. Norges største marked for laks er EU, etterfulgt av Frankrike, Polen og Russland. (Laksefakta, 2014)

Norges kystlinje gjør det optimalt med fiskeoppdrett grunnet gunstig klima, som gjør Norge til et attraktivt land for oppdrett. Siden 1998 har Norge tredoblet produksjonen av laks til en million tonn, der den store økningen er et resultat av jevn eksport til markedet året rundt, og strenge kontroller av matproduksjon som indikerer høy kvalitet. Markedsutsiktene tilsier at produksjonen vil ha en jevn økning i årene fremover i form av tilbud og etterspørsel av laks. (Laksefakta, 2014)

Fiskeoppdrettsbransjen er utsatt for risiko grunnet bransjens natur. Produksjonssyklusen påløper over flere år, og er sterkt påvirket av eksterne faktorer som vanntemperatur, klima og prisendringer i innsatsfaktorer. For å drive virksomhet innen lakseoppdrett kreves høy kapital for å finansiere investerings- og driftskostnader, som gjør bransjen kapitalintensiv. (Regjeringen, 2011 v. b.)

Lønnsomheten i oppdrettsnæringen er varierende på grunn av svingninger, der det mellom 1991-2011 var tre markante sykluser på fem til seks år. Svingningene skyldes trolig økning i

tilbud, mens etterspørselen har vært tilnærmet stabil. Andre årsaker er høye førkostnader og økt dødelighet. (Regjeringen, 2011 v. b.)

For vedvarende lønnsomhet og konkurransekraft i fremtiden er den norske oppdrettsnæringen avhengig av innovasjon. Dagens teknologi med produksjon i åpne merder er en svært konkurransedyktig produksjonsform grunnet dens lave produksjonskostnader. De lave kostnadene kombinert med lav konkurranse fra andre land tyder på konkurransefortrinn for norske produsenter. Et slikt fortrinn fører vanligvis til økt produksjon, og lavere kostnader på grunn av stordriftsfordeler. I oppdrettsnæringen kan ikke stordriftsfordeler utnyttes til det fulle, ettersom oppdrettsnæringen opererer med begrensninger innen tillatt produksjonsmengde. Oppdrettsselskapenes produksjon øker kun ved bruk av ny teknologi, produksjonsmetoder eller nytildelinger, dermed vil ikke de norske oppdrettsselskapene kunne utnytte konkurransefortrinnet optimalt. (Regjeringen, 2015)

Det forventes ikke nye investeringer i næringen i nærmeste fremtid, noe som vil føre til en relativt stabil produksjonskostnad. Dette betyr isolert sett at norsk fiskeoppdretts verdiskapning ikke har interesse av en økning i produksjon. (Regjeringen, 2015)

For konkurransedyktighet på lang sikt er det viktig at oppdrettsnæringen fortsetter å være ledende innen produksjonsteknologi i tråd med miljømessig faktorer, og bidrar til bærekraftig utvikling. På denne måten vil lønnsom produksjon være mulig, noe som kan bidra til verdiskapning for norsk lakseoppdrett og Norge som nasjon. (Regjeringen, 2015)

3 Marine Harvest ASA

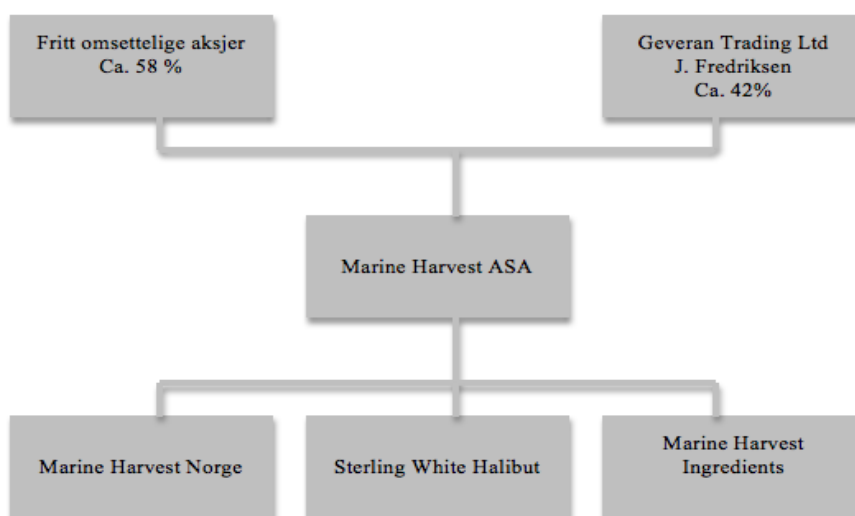
Marine Harvest ASA (MHG) er børsnotert på Oslo Børs og New York Stock Exchange, og driver virksomhet i 24 land. (Marine Harvest, 2015 v. a.) Selskapet er verdens største produsent av atlantisk laks. Dagens MHG er en fusjon mellom de tre selskapene Pan Fish, Fjord Seafood og MHG, gjennomført av det John Fredriksen kontrollerte selskapet Geveran Trading Ltd i 2006. Fredriksen er i dag hovedaksjonær i MHG. (PrisSmart, 2014)

Selskapet har ekspandert fra å være en mindre gründerbedrift til å bli et verdensledende oppdrettsselskap som dekker hele verdikjeden i produksjonsprosessen. MHG er det største oppdrettsselskapet i Norge, og produserte 3,3 millioner måltider laks hver dag i 2013, hvor store deler ble eksportert til Europa, Asia og USA. (Marine Harvest, 2015 v. b.)

Virksomheten i Norge strekker seg langs hele norskekysten, og har sitt globale hovedkontor i Bergen. (Marine Harvest, 2015 v. b.) MHG har totalt 188 anlegg i Norge, bestående av 115 sjøanlegg, 57 ferskvannsanlegg, 9 stamfiskanlegg i sjø, 4 fabrikker og 3 rognproduksjonsanlegg. (Marine Harvest, 2015 v. c.)

3.1 Selskapsstruktur

Største aksjonær i MHG er det John Fredriksen kontrollerte selskapet Geveran Trading Ltd, med en eierandel på ca. 42%. (Marine Harvest, 2015 v. g.) De resterende aksjene er fritt omsettelige i markedet, hvor selskapet har store deler av aksjonærene i utlandet. (iLaks, 2013)



Figur 3.1: Selskapsstruktur (Marine Harvest, 2015 v. g.)

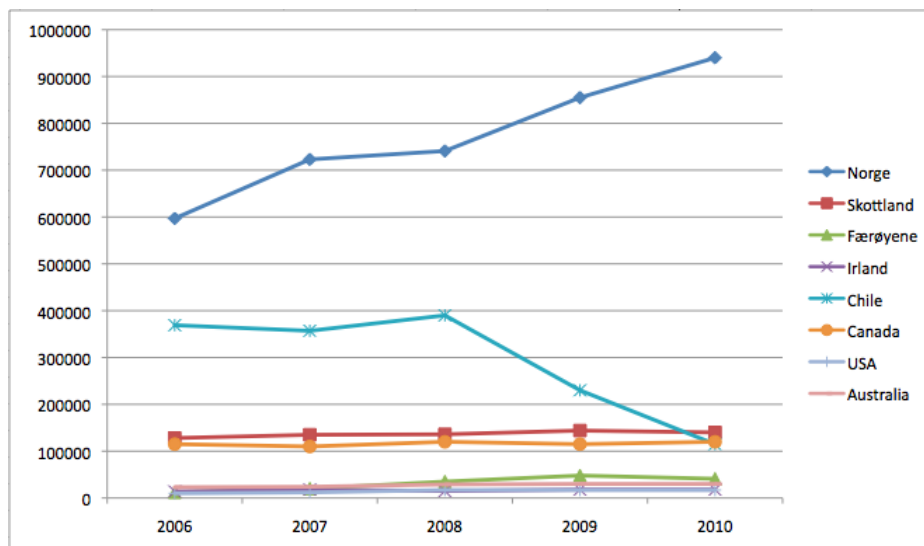
3.2 Geografisk inndeling

MHG er et ledende sjømatelskap og verdens største produsent av atlantisk oppdrettslaks. Selskapet leverer sine produkter til kunder i over 70 land, fordelt på primær- og sekundærgrupper. Den geografiske inndeling er fremvist i figuren nedenfor, og viser en global produksjon av atlantisk laks. (Marine Harvest, 2015 v. d.)



Figur 3.2: Geografisk inndeling MHG (Marine Harvest, 2015 v. d.)

MHG driver oppdrettsvirksomhet i seks av åtte ledende land innen produksjon av atlantisk laks, vist i figuren nedenfor, med Norge på et betydelig høyere nivå.



Figur 3.3: Global produksjon av atlantisk laks 2006-2010 (Regjeringen, 2011 v. b.)

Virksomheten i de ulike landene varierer grunnet ulikt klima, regel- og rammeverk. Felles for alle produserende land er et økende miljøfokus for oppdrett av atlantisk laks. (Regjeringen, 2011 v. b.)

Figuren viser en merkbart utviklingen for Norge og Chile i 2008. Mens Norge hadde en sterk vekst fra 2008-2010, opplevde Chile en markant nedgang i samme tidsrom. Ser man derimot på de andre oppdrettslandene, holder de en relativt stabil produksjon gjennom hele perioden. Årsaken til den store nedgangen i Chiles fiskeproduksjon kom som følge av sykdom og høy dødelighet i fiskebestanden. (Regjeringen, 2011 v. b.)

3.3 Aksjeprisutvikling

MHG har vært børsnotert på Oslo Børs siden 01.07.1997 og New York Stock Exchange siden 20.03.2014. Totalt har selskapet utstedt 410 377 759 aksjer fordelt på Oslo Børs (Oslo Børs, 2015) og New York Stock Exchange, hvor verdien per aksje per 30.04.2015 var NOK 93,10, tilsvarende USD 12,34 på New York Stock Exchange. Fra verdivurderingens starttidspunkt har aksjekursen endret seg fra NOK 106 per aksje (USD 13,71), til NOK 93,10 per aksje (USD 12,34) ved stopp av informasjonsinnhenting. Dette viser den tydelige endringen aksjeprisen har hatt under analyseperioden. (Marine Harvest, 2015 v. a.)

Figurene nedenfor viser selskapers aksjekursutvikling fra 01.01.2008 til 30.04.2015 på Oslo Børs, samt en mer detaljert fremvisning for 2014. Presentasjon av selskapers aksjekursutvikling for tidsrommet 2008-2015 anses som sentral ettersom det har vært merkbare hendelser i markedet som har ført til svingninger i aksjekursen. Tidsrommet ble benyttet for å få frem svingningene i aksjeprisen for analyseperioden, samt fange opp merkbare svingninger knyttet til endringer i uventede hendelser i omgivelsene.



Figur 3.4: Aksjekursutvikling MHG 2008-2015 (Marine Harvest, 2015 v. f.)

I intervallet kan man se en klar nedgang i 2008 og i 2011, som kan være en reaksjon på finanskrisen og en nedgang i pris på laks og produksjon av smolt i 2011. I analyseperioden kan endringer i aksjeprisen også skyldes forhold som vanskeligheter rundt importforbud i

Kina og Russland i 2010 og 2014, samt krise i fôrproduksjonen i Peru i 2014.



Figur 3.5: Aksjekursutvikling MHG 2014 (Marine Harvest, 2015 v. f.)

Ser man derimot nærmere på den detaljerte fremvisningen for 2014, fremkommer en sterkere aksjekurs i slutten av 2014 sammenlignet med kursene i figur 3.4. Dette på tross av sanksjonene fra Russland og fiskefôrkrise i Peru.

4 Verdssettelsesteknikker

Verdivurdering kan gjennomføres ved hjelp av tre ulike verdssettelsesteknikker:

fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdssettelse.

Hvilken verdssettelsesteknikk som benyttes avhenger av ulike faktorer som selskapets livssyklus, bransje, tilgang på informasjon og selskapets framtidsutsikter.

Det er verdt å merke seg at valg av metode ikke nødvendigvis faller på et alternativ, men som kombinasjon av flere teknikker for å supplere og styrke verdssettelsen. (Knivsflå, K.H., 2006 v. a.)

4.1 Fundamental verdssettelse

Fundamental verdssettelse er en verdssettelsesteknikk som baserer seg på analyse av selskapets underliggende, fundamentale forhold, gjennom en strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap. Verdssettelsesteknikken benytter historiske regnskapstall som omgrupperes og normaliseres, samt en strategisk analyse for å estimere selskapets fremtidige kontantstrøm. (Knivsflå, K.H., 2006 v. a.)

Fundamental verdssettelse kan deles opp i to hovedgrupper; egenkapital- og total kapitalmetoden. Egenkapitalmetoden viser nåverdien av frikontantstrøm til egenkapitalen, mens total kapitalmetoden finner nåverdien av frikontantstrøm til total kapitalen, som deretter fratrekkes gjeld. De to metodene skal alltid gi samme verdiesestimater gitt riktig bruk, som dermed likestiller bruk av de to metodene. (Knivsflå, K.H., 2006 v. a.)

Frikontantstrøm defineres som kontantstrømmer, produsert av et prosjekt eller et selskap, som er tilgjengelig for selskapets aksjonærer etter kostnader og eventuelle investeringer er trukket fra. Ved bruk av total kapitalmetoden, neddiskonteres frikontantstrøm med avkastningskravet, som er selskapets kapitalkostnad. (Titman, S. & Martin, J.D., 2011, s.26-27) Den neddiskonterte kontantstrømmen viser nåverdien av selskapet per dags dato, og kan sammenlignes med prisen i markedet. (Gjesdal, F., 2012)

Det estimeres kontantstrøm for en eksplisitt periode mellom fem til ti år, hvor det etter estimeringsperiodens slutt, terminaltidspunktet, forutsettes en konstant vekst, også kalt terminalverdi. (Gjesdal, F., 2012) Etter tillagt terminalverdi fratrekkes netto finansiell gjeld, som gir verdien av selskapets egenkapital. (Gjesdal, F., 2007)

4.2 Avkastningskrav

Avkastningskravet er forventet avkastning på selskapets investeringer, og brukes som neddiskonteringsrente i fundamental verdsettelse. Kontantstrøm fra opererte eiendeler bør være tilstrekkelig, slik at investorene får avkastningen de har krav på eller forventer.

Avkastningskravet gjenspeiler risikoen knyttet til investeringen. Dersom risikoen ved en investering er høy, vil investorene kreve høyere avkastning for sin investering. (Ødegaard, B.A., v. a. 2014)

Ved estimering av selskapets avkastningskrav brukes totalkapitalkostnaden, Weighted Average Cost of Capital (WACC), som estimerer kapitalkostnaden basert på selskapets finansiering. WACC er et vektet gjennomsnitt av kostnadene for egenkapital og gjeld, hvor vektingen bestemmes av andel egenkapital og gjeld. (Bredesen, I., 2011, s.221)

4.3 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse blir hyppig brukt som verdsettelsesteknikk ettersom den er enkel å gjennomføre, intuitiv og kostnadseffektiv. Metoden brukes ofte som supplement til fundamental verdsettelse. Som utgangspunkt for verdsettelsen benyttes markedsverdien til sammenlignbare selskaper som grunnlag for verdien av verdsettelsesobjektet. (Dyrnes, S., 2004)

Det er to ulike komparative verdsettelsesteknikker; multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Multiplikatormodellen beregner forholdstall basert på nøkkeltall eller nøkkeldrivere, hvor verdien av selskapet beregnes i forhold til sammenlignbare selskaper. (Eriksen, C.E., 2013)

Ved multiplikatormodellen må verdigrunnlag (teller) og skaleringsfaktor (nevner) velges. Det er vanlig å bruke pris per aksje (P), eller markedsverdiene av egenkapitalen og netto rentebærende gjeld (EV) som verdigrunnlag i telleren. For å velge skaleringsfaktor må nøkkeldriverne som kan gjenspeile fremtidig kontantstrøm identifiseres. Det skal være høy korrelasjon mellom skaleringsfaktoren og verdi i selskapet. (Dyrnes, S., 2004)

Ved bruk av substansverdimodellen beregnes verdien av selskapet ut i fra markedsverdien av eiendelene. (Eriksen, C.E., 2013) Det er vanlig å benytte denne metoden ved avvikling av et selskap.

4.4 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å utføre en handling, og omhandler ofte investering, utvidelse eller avvikling av et prosjekt eller en virksomhet. (Hull, J. C., 2012, s.5)

Opsjonsbasert verdsettelse estimerer merverdi av fleksibilitet. (Hull, J. C., 2012, s.769-771)

Opsjonsbasert verdsettelse estimerer verdien av fremtidige opsjoner som ofte undervurderes eller utelates ved fundamental verdsettelse. I tilfeller der opsjonsbasert verdsettelse er hensiktsmessig kan en beregne verdien av egenkapitalen ved fundamental verdsettelse, og deretter legge til merverdien av fremtidige opsjoner. (Hull, J. C., 2012, s.769-771)

Bruk av opsjonsbasert verdsettelse avhenger av om opsjoner kan identifiseres basert på tilgjengelig informasjon, og om opsjoner utgjør en sentral del av virksomheten. Hvorvidt metoden benyttes som supplement i verdsettelsen avhenger av om selskapet besitter opsjoner. Bruk av opsjoner innen lakseoppdrett er begrenset, på tross av fleksibiliteten rundt utnyttelse av oppdrettslisenser. Verdien tilføres fra investeringer tidlig i produksjonsprosessen, ikke fra oppdrettslisensen i seg selv. Ser man derimot på oljenæringen og legemiddelindustrien hvor det er fleksibilitet rundt utøvelsetidspunkt, vil det være rom for potensielle verdier fra opsjoner. (Platou, K., 2012)

4.5 Valg av metode

I verdsettelsen av MHG vil fundamental verdsettelse benyttes som hovedteknikk, og suppleres med komparativ verdsettelse. En kombinasjon av flere verdsettelsesteknikker kan redusere svakhetene ved analysene, og sammen gi et bedre grunnlag for verdivurderingen av selskapet. (Knivsflå, K.H., 2006 v. a.)

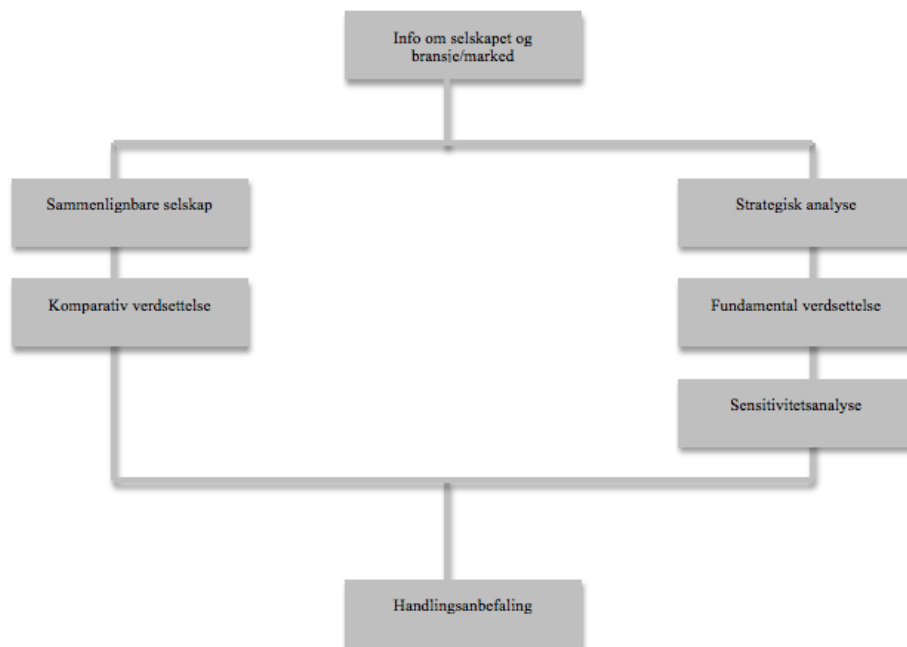
Fundamental verdsettelse velges som hovedteknikk ettersom analysen er dyptgående og tar hensyn til fundamentale faktorer selskapet. Analysen er tidskrevende, men gir til gjengjeld god innsikt og forståelse av selskapet. Fundamental verdsettelse er en populær teknikk, men har ulemper som ikke kan overses. Som analyseform krever den store mengder informasjon som ofte ikke er tilgjengelig for allmennheten, som fører til at en rekke antakelser må tas. Dette kan gi urealistiske forutsetninger og feilaktige estimater. (Knivsflå, K.H., 2006 v. a.)

Komparativ verdsettelse benyttes som supplerende teknikk ettersom den er gjennomførbar basert på tilgjengelig informasjon og lett å anvende. Det benyttes en komparativ verdsettelse i form av multippelanalyse, hvor multiplene baseres på sentrale nøkkeldrivere eller nøkkeltall. Substansverdimodellen, som komparativ verdsettelsesteknikk, anses som relevant dersom

selskapet er en oppkjøpscase eller ved avvikling, og blir dermed ekskludert som verdsettelsesteknikk. (Dyrnes, S., 2004)

Utfordringen med komparativ verdsettelse er å finne gode sammenlignbare selskaper som er like på flere nivå. Samtidig vil valg av multipler være sentralt i analysen, hvor nøkkeldriverne eller nøkkeltallene skal være korrelert med verdien av selskapet. (Dyrnes, S., 2004)

Opsjonsbasert verdsettelse utelukkes som verdsettelsesteknikk i analysen av MHG grunnet vanskeligheter med å identifisere opsjonene i selskapet. Som nevnt ovenfor er bruken av opsjoner innen lakseoppdrett begrenset og teknikken anses derfor ikke som relevant for analysene. (McCormack, H. & Irgens, M.)



Figur 4.1: Rammeverk for verdsettelse (McCormack, H. & Irgens, M.)

5 Makroøkonomisk analyse

I dette kapittelet presenteres ulike makroøkonomiske variabler som kan være relevante for kontantstrømestimeringen for MHG. På grunn av bransjens mange svingninger og høye volatilitet, anses variabler som blant annet fiskepris, valutakurs, EU og miljøfaktorer som relevante, ettersom endringer i positiv eller negativ retning kan påvirke selskapets frikontantstrøm.

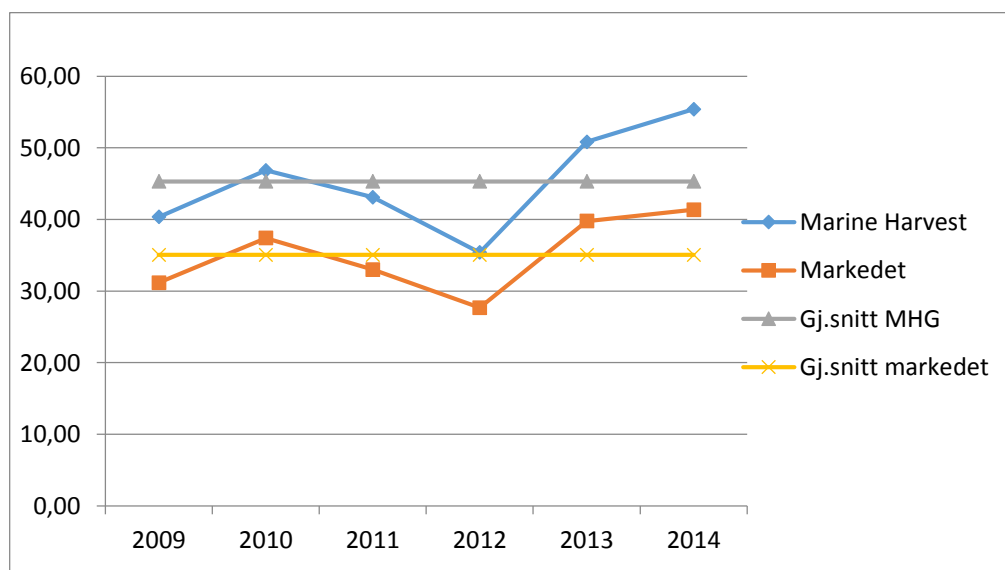
5.1 Økonomiske variabler

Økonomiske variabler som antas å påvirke verdsettelsen av MHG er fiskepris og valutakurs. Markedsprisen på fisk er en avgjørende faktor for MHGs inntektsgrunnlag, hvor svingninger vil påvirke lønnsomhetsgraden til selskapet. Valutakurser kan påvirke tilbud og etterspørsel i markedet, samt påvirke selskapet direkte ettersom MHG driver virksomhet i store deler av verden. (McCormack, H. & Irgens, M.)

5.1.1 Fiskepris

Pris på fisk kan ha store svingninger på kort sikt, ettersom pris påvirkes av eksterne faktorer som blant annet politikk, etterspørsel og klima. (NRK, 2014 v. a.) I tidsrommet 2013 til 2014 økte prisen på fisk med 12%, hvor prisen toppet seg mot slutten av 2014 som et resultat av en synkende norsk krone og høy etterspørsel. (Statistisk Sentralbyrå, 2015 v. a.)

Nedenfor vises gjennomsnittsprisen per år for MHG og markedet, samt gjennomsnittet for perioden 2009-2014.



Figur 5.1: Pris på fisk 2009-2014 MHG og markedet (Statistisk Sentralbyrå, 2015 v. b.)

Figuren viser store prissvingninger i tidsperioden 2009-2014, hvor fiskeprisene til MHG og markedet endrer seg i takt. Tross likhet i svingninger, selger MHG laks til en betraktelig høyere pris enn gjennomsnittet i markedet, der prisen er 30% høyere i tidsperioden. Årsaken til den markante prisforskjellen kan skyldes langsiktige prisavtaler, som sikrer selskapet mot eventuelle prisfall i fremtiden. (McCormack, H. & Irgens, M.)

5.1.1.2 Sikring fiskepris

MHG's finansielle posisjon og fremtidige utvikling, er eksponert for risiko knyttet til endringer i spotpris. Den ustabile næringen skaper en volatil pris i markedet, som i stor grad påvirker MHG's tilbud og etterspørsel etter laks. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Dersom et selskap selger fisk til spotpris, benyttes prisen i markedet på det gitte tidspunktet. Dette kan være gunstig for selskapet dersom prisen i markedet er høyere enn i en eventuell avtale. En lav spotpris vil derimot ha en motsatt effekt for selskapet, og fører til inntektstap. (Øglend A., Førsteamanuensis, Universitetet i Stavanger, muntlig samtale)

Risiko knyttet til ugunstige spotpriser kan reduseres ved inngåelse av bilaterale avtaler, der kjøper og selger forhandler om fastpris og volum i en gitt tidsperiode. (Øglend A., Førsteamanuensis, Universitetet i Stavanger, muntlig samtale) En annen form for sikring er futures markedet Fishpool, der futures avtaler baseres på en index med ukentlige syntetiske laksepriser. (Fish Pool, 2015) Konsekvensen av slike avtaler kan være positive eller negative for selskapet. Er prisen i markedet høyere etter avtaleinngåelse, vil potensiell fortjeneste være høyere uten sikring. Er spotprisen i markedet lavere, vil selskapet fremdeles motta en forhåndsbestemt fiskepris som er høyere enn spot, og dermed lykkes i å sikre seg mot volatile fiskepriser. (Øglend A., Førsteamanuensis, Universitetet i Stavanger, muntlig samtale)

Basert på noteinformasjon i MHG's årsrapporter fra 2014, har selskapet til en viss grad lykkes i å begrense sin eksponering mot endringer i spotpriser. En form for sikring MHG benytter er inngåelse av bilaterale fastpris/volum avtaler, som skaper sikker inntekt for selskapet på mellomlang sikt. Selskapets sikringsandel har variert mellom 20-50% av salgsvolum de siste årene, med kontraktsvarighet på tre til tolv måneder. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

I tillegg til bilaterale avtaler, reduserer selskapet eksponering mot endring i spotpris, ved foredling og skreddersøm av produkter til sine kunder. Andre risikomomenter som sikres gjennom avtaler er; svingninger i produksjon og slaktevolum, biologiske eiendeler og endringer i fôrpris. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Selskapets sikringstiltak kan forklare MHGs merkbart høyere fiskepris enn gjennomsnittet i markedet, som vist i figur 5.1. (McCormack, H. & Irgens, M.)

5.1.2 Valutakurs

MHG er eksponert for endringer i flere valutakurser, ettersom selskapet driver sitt virke i Norge og utland. Oppdrettsvirksomheten sprer seg over flere land og eksporterer til aktører i Europa, Asia og USA. Ettersom MHG er børsnotert på Oslo børs og New York Stock Exchange, vil spesielt endringer i NOK og USD påvirke selskapet. (McCormack, H. & Irgens, M.)

Den norske kronen kollapset i 2014, som på mange måter kan minne om utviklingen kronekursen hadde under finanskrisen i 2008. Den norske kronen stupte i kurs mot euro og flere andre valutakurser, der årsaken til den negative utviklingen av kronen kan skyldes flere ulike faktorer som blant annet oljepris. Norges oljeavhengighet medfører at svingninger, ikke nødvendigvis drastiske, svekker den norske kronekursen. (Dagens Næringsliv, 2014 v. a.)

En svak norsk krone kan øke etterspørselen av norske eksportvarer, og bidra til høyere salgsvolum. Et fall i NOK mot valutakurser som EUR og USD, vil gjøre det rimeligere for utenlandske importører å gå til innkjøp av norsk oppdrettsfisk. (Statistisk Sentralbyrå, 2015 v. a.)

Ved stopp av informasjonsinnhenting 30.04.2015 var valutakursen på Amerikanske dollar (USD) 7,4761 (Norges Bank, 2015), og konverteringsraten fra Amerikanske dollar til Norske kroner er 7,52. (E24, 2015).

5.2 Politiske forhold

Politiske forhold påvirker oppdrettsnæringen i Norge ettersom store deler av norsk sjømat eksporteres til EU, USA og Asia. Tilgang til internasjonale markeder gjennom eksport reguleres av politikk, som gjør næringen sårbar for endringer.

5.2.1 EU og EØS

Et samarbeid mellom Norge og EU er en sentral faktor for fiskenæringen i Norge ettersom EU importerer nærmere 60% av norsk sjømateksport. (Regjeringen, 2013) Opprettelsen av EU resulterte i et tettere fiskerisamarbeid, hvor partene tillater hverandres fiskefartøy innenfor deres jurisdiksjonsområde. Sammen er de også pliktet til å verne om ressursene i havområdet. Det blir opprettet årlige kvoteavtaler mellom partene som omhandler

fellesbestander i Nordsjøen, De briske øyer, Grønland og NØS i Barentshavet. (Regjeringen, 2014 v. a.)

Norge har tollfri eller tollredusert handel på import av flere fiskeriprodukter fra EU, der Norges viktigste produkter som reker, laks og sild er ekskludert. Hensikten med å ekskludere disse produktene fra en tollfri avtale er å verne om en av Norges mest sentrale næringer. (Regjeringen, 2013) EU har forhandlet om redusert toll og frihandel med flere store sjømateksportører som USA, Chile og Canada. Norges sjømatråd og fiskerinæringen frykter at norsk sjømateksport kan bli rammet av EUs frihandelsavtaler, ettersom avtalene kan skade den norske tollpliktige eksportens tilgang til sentrale markeder. Konsekvensen av EUs forhandlinger kan føre til at Norge er den eneste aktøren i markedet som opererer med toll inn og ut av EU. Dette kan resultere i at Norge blir utkonkurrert fra sine viktigste markeder og rammes av tollmurer. (Dagens Næringsliv, 2015 v. b.)

Tollkvoter mellom Norge og EU fornyes jevnlig, der EU nylig innførte toll på flere bearbejdede fiskeprodukter. Tollkvoter blir ofte brukt som pressmiddel mellom Norge og EØS i forhandlinger, som medfører at tollkvoter blir et sårbart forhandlingspunkt for fiskeindustrien. (Dagens Næringsliv, 2015 v. b.)

5.3.2 Importforbud Russland og Kina

Siden starten av 2000-tallet har Frankrike og Russland vekslet mellom å være Norges største eksportmarked for sjømat. De siste årene har Russland vært ledende innen import, der det i 2013 ble eksportert sjømat fra Norge til en verdi av 6,534 milliarder kroner. (NRK, 2014 v. b.)

I 2014 innførte Vladimir Putin fullstendig importforbud på flere produkter, der import av norsk fisk også ble rammet. Importforbudet var et svar på sanksjonene rettet mot Russland etter uroen i Ukraina. Det ble fryktet store konsekvenser for norsk oppdrettsnæring, men den fryktede nedgangen slo ikke like sterkt ut som forventet grunnet sterk vekst i andre markeder. (NRK, 2014 v. c.)

Det globale markedet for laks har hatt en økning hvert år, og stadig flere kjøper norsk laks. Norske eksportører er flinke til å snu seg til nye markeder når problemer oppstår, og er derfor mindre avhengig av et enkeltstående marked. Kort tid etter sanksjonene mot Russland ble innført, økte etterspørselen for laks og ørret med 15%, hovedsakelig fra EU-markedet. (NRK, 2014 v. c.)

Importforbud fra en betydningsfull importør var også tilfellet i 2010, da Kina innførte importforbud mot norsk laks etter tildelingen av Nobels fredspris til Liu Xiaobo.

Importforbudet førte til en nedgang i den norske markedsandelen på 60% i Kina, fra én million kilo i desember 2010, til 315 000 kilo i januar 2011. (Forskning.no, 2011) Selv etter den store nedgangen i markedsandelen, kom likevel mengder laks til Kina gjennom eksport via naboland, som Vietnam. (Dagens Næringsliv, 2014 v. c.)

Situasjonene i Russland og Kina viser at norsk fiskeoppdrett er svært sensitiv for politiske endringer, som kan medføre store tap på kort sikt. På lang sikt vil selskapene kunne tilpasse seg og eksportere til nye kunder, eller finne nye eksportkanaler via andre land. (McCormack, H. & Irgens, M.)

5.3 Miljømessige faktorer

I Norge anses oppdrettsnæringen som en viktig kilde for verdiskapning, men har til tross for dette fått hard medfart fra media, myndigheter og befolkningen grunnet sin negative påvirkning på miljøet. (Dyrevern, 2014)

Oppdrettsnæringen er opptatt av en naturlig fiskeproduksjon, men har også fokus på kostnadseffektivitet. Fra prosessens start til slakteklart produkt, skal fisken gjennom en rekke prosesser som i størst mulig grad ligner fiskens naturlige utviklingsprosess. (Dyrevern, 2014)

Det har derimot vært mye kritikk rettet mot oppdrettsnæringen, der lønnsomhet har fått større fokus enn fiskens behov. I et marked med høy etterspørsel har effektiv produksjon stått sentralt for oppdrettselskapene. Hensikten bak oppdrettsproduksjon er å avle frem fisk raskere enn naturlig villaks, hvor den effektiviserte produksjonen fører til negative konsekvenser for fiskens helsetilstand og velferd. (Dyrevern, 2014)

Siden oppdrettsnæringens start har produksjonsprosessens tidsløp fra klekking av egg, til fullvoksen, slakteklar laks blitt halvert. Den halverte tiden har ført til sykdomsutbrudd, underernæring, og skader man sjelden ser hos villaks. Dyrevern Alliansen kunne i 2014 påvise at 20% av produsert fisk ved sjøanleggene døde før slakting, der 85% var en konsekvens av sykdom eller lidelser. (Dyrevern, 2014)

Høy dødelighet, både i ferskvannsfasen og overgangen til liv i sjø, har en tydelig sammenheng med effektiviseringen og intensiteten bak produksjonen. Tap grunnet fiskedød anses ikke bare som et økonomisk problem, men er også en av de største utfordringene

oppdrettsselskapene står ovenfor. Sykdomssituasjonen i norsk oppdrett er svært alvorlig og stadig økende, noe som har ført til strengere krav for fremtidig drift. (Dyrevern, 2014)

5.3.1 Smittespredning

Smittespredning er et stort problem innen fiskeoppdrett, og spres raskt i oppdrettsbassengene der fisken lever tett over lengre tid. Sykdommene fisken rammes av kommer som konsekvens av vaksinerings, stress, dårlig vannkvalitet og håndtering, som ofte er årsaken til høy dødelighet. Store mengder av norsk oppdrettslaks er bærere av ulike virus, der noen utvikler seg til alvorlige sykdommer hvor kun et fåtall av dem kan reduseres med vaksiner.

(Dyrevern, 2014)

5.3.2 Lakselus

Lakselus er en av de mest omtalte problemene rundt oppdrettslaksens kvalitet og kommer som et resultat av dårlig renhold i merdene, milde vintre, eller overfylte basseng med tett kontakt. Dette fører til at sykdommer, parasitter og virus spres hurtig, og økt smittefare av andre infeksjoner. (Dyrevern, 2014)

Oppdrettsnæringen står ovenfor skjerpede krav til fremtidige kontroller, og regjeringen forventer kostnader på 10 millioner kroner for å tilfredsstille de nye og strengere kravene for lusinnhold i oppdrettsbassengene. Ved brudd på de nye vilkårene, vil oppdrettsselskapene bli møtt med forutsigbare reaksjoner og strenge sanksjoner. (Regjeringen, 2014 v. b)

5.3.3 Forurensning

Forurensning fra oppdrettsanlegg anses som et stort miljømessig problem, der utslipp fra norske oppdrettsanlegg tilsvarte kloakk og matrester fra 11,9 millioner mennesker i 2013. Disse utslippene føres rett ut i norske fjorder og er blitt et økende problem for oppdrettsselskapene, samt en stor kilde til forurensning i Norge. (Dagbladet, 2013)

5.3.4 Landbasert fiskeoppdrett

Det har i årrekker vært styrkede insentiver fra politikere, samt miljø- og interesseorganisasjoner for å flytte lakseproduksjonen til land, fordi dette antas å redusere de negative miljøkonsekvensene ved lakseoppdrett i merdanlegg. Sammenlignet med oppdrett i sjø, åpner landbasert produksjon for økt kontroll av inntaks- og avløpsvann, som skal føre til bedre vannkvalitet og miljø. (Regjeringen 2015)

Landbasert oppdrett er på verdensbasis den mest dominerende innen akvakultur. Formen for oppdrett er mest utbredt for produksjon av reker og enkelte arter ferskvannsfisk, men nyere

teknologi gir også muligheter for produksjon av laks. De første fasene av lakseoppdrett foregår i landbaserte anlegg frem til fisken er stor nok til å tilpasses et liv i havet. Den innovative teknologien vil gjøre det mulig for oppdrettsselskapene å foreta alle leddene i verdikjeden på land. (Regjeringen, 2015)

Forventningene til landbasert oppdrett har tidligere vært økt produktivitet kombinert med reduksjon i svinn, noe som skulle kompensere for høye kostnader ved å flytte produksjonen til land. Det skulle derimot vise seg at det var store teknologiske utfordringer med landbasert fiskeoppdrett, samt en lavere lønnsomhet. Samtidig ble det også gjort store forbedringer innen merdbasert produksjon, som førte til at landbasert fiskeoppdrett ble en ulønnsom investering og dermed avvirket. (Regjeringen, 2015)

Nyttefordelen med økende grad av kontroll må ses opp mot de økte kostnader. I dagens situasjon er det rettet en klar fordel mot fiskeoppdrett i sjø, ettersom det er store avgifter i forbindelse med landområdet som skal benyttes ved landbasert oppdrett. Grunnet den betydelig høye investeringskostnaden vil ikke dette være en konkurransedyktig næring med dagens teknologi. Oppdrett i åpne merder er den produksjonsformen med lavest kostnader og best konkurranseevne. En svært god lønnsomhet kombinert med redusert konkurranse fra andre land, indikerer at Norge har et konkurransefortrinn innen lakseoppdrett i sjø. (Regjeringen, 2015)

5.3.5 Havbasert fiskeoppdrett

Ved bruk av nye teknologiske løsninger fra oljebransjen med installasjoner i værutsatte havområder, har en av MHGs største konkurrenter Salmar, funnet en løsning som kan gjøre det mulig med oppdrett til havs. Løsningen kan redusere de miljømessige utfordringene som i lenge tid har bremsset veksten i næringen. Det er knyttet stor usikkerhet rundt gjennomføringen av en slik investering, grunnet dens høye kostnader. På tross av de høye kostnadene, vil dette til gjengjeld skape et grunnlag for en svært bærekraftig revolusjon innen oppdrettsnæringen. (Hitra-Frøya 2014)

Fordeler med havbasert fiskeoppdrett er fjernstyrt overvåking og gjennomføring av enkelte operasjoner, redusert rømning, samt en bedre vanngjennomstrømming, som vil redusere risikoen for lakselus. Etter gode analyseresultater forventes det at Salmar vil gjennomføre investeringen som kan stå ferdigstilt i 2016. (Hitra-Frøya 2014) Basert på de negative resultatene rundt forsøk på landbasert oppdrett, kan det spekuleres rundt en tilsvarende investering for MHG i fremtiden. (McCormack, H. & Irgens, M.)

5.3.6 Klima

Oppdrettsnæringen er sterkt påvirket av eksterne faktorer grunnet bransjens natur, som kan ha effekt på selskapets fremtidige inntjening, og utgjør derfor en sentral risiko. Sentralt for effektiviteten i produksjonen er eksterne faktorer som klima, vanntemperatur og sur nedbør, som gjør oppdrettsnæringen avhengig av optimale miljøforhold. (Laksefakta, 2014) Endringer i miljø som følge av økte klimagassutslipp gir høyere sjøtemperatur og ekstremvær, som igjen påvirker produksjonen i akvakulturnæringen. Anlegg må utrustes for å tåle ekstremvær, noe som kan føre til høyere kostnader knyttet til oppdrettsanleggene. (Regjeringen, 2011 v. b.) Betydningen av eksterne faktorer som miljø gjør næringen sårbar for endringer som ikke kan kontrolleres av selskapet, og fører til tap av inntekter og økte kostnader. (McCormack, H. & Irgens, M.)

5.4 Innsatsfaktorer

Oppdrettsnæringen er avhengig av tilgang og pris på innsatsfaktorer, som for eksempel fiskefôr. Fiskefôr produseres hovedsakelig i Chile, Peru og Nordøst-Atlanteren, og består av fiskeolje og fiskemel fra villfisk. Villfiskbestanden trues av fiskefôrproduksjonen, ettersom mengden villfisk benyttet i produksjon ikke er bærekraftig over tid. For fremtiden spås det derfor mangel på villfisk, som medfører begrenset tilbud på oppdrettsnæringens viktigste innsatsfaktor. (WWF, 2007)

Prisen på fiskemel og fiskeolje økte med 20-40% i slutten av 2014, som følge av stopp i anchovetas-fisket i Peru. Det spekuleres i et prishopp på fiskefôr i 2015, som kan resultere i økte kostnader for oppdrettsselskapene. Dersom anchovetas situasjonen forverres ytterligere kan det få store følger, ettersom det er ikke tilgjengelige substitutter for fiskemel og fiskeolje i markedet. (iLaks, 2014) Oppdrettsselskapene kan da bli tvunget til å redusere produksjon av fisk, da lavere fôrforsyninger ikke vil være tilstrekkelige for økte produksjonsnivå i fremtiden. (McCormack, H. & Irgens, M.)

5.5 Påvirkning på kontantstrøm og avkastningskrav

Faktorene i dette kapittelet kan ha påvirkning på fremtidig kontantstrømestimeringer i variert grad, og utgjør derfor risiko, tapt inntjening eller økte kostnader for MHG. Framtidsutsikter tas i betraktning ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet for MHG, mens usikre risikomomenter tas høyde for ved estimering av avkastningskravet. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6 Presentasjon av regnskapstall og analyse

I dette kapitlet fremlegges og kommenteres selskapets historiske resultatregnskap og balanse, oppstilt etter IFRS, før det videre omgrupperes og benyttes til analyseformål. Egenkapitalinvestorer ønsker å benytte regnskapsinformasjon som beslutningsgrunnlag for investeringer i virksomheten, og dermed bør regnskapsinformasjonen være verdirelevant. Hensikten med omgrupperingen er å gjøre regnskapet verdirelevant ved å skille mellom drift og finans, samt normale og unormale poster. Videre benyttes det omgrupperte regnskapet i en investororientert regnskapsanalyse. I kapitlet blir forelesningsnotater fra Knivsflå (2012) benyttet som fremgangsmåte for omgruppering og regnskapsanalyse.

Stegene for omgruppering og regnskapsanalyse er ifølge Knivsflå (2012):

- Steg 1: Utarbeide trailing årsregnskap
- Steg 2: Omgruppere finansregnskap for investor- og kreditoranalyse
- Steg 3: Justere for eventuelle målefeil i det omgrupperte finansregnskapet
- Steg 4: Kartlegge underliggende forhold ved hjelp av målrettet forholdstallanalyse med hensyn på risiko og lønnsomhet.

(Knivsflå, K.H., 2012 v. b.)

Forholdstallanalysen viser de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, basert på det omgrupperte finansregnskapet. Videre utarbeides syntetisk rating for MHG, med forholdstallanalysen som utgangspunkt. Forholdstallene reflekterer den selskapsespesifikke risikoen, som tas høyde for i kapitlets siste avsnitt, hvor avkastningskravet WACC estimeres.

6.1 Presentasjon av historisk resultatregnskap og balanse

Resultatregnskapet og balansen for MHG i 2009-2014 vises i tabellene nedenfor. Det historiske resultatregnskapet fremlegger MHGs resultat i perioden, som viser en vekst i selskapet i form av inntekts- og kostnadsøkning, med et varierende årsresultat i perioden.

| Resultatregnskap NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Inntekt | 14 500,20 | 15 191,40 | 16 132,80 | 15 463,50 | 19 199,40 | 25 531,30 |
| Materialkostnader | -8 690,90 | -7 690,70 | -8 398,60 | -9 666,50 | -9 998,50 | -13 677,40 |
| Verdijustering virkeligverdi slaktet fisk | - | - | - | - | -4 323,70 | -5 518,50 |
| Verdijustering virkeligverdi biologiske eiendeler | 301,20 | 1 091,70 | -1 514,00 | 350,20 | 6 118,30 | 5 007,70 |
| Lønnskostnader | -2 167,40 | -2 202,50 | -2 177,80 | -2 418,60 | -2 674,30 | -3 320,90 |
| Restruktureringskostnader | -169,50 | -4,40 | -21,80 | -0,80 | -272,80 | -52,90 |
| Andre driftskostnader | -1 448,20 | -1 453,80 | -2 063,20 | -2 163,60 | -2 581,90 | -3 350,00 |
| Inntekt/tap tilknyttende selskap | 69,50 | 202,20 | -8,50 | 88,30 | 221,80 | 149,50 |
| Avskrivninger og nedskrivninger | -687,70 | -653,10 | -666,70 | -677,20 | -762,60 | -966,80 |
| Tap grunnet verdifall | -373,10 | -5,00 | -67,00 | -0,50 | -65,00 | -24,10 |
| Endring i tapsavsetning kunder | - | -14,30 | -5,80 | -6,10 | -124,70 | 23,70 |
| Andre ikke-driftsrelaterte poster | - | - | - | - | -74,40 | -168,20 |
| EBIT | 1 334,10 | 4 461,50 | 1 215,20 | 968,70 | 4 661,60 | 3 633,40 |
| Netto rente kostnader | -392,90 | -367,80 | -405,80 | -382,80 | -640,20 | -544,60 |
| Netto valutaeffekter | 690,60 | 366,80 | 236,40 | 523,30 | -311,70 | -388,40 |
| Andre finansposter | 28,70 | -207,90 | 342,90 | -320,00 | -252,40 | -1 213,70 |
| EBT | 1 660,50 | 4 252,60 | 1 388,70 | 789,20 | 3 457,30 | 1 486,70 |
| Skatt | -358,30 | -1 143,90 | -261,70 | -376,50 | -1 026,80 | -752,00 |
| Resultat virksomhet | 1 302,20 | 3 108,70 | 1 127,00 | 412,70 | 2 430,50 | 734,70 |
| Resultat fra avviklet virksomhet/eiendeler til salgs | - | - | - | - | 91,90 | 204,80 |
| Årsresultat | 1 302,20 | 3 108,70 | 1 127,00 | 412,70 | 2 522,40 | 939,50 |
| Endring i virkelig verdi kontantstrøm hedge | 1 326,60 | 216,60 | -141,10 | -113,50 | -44,30 | -46,60 |
| Utsatt skatt virkelig verdi kontantstrøm hedge | -379,80 | -61,80 | 38,50 | 31,10 | - | 12,10 |
| Valutaomregning kontantstrøm hedge | - | - | -1,20 | -0,20 | - | - |
| Valutaomregnings differanser | -762,30 | -3,40 | -32,70 | -325,60 | 630,40 | 842,50 |
| Valutaomregnings differanser ikke-kontrollerende eierinteresser | -6,30 | -3,20 | -0,30 | -4,00 | 4,90 | -3,90 |
| Andre gevinster og tap fullstendig nettoresultat | 58,70 | - | 112,60 | 3,50 | - | - |
| Gevinst/tap på ytelsesbaserte pensjonsordninger | - | - | - | - | - | 29,10 |
| Skatteeffekt estimert tap | - | - | - | - | - | -5,50 |
| Sum annet fullstendig nettoresultat | 236,90 | 148,20 | -24,20 | -408,70 | 591,00 | 827,70 |
| Fullstendig nettoresultat | 1 539,10 | 3 256,90 | 1 102,80 | 3,90 | 3 113,40 | 1 767,20 |

Tabell 6.1: Historisk resultatregnskap 2009-2014 (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Oversikten over selskapets historiske resultatregnskap viser en inntektsøkning på ca. 80% i tidsrommet 2009-2014. På tross av økte inntekter, er selskapets resultat fra virksomhet redusert med ca. 50%, som følge av en økning i kostnader. Selskapets fullstendige nettoresultat har hatt svingninger i perioden, og variert fra 3,9 til 3 256,9. I 2012 hadde selskapet svakere inntekter kombinert med høye kostnader, i tillegg til et negativt "annet fullstendig nettoresultat", som førte til et merkbart lavere fullstendig nettoresultat. I årene 2013 og 2014 hadde selskapet svært god inntektsøkning, samt stabile driftskostnader som førte til høy EBIT. Driftsresultatet for 2014 ble derimot svakere enn i 2013 på grunn av

selskapets høye finansielle kostnader. Tross av et lavere årsresultat hadde MHG en oppgang i "annet fullstendig resultat" fra 2013 til 2014, noe som kan tyde på vellykket sikring mot risiko knyttet til valutadifferanser og pris på fisk. (McCormack, H. & Irgens, M.)

Hovedtrekkene i selskapets historiske balanse i perioden 2009-2014 er en generell økning i samtlige poster, vist i tabellen nedenfor.

| Balanse NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| EIENDELER | | | | | | |
| Lisenser | 5 409,50 | 5 442,50 | 5 577,50 | 5 435,40 | 6 036,10 | 6 514,90 |
| Goodwill | 2 142,60 | 2 111,60 | 2 146,10 | 2 115,50 | 2 374,90 | 2 416,90 |
| Utsatt skattefordel | 54,50 | 118,60 | 160,10 | 73,90 | 178,80 | 147,30 |
| Andre immaterielle eiendeler | 136,00 | 132,90 | 123,10 | 114,20 | 188,40 | 166,50 |
| Immaterielle eiendeler | 7 742,60 | 7 805,60 | 8 006,80 | 7 739,00 | 8 778,20 | 9 245,60 |
| Eiendom, anlegg og utstyr | 3 518,10 | 3 885,10 | 4 167,50 | 4 111,90 | 6 677,20 | 8 257,20 |
| Investering i tilknyttende selskapet | 520,10 | 678,90 | 624,40 | 647,30 | 900,40 | 978,20 |
| Andre aksjer og anleggsmidler | 118,80 | 124,20 | 92,10 | 1 008,60 | 132,10 | 166,10 |
| Andre langsiktige eiendeler | - | - | 25,80 | 73,20 | 8,80 | 14,50 |
| Anleggsmidler | 4 157,00 | 4 688,20 | 4 909,80 | 5 841,00 | 7 718,50 | 9 416,00 |
| Inventar | 742,70 | 775,80 | 783,00 | 819,70 | 1 751,10 | 2 400,80 |
| Biologiske eiendeler | 5 351,10 | 7 278,10 | 6 285,20 | 6 207,90 | 9 536,60 | 10 014,00 |
| Kundefordringer | 1 672,10 | 1 844,90 | 1 914,90 | 1 782,00 | 3 191,40 | 3 360,20 |
| Andre fordringer | 551,60 | 817,20 | 609,80 | 592,70 | 1 086,50 | 1 110,50 |
| Bundne midler | - | - | - | - | 167,10 | 213,10 |
| Kontanter og kontantekvivalenter | 172,20 | 319,00 | 279,10 | 335,30 | 439,10 | 1 195,20 |
| Omløpsmidler | 8 489,70 | 11 035,00 | 9 872,00 | 9 737,60 | 16 171,80 | 18 293,80 |
| Eiendeler holdt for salg | - | - | - | - | 1 059,10 | 19,00 |
| Eiendeler | 20 389,30 | 23 528,80 | 22 788,60 | 23 317,60 | 33 727,60 | 36 974,40 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | | | | | | |
| Aksjekapital og annen egenkapital tilknyttet ei | 11 415,50 | 12 500,20 | 10 766,30 | 11 619,70 | 16 318,50 | 14 702,20 |
| Ikke-kontrollerbare eierinteresser | 45,00 | 70,50 | 75,80 | 69,00 | 27,80 | 16,00 |
| Egenkapital | 11 460,50 | 12 570,70 | 10 842,10 | 11 688,70 | 16 346,30 | 14 718,20 |
| Utsatt skatteforpliktelse | 1 142,60 | 2 237,90 | 2 351,90 | 2 543,70 | 3 365,00 | 3 568,90 |
| Langsiktig rentebærende gjeld | 5 116,90 | 5 107,30 | 6 589,40 | 5 338,60 | 7 710,20 | 10 669,10 |
| Andre langsiktige forpliktelser | 99,80 | 571,10 | 99,30 | 414,70 | 976,20 | 2 334,40 |
| Langsiktig gjeld | 6 359,30 | 7 916,30 | 9 040,60 | 8 297,00 | 12 051,40 | 16 572,40 |
| Betalbar skatt | 50,80 | 49,70 | 86,60 | 26,20 | 252,60 | 525,20 |
| Kortsiktig rentebærende gjeld | 130,30 | 429,70 | 157,00 | 377,80 | 686,70 | 7,00 |
| Leverandørgjeld | 1 339,80 | 1 450,20 | 1 481,80 | 1 452,50 | 2 232,60 | 2 039,20 |
| Annen kortsiktig gjeld | 1 048,60 | 1 112,20 | 1 180,30 | 1 475,40 | 1 967,70 | 3 112,30 |
| Kortsiktig gjeld | 2 569,50 | 3 041,80 | 2 905,70 | 3 331,90 | 5 139,60 | 5 683,70 |
| Forpliktelser holdt for salg | - | - | - | - | 190,50 | - |
| Egenkapital og gjeld | 20 389,30 | 23 528,80 | 22 788,40 | 23 317,60 | 33 727,80 | 36 974,30 |

Tabell 6.2: Historisk balanse 2009-2014 (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Postene i selskapets historiske balanse viser økte investeringer i perioden, basert på en økning i langsiktig gjeld på 160%. Selskapets omløpsmidler og anleggsmidler har doblet seg i perioden, med en merkbar økning i biologiske eiendeler. (McCormack, H. & Irgens, M.)

Øvrige hendelser som har påvirket virksomheten generelt i tidsrommet 2009-2014 beskrives punktvis nedenfor, og er hovedsakelig hentet fra MHGs årsrapporter de respektive årene:

- 2009: Uendret slaktevolum og høy etterspørsel gav økt inntekt sammenlignet med 2008.
- 2010: Høye laksepriser og sterk etterspørsel genererte et solid årsresultat i 2010.
- 2011: Økning i slaktevolum sammenlignet med 2010. Nedgang i pris på laks resulterte i redusert smoltbeholdning, kostnader og CAPEX.
- 2012: MHG besluttet å ta del i hele verdikjeden ved å investere i fôrproduksjon og oppkjøp av Morpol. Rekordhøyt slaktevolum og mer kostnadseffektiv produksjon sammenlignet med året før.
- 2013: Ekstremvær i løpet av året førte til inntektstap grunnet økning i antall fisk på rømmen. Investeringer i Bjugn fôrfabrikk førte til høy arbeidskapital og CAPEX.
- 2014: Børsnotert på New York Stock Exchange januar 2014, og rekordhøy operasjonell EBIT og vekst, som resulterte i sterk cash flow.

(Marine Harvest, 2015 v. d.)

6.2 Trailing

Trailing resultat er lik resultatet fra de siste fire kvartal, og gir et estimat på regnskapet for 2015. Hensikten med å bruke trailing resultatet er å inkludere de nyeste tallene i analysen av regnskapet, for å bedre kunne analysere selskapet. I verdsettelsen av MHG vil trailing resultatet være summen av kvartalsrapportene Q2 2014, Q3 2014, Q4 2014 og Q1 2015.

Trailing resultatet fratrekkes unormale poster og Q2-Q4 2014 justeres for vekst. (Knivsflå, K.H., 2012 v. f.)

| Trailing resultat | Q1/14 | Q2-Q4/14 | Q1/15 | VEKST | 2015T |
|---|-----------------|-----------------|---------------|----------|-----------------|
| Inntekt | 5 870,80 | 19 660,40 | 5 662,10 | -0,04 | 26 021,40 |
| Materialkostnader | -3 014,30 | -10 663,00 | -2 993,20 | -0,04 | -14 082,72 |
| Verdijustering virkeligverdi slaktet fisk | -1 234,10 | -3 628,90 | -1 080,80 | -0,04 | -4 854,86 |
| Verdijustering virkeligverdi biologiske eiendeler | 1 026,00 | 3 326,20 | 407,80 | -0,04 | 3 867,05 |
| Lønnskostnader | -769,00 | -2 551,80 | -822,50 | -0,04 | -3 476,37 |
| Restruktureringskostnader | -768,90 | -2 581,20 | 0,80 | -0,04 | -2 683,65 |
| Andre driftskostnader | -225,50 | -741,30 | -705,80 | -0,04 | -1 476,75 |
| Inntekt/tap tilknyttende selskap | 86,60 | -62,90 | 12,30 | -0,04 | -53,12 |
| Avskrivninger og nedskrivninger | 0,20 | -53,20 | -245,90 | -0,04 | -301,23 |
| Tap grunnet verdifall | - | -168,20 | 0,60 | -0,04 | -174,33 |
| Endring i tapsavsetning kunder | 13,80 | 135,80 | 83,90 | -0,04 | 225,13 |
| Andre ikke-driftsrelaterte poster | 0,30 | -24,40 | - | -0,04 | -25,38 |
| EBIT | 1 194,00 | 2 950,20 | 319,30 | | 2 985,19 |
| Netto rente kostnader | -130,60 | -413,90 | -137,30 | -0,04 | -567,76 |
| Netto valutaeffekter | 16,00 | -404,40 | 436,50 | -0,04 | 15,92 |
| Andre finansposter | 137,00 | -1 350,60 | -51,80 | -0,04 | -1 456,42 |
| EBT | 1 216,40 | 781,30 | 566,60 | | 976,93 |
| Skatt | -271,50 | -480,40 | -160,20 | - | -806,00 |
| Resultat virksomhet | 944,90 | 300,90 | 406,40 | | 170,93 |
| Resultat fra avvirket virksomhet/eiendeler til salgs | 28,90 | 175,80 | -19,10 | -0,04 | 163,73 |
| Årsresultat | 973,80 | 476,70 | 387,30 | | 334,66 |
| Endring i virkelig verdi kontantstrøm hedge | - | - | -10,10 | - | -10,10 |
| Utsatt skatt virkelig verdi kontantstrøm hedge | - | - | - | - | - |
| Valutaomregning kontantstrøm hedge | - | - | - | - | - |
| Valutaomregnings differanser | - | - | 138,40 | - | 138,40 |
| Valutaomregnings differanser ikke-kontrollerende eierinteresser | - | - | 0,10 | - | 0,10 |
| Andre gevinster og tap fullstendig nettoresultat | - | - | -3,90 | - | -3,90 |
| Gevinst/tap på ytelsesbaserte pensjonsordninger | - | - | - | - | - |
| Skatteeffekt estimert tap | - | - | - | - | - |
| Sum annet fullstendig nettoresultat | - | - | 124,50 | - | 124,50 |
| Fullstendig nettoresultat | - | - | 511,70 | - | 459,16 |

Tabell 6.3: Trailing resultat (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Trailing resultat for 2015 estimeres på følgende måte:

$$R_{2015T} = R_{Q1/15} + (1 + g) * (R_{Q2/14} + R_{Q3/14} + R_{Q4/14})$$

(Knivsflå, K.H., 2012 v. f.)

Vekstjusteringen (g) baseres på historisk vekst i driftsinntekter fra Q1 2014 til Q1 2015.

(Knivsflå, K.H., 2012 v. f.) Skattesats benyttet i trailing resultatet estimeres i avsnitt ”6.3.2.3.2 Fordele skattekostnad på alle resultat”, og er 27%.

Trailing balanse er lik balansen oppgitt i siste kvartalsrapport (Knivsflå, K.H., 2012 v. f.), Q1 2015, og presenteres under omgruppert balanse i avsnitt ”6.3.2 Omgruppert balanse”.

6.3 Omgruppering

Som investor er selskapets potensielle inntjening i fremtiden avgjørende for investeringsbeslutninger. Regnskapet omgrupperes for å belyse investors perspektiv, og ser bort fra ekstraordinære eller unormale poster i resultatregnskapet og balansen. Fratrasket ekstraordinære og unormale poster som ikke representerer fremtidig inntjening, avdekkes selskapets virkelige verdi. (Gjesdal, F., 2007)

Regnskapsanalysen starter med omgruppering av regnskapstallene, ettersom verken resultatregnskapet eller balansen er investorvennlig presentert. Hovedtrekkene i omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen, er å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, finansiell- og driftsrelatert gjeld, og normale og unormale poster. (Gjesdal, F., 2007)

Omgruppering for regnskapsanalyse endrer ikke målingen av regnskapstallene, men omrokerer tallene for å gi bedre innsikt i underliggende forhold, og klargjøre for analyse. (Knivsflå, K.H., 2012 v. b.)

6.3.1 Omgruppert resultatregnskap

Tabellen nedenfor viser omgruppert resultatregnskap for MHG, basert på estimeringene i underkapitlene. Omgruppering av resultatregnskapet omhandler blant annet skille mellom drift og finans, men også identifisering av fullstendig resultat og normalisering.

| Omgruppert resultatregnskap | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Driftsinntekter | 14 500,20 | 15 191,40 | 16 132,80 | 15 463,50 | 19 199,40 | 25 531,30 | 26 021,40 |
| - Driftskostnader | -13 536,80 | -12 009,50 | -13 382,20 | -14 915,70 | -16 343,30 | -21 380,30 | -22 195,05 |
| = Driftsresultat i egen virksomhet | 963,40 | 3 181,90 | 2 750,60 | 547,80 | 2 856,10 | 4 151,00 | 3 826,35 |
| - Driftsrelatert skatt i egen virksomhet | -260,12 | -859,11 | -742,66 | -147,91 | -771,15 | -1 120,77 | -1 033,11 |
| + Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter | 69,50 | 202,20 | -8,50 | 88,30 | 221,80 | 149,50 | -53,12 |
| = Netto driftsresultat | 772,78 | 2 524,99 | 1 999,44 | 488,19 | 2 306,75 | 3 179,73 | 2 740,12 |
| + Netto finansinntekt | 719,30 | 366,80 | 579,30 | 523,30 | - | - | 15,92 |
| = Nettoresultat til sysselsatt kapital | 1 492,08 | 2 891,79 | 2 578,74 | 1 011,49 | 2 306,75 | 3 179,73 | 2 756,04 |
| - Netto finanskostnad | -392,90 | -575,70 | -405,80 | -702,80 | -1 204,30 | -2 146,70 | -2 024,18 |
| = Nettoresultat til egenkapital | 1 099,18 | 2 316,09 | 2 172,94 | 308,69 | 1 102,45 | 1 033,03 | 731,86 |
| + Unormalt netto driftsresultat | 301,20 | 1 091,70 | -1 526,90 | 338,70 | 1 874,70 | -317,80 | -824,08 |
| + Unormalt netto finansresultat | 236,90 | 148,20 | -24,20 | -408,70 | 516,60 | 659,50 | 99,12 |
| = Fullstendig nettoresultat til egenkapital | 1 637,28 | 3 555,99 | 621,84 | 238,69 | 3 493,75 | 1 374,73 | 6,90 |
| - Utbytte | -1 251,20 | -2 131,10 | -2 878,50 | - | -825,00 | -3 427,00 | - |
| = Endring i egenkapital | 386,08 | 1 424,89 | -2 256,66 | 238,69 | 2 668,75 | -2 052,27 | 6,90 |

Tabell 6.4: *Omgruppert resultatregnskap* (Marine Harvest, 2015 v. d.)

I følge Knivsflå (2012) kan omgruppering av resultatregnskap gjennomføres ved følgende steg:

- Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat
- Steg 2: Fordele fullstendig nettoresultat på drift og finans
- Steg 3: Identifisere normale og unormale poster
- Steg 4: Fordele skattekostnaden

(Knivsflå, K.H., 2012 v. c.)

6.3.1.1 Fullstendig nettoresultat

Første steget i omgruppering innebærer at selskapets fullstendige nettoresultat identifiseres, som er summen av årsresultatet, annet fullstendig resultat og dirty surplus. (Knivsflå, K.H., 2012 v. c.) Fullstendig nettoresultat inneholder nettoeffekten av endringer i egenkapital, og reserver som ikke oppgis i det ordinære resultatet. Disse endringene omtales som dirty surplus, og utelukkes fordi transaksjonene eller hendelsene ikke gjenspeiler selskapets kjernevirksomhet. Eksempler på dirty surplus kan være gevinster/tap knyttet til omregning av valuta eller finansielle eiendeler. (ft.cm/lexicon, 2015) I omgrupperingen av MHG er dirty surplus sikring knyttet til virkelig verdi av biologiske eiendeler og valutaomregninger.

(Marine Harvest, 2015 v. d.)

| Fullstendig nettoresultat | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|----------------------------------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|--------|
| Årsresultat (ÅRE) | 1 302,20 | 3 108,50 | 1 121,20 | 412,60 | 2 522,40 | 939,50 | 334,64 |
| Annet fullstendig resultat (AFR) | 58,70 | - | 112,60 | 3,50 | - | - | -3,90 |
| Dirty surplus (DSP) | 178,20 | 148,20 | -136,80 | -412,20 | 591,00 | 827,70 | 128,40 |
| Fullstendig nettoresultat (FNR) | 1 539,10 | 3 256,60 | 1 097,00 | 3,90 | 3 113,40 | 1 767,20 | 459,14 |

Tabell 6.5: *Fullstendig nettoresultat* (Marine Harvest, 2015 v. d.)

6.3.1.2 Drift og finans

Etter identifisering av fullstendig nettoresultat (FNR) fordeles FNR på alle kapitaler i balansen, derav drift og finans. Hensikten med fordelingen er å vise sammenhengen mellom eiendelene i balansen og verdien de skaper. (Knivsflå, K.H., 2012 v. c.) Fordelingen mellom drift og finans vises i tabellen nedenfor.

| Fordele FNR på alle kapitaler i balansen | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|------------------|
| Inntekt | 14 500,20 | 15 191,40 | 16 132,80 | 15 463,50 | 19 199,40 | 25 531,30 | 26 021,40 |
| Materialkostnader | -8 690,90 | -7 690,70 | -8 398,60 | -9 666,50 | -9 998,50 | -13 677,40 | -14 082,72 |
| Verdijustering virkeligverdi slaktet fisk | - | - | - | - | -4 323,70 | -5 518,50 | -4 854,86 |
| Verdijustering virkeligverdi biologiske eiendeler | 301,20 | 1 091,70 | -1 514,00 | 350,20 | 6 118,30 | 5 007,70 | 3 867,05 |
| Lønnskostnader | -2 167,40 | -2 202,50 | -2 177,80 | -2 418,60 | -2 674,30 | -3 320,90 | -3 476,37 |
| Restruktureringskostnader | -169,50 | -4,40 | -21,80 | -0,80 | -272,80 | -52,90 | -2 683,65 |
| Andre driftskostnader | -1 448,20 | -1 453,80 | -2 063,20 | -2 163,60 | -2 581,90 | -3 350,00 | -1 476,75 |
| Inntekt/tap tilknyttede selskap | 69,50 | 202,20 | -8,50 | 88,30 | 221,80 | 149,50 | -53,12 |
| Avskrivninger og nedskrivninger | -687,70 | -653,10 | -666,70 | -677,20 | -762,60 | -966,80 | -301,23 |
| Tap grunnet verdifall | -373,10 | -5,00 | -67,00 | -0,50 | -65,00 | -24,10 | -174,33 |
| Endring i tapsavsetning kunder | - | -14,30 | -5,80 | -6,10 | -124,70 | 23,70 | 225,13 |
| Resultat fra avviklet virksomhet/eiendeler til salg | - | - | - | - | 91,90 | 204,80 | 163,73 |
| Fullstendig driftsresultat før skatt | 1 334,10 | 4 461,50 | 1 209,40 | 968,70 | 4 827,90 | 4 006,40 | 3 174,28 |
| Andre ikke-driftsrelaterte poster | - | - | - | - | -74,40 | -168,20 | -25,38 |
| Netto rente kostnader | -392,90 | -367,80 | -405,80 | -382,80 | -640,20 | -544,60 | -567,76 |
| Netto valutaeffekter | 690,60 | 366,80 | 236,40 | 523,30 | -311,70 | -388,40 | 15,92 |
| Andre finansposter | 28,70 | -207,90 | 342,90 | -320,00 | -252,40 | -1 213,70 | -1 456,42 |
| Endring i virkelig verdi hedge | 1 326,60 | 216,60 | -141,10 | -113,50 | -44,30 | -46,60 | -10,10 |
| Utsatt skatt virkelig verdi kontantstrøm hedge | -379,80 | -61,80 | 38,50 | 31,10 | - | 12,10 | - |
| Valutaomregning kontantstrøm hedge | - | - | -1,20 | -0,20 | - | - | - |
| Valutaomregnings differanser | -762,30 | -3,40 | -32,70 | -325,60 | 630,40 | 842,50 | 138,40 |
| Valutaomregnings differanser ikke-kontrollerende eierinteresser | -6,30 | -3,20 | -0,30 | -4,00 | 4,90 | -3,90 | 0,10 |
| Andre gevinster og tap fullstendig nettoresultat | 58,70 | - | 112,60 | 3,50 | - | - | -3,90 |
| Gevinst/tap på ytelsesbaserte pensjonsordninger | - | - | - | - | - | 29,10 | - |
| Skatteeffekt estimert tap | - | - | - | - | - | -5,50 | - |
| Fullstendig finansielt resultat | 563,30 | -60,70 | 149,30 | -588,20 | -687,70 | -1 487,20 | -1 909,14 |
| Fullstendig nettoresultat før skatt | 1 897,40 | 4 400,80 | 1 358,70 | 380,50 | 4 140,20 | 2 519,20 | 1 265,14 |
| Skattekostnad | -358,30 | -1 143,90 | -261,70 | -376,50 | -1 026,80 | -752,00 | -806,00 |
| Fullstendig nettoresultat | 1 539,10 | 3 256,60 | 1 097,00 | 3,90 | 3 113,40 | 1 767,20 | 459,14 |

Tabell 6.6: Fullstendig nettoresultat fordelt på drift og finans (Marine Harvest, 2015 v. d.)

6.3.1.3 Normalisering av resultatregnskap

Normalisering av resultatregnskapet innebærer korrigerende av inntekter og kostnader, som avviker fra gjennomsnittsverdier for ordinær drift, eller betraktes som ekstraordinære eller forbigående. Resultatregnskapet kan gi et unøyaktig bilde av selskapets underliggende inntjening på grunn av bruken av virkelig verdi, regnskapsmanipulasjon og unormale poster. Hensikten er å basere videre analyser på den faktiske underliggende inntjeningen, hvor unormale komponenter er fjernet fordi de ikke påvirker estimering av fremtidig kontantstrøm. (Knivsflå, K.H., 2012 v. c.)

Resultatregnskapet normaliseres ved å gjennomgå noteopplysninger bak postene, og fjerne inntekts- og kostnadsstørrelser av betydning. For å unngå støy i det normaliserte regnskapet, justeres kun poster med tilstrekkelig informasjon i notene. (Knivsflå, K.H., 2012 v. c.)

6.3.1.3.1 Unormale poster

Postene fremvist i tabellen nedenfor fjernes fra resultatregnskapet fordi de anses som unormale, forbigående, eller ikke er relatert til underliggende inntjening.

| Unormale poster | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|---|----------|----------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|
| Verdijustering virkeligverdi slaktet fisk | - | - | - | - | -4 323,70 | -5 518,50 | -4 854,86 |
| Verdijustering virkeligverdi biologiske eiendeler | 301,20 | 1 091,70 | -1 514,00 | 350,20 | 6 118,30 | 5 007,70 | 3 867,05 |
| Nedskrivninger | - | - | -12,90 | -11,50 | -11,80 | -11,80 | - |
| Andre ikke-driftsrelaterte poster | - | - | - | - | -74,40 | -168,20 | -25,38 |
| Resultat fra utviklet virksomhet/eiendeler til salg | - | - | - | - | 91,90 | 204,80 | 163,73 |
| Endring i virkelig verdi kontantstrøm hedge | 1 326,60 | 216,60 | -141,10 | -113,50 | -44,30 | -46,60 | -10,10 |
| Utsatt skatt virkelig verdi kontantstrøm hedge | -379,80 | -61,80 | 38,50 | 31,10 | - | 12,10 | - |
| Valutaomregning kontantstrøm hedge | - | - | -1,20 | -0,20 | - | - | - |
| Valutaomregnings differanser | -762,30 | -3,40 | -32,70 | -325,60 | 630,40 | 842,50 | 138,40 |
| Valutaomregnings differanser ikke-kontrollerende eierinteresser | -6,30 | -3,20 | -0,30 | -4,00 | 4,90 | -3,90 | 0,10 |
| Andre gevinster og tap fullstendig nettoresultat | 58,70 | - | 112,60 | 3,50 | - | - | -3,90 |
| Gevinst/tap på ytelsesbaserte pensjonsordninger | - | - | - | - | - | 29,10 | - |
| Skatteeffekt estimert tap | - | - | - | - | - | -5,50 | - |

Tabell 6.7: Unormale poster resultatregnskap (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Verdijusteringer knyttet til fisk og biologiske eiendeler anses som unormale, ettersom justering i disse postene ikke gir verdiskapning for selskapet i seg selv, men har blitt bokført som inntekt i resultatregnskapet. I verdsettelsen av MHG vil ikke verdijusteringer underveis i produksjonsprosessen tas hensyn til, ettersom det er sluttproduktet som generer inntekt. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.3.1.3.2 Fordele skattekostnad på alle resultat

Siste del av omgrupperingen av resultatregnskapet er å fordele skattekostnad på drift- og finansposter. (Knivsflå, K.H., 2012 v. c.) Et estimat av driftsrelatert skattesats er funnet ved å beregne skatt som prosent av EBIT fra 2009 - 2014, som er 27% for MHG. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

| År | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Snitt |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Skatt som prosent av EBIT per år | 0,27 | 0,26 | 0,22 | 0,39 | 0,22 | 0,21 | 0,27 |

Tabell 6.8: Gjennomsnittlig skatt som prosent av EBIT per år (Marine Harvest, 2015 v. d.)

6.3.2 Omgruppering av balanse

Nedenfor presenteres omgruppert balanse for MHG i perioden 2009-2015T. Tallmaterialet i balansen er hentet fra selskapets historiske balanse, mens 2015T er basert på kvartalsrapport Q1.

| Omgruppert balanse NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| DRIFTSRELATERTE EIENDELER | | | | | | | |
| Lisenser | 5 409,50 | 5 442,50 | 5 577,50 | 5 435,40 | 6 036,10 | 6 514,90 | 4 795,80 |
| Andre immatrielle eiendeler | 136,00 | 132,90 | 123,10 | 114,20 | 188,40 | 166,50 | 133,20 |
| Goodwill | 2 142,60 | 2 111,60 | 2 146,10 | 2 115,50 | 2 374,90 | 2 416,90 | 2 396,50 |
| Utsatt skattefordel | 54,50 | 118,60 | 160,10 | 73,90 | 178,80 | 147,30 | 145,20 |
| Forpliktelser holdt for salg | - | - | - | - | 190,50 | - | 1 132,40 |
| Inventar | 742,70 | 775,80 | 783,00 | 819,70 | 1 751,10 | 2 400,80 | 1 909,90 |
| Biologiske eiendeler | 5 351,10 | 7 278,10 | 6 285,20 | 6 207,90 | 9 536,60 | 10 014,00 | 8 323,90 |
| Kundefordringer | 1 672,10 | 1 844,90 | 1 914,90 | 1 782,00 | 3 191,40 | 3 360,20 | 3 331,60 |
| Andre fordringer | 551,60 | 817,20 | 609,80 | 592,70 | 1 086,50 | 1 110,50 | - |
| Eiendom, anlegg og utstyr | 3 518,10 | 3 885,10 | 4 167,50 | 4 111,90 | 6 677,20 | 8 257,20 | 7 243,80 |
| Investeringer i tilknyttede selskaper | 520,10 | 679,90 | 624,40 | 647,30 | 900,40 | 978,20 | 992,30 |
| Eiendeler holdt for salg | - | - | - | - | 1 059,10 | 19,00 | 5 981,60 |
| Totale driftsrelaterte eiendeler | 20 098,30 | 23 086,60 | 22 391,60 | 21 900,50 | 33 171,00 | 35 385,50 | 36 386,20 |
| DRIFTSRELATERT GJELD | | | | | | | |
| Utsatt skatteforpliktelse | 1 142,60 | 2 237,90 | 2 351,90 | 2 543,70 | 3 365,00 | 3 568,90 | 3 110,00 |
| Andre langsiktige forpliktelser | 99,80 | 571,10 | 99,30 | 414,70 | 976,20 | 2 334,40 | 1 064,30 |
| Annen kortsiktig gjeld | 1 048,60 | 1 112,20 | 1 180,30 | 1 475,40 | 1 967,70 | 3 112,30 | 4 340,00 |
| Betalbar skatt | 50,80 | 49,70 | 86,60 | 26,20 | 252,60 | 525,20 | - |
| Leverandørgjeld | 1 339,80 | 1 450,20 | 1 481,80 | 1 452,50 | 2 232,60 | 2 039,20 | - |
| Total driftsrelatert gjeld | 3 681,60 | 5 421,10 | 5 199,90 | 5 912,50 | 8 794,10 | 11 580,00 | 8 514,30 |
| FINANSIELLE EIENDELER | | | | | | | |
| Andre langsiktige eiendeler | - | - | - | - | 8,80 | 15,50 | - |
| Egenkapital | -205,90 | 2 584,80 | 10 766,30 | 11 619,70 | 16 318,50 | 14 702,20 | 18 369,50 |
| Andre aksjer og andre anleggsmidler | 118,80 | 124,20 | 117,90 | 1 081,80 | 132,10 | 166,10 | 297,50 |
| Kontanter og kontantekvivalenter | 172,20 | 319,00 | 279,10 | 335,30 | 439,10 | 1 195,20 | 578,50 |
| Ikke-kontrollerbare eierinteresser | 45,00 | 70,50 | 75,80 | 69,00 | 27,80 | 16,00 | 17,00 |
| Innskutt kapital | 11 621,40 | 9 915,40 | - | - | - | - | - |
| Bundne midler | - | - | - | - | 167,10 | 213,10 | - |
| Totale finansielle eiendeler | 11 751,50 | 13 013,90 | 11 239,10 | 13 105,80 | 16 327,30 | 16 308,10 | 19 262,50 |
| FINANSIELL GJELD | | | | | | | |
| Langsiktig rentebærende gjeld | 5 116,90 | 5 107,30 | 6 589,40 | 5 338,50 | 7 710,20 | 10 669,10 | 8 094,50 |
| Kortsiktig rentebærende gjeld | 130,30 | 429,70 | 157,00 | 377,80 | 686,70 | 7,00 | 2,10 |
| Total finansiell gjeld | 5 247,20 | 5 537,00 | 6 746,40 | 5 716,30 | 8 396,90 | 10 676,10 | 8 096,60 |
| NOK (millioner) | | | | | | | |
| Driftsmidler | 20 098,30 | 23 086,60 | 22 391,60 | 21 900,50 | 33 171,00 | 35 385,50 | 36 386,20 |
| Driftsrelatert gjeld | 3 681,60 | 5 421,10 | 5 199,90 | 5 912,50 | 8 794,10 | 11 580,00 | 8 514,30 |
| Netto operasjonelle eiendeler | 16 416,70 | 17 665,50 | 17 191,70 | 15 988,00 | 24 376,90 | 23 805,50 | 27 871,90 |
| Egenkapital | 11 751,50 | 13 013,90 | 6 746,40 | 13 105,80 | 16 327,30 | 16 308,10 | 19 262,50 |
| Netto finansiell gjeld | 5 247,20 | 5 537,00 | 17 191,70 | 5 716,30 | 8 396,90 | 10 676,10 | 8 096,60 |
| Netto driftskapital | 16 998,70 | 18 550,90 | 23 938,10 | 18 822,10 | 24 724,20 | 26 984,20 | 27 359,10 |

Tabell 6.9: Omgruppert balanse for 2014 med hensyn på netto driftskapital
(Marine Harvest, 2015 v. d.)

Fra 2014 ses en rekke endringer i enkelte balanseposter, i form av merkbare nedgang i lisenser og biologiske eiendeler, samt en fraværende leverandørgjeld i rapporten. Grunnet den merkbare nedgangen i postene for 2015T, antas det at disse postene vil være høyere for resten av året. (McCormack, H. & Irgens, M.)

Omgruppering av balanse gjennomføres basert på fire følgende steg, ifølge Knivslå (2012):

- Steg 1: Registrere eventuelt avsatt utbytte som egenkapital, ikke gjeld.
- Steg 2: Klargjøre hvilke poster som er drift og finans i balansen
- Steg 3: Fra balanse til sysselsatt kapital
- Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

(Knivslå, K.H., 2012 v. b.)

6.3.2.1 Registrer avsatt utbytte som egenkapital

Omgrupperingen av selskapets balanse starter med at eventuelt utbytte avsettes, som en del av egenkapitalen, ikke som gjeld. Etter amerikanske og internasjonale regnskapsstandarder (IFRS) er det ikke avsatt for utbytte, som innebærer at egenkapitalen 31.12 allerede er redusert for et eventuelt utbytte. (Knivslå, K.H., 2012 v. b.)

6.3.2.2 Drift- og finansieringsposter i balansen

Selskapets eiendeler deles opp i driftsrelaterte og finansielle eiendeler, der sistnevnte ofte går under betegnelsen driftsfremmende eiendeler. Driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler er med andre ord eiendeler som er rettet mot selskapets drift, og er av ren pengeverdi for selskapet. Det er et vagt skille mellom drift og finans for enkelte av postene i balansen, som gjør at antakelser må fattes for registreringen av de ulike postene. For omgrupperingen av MHGs balanse klassifiseres poster som utsatt skatt, goodwill, lisenser og investeringer knyttet til selskapets drift, som driftsrelaterte eiendeler. Andre poster knyttet til driftsrelaterte eiendeler er varelager, fordringer og immaterielle eiendeler. Andre aksjer eller obligasjoner, overskuddslikviditet og kontanter anses som finansielle eiendeler. Deler av selskapets kontanter skal opprinnelig registreres under driftsrelaterte eiendeler, ettersom det trengs en viss mengde likvider til drift av virksomheten. Grunnet vanskeligheter med å trekke ut driftsrelaterte likvider og identifisere renteinntekter fra driftsrelaterte og finansielle likvider, registreres alle likvider som finansielle eiendeler med mindre det er gitt tilstrekkelig informasjon til annet. Dette vil forenkle prosessen med en eventuell fordeling av likvider, samt at renteinntektene ikke må fordeles. Ved å ignorere fordelingen av likvider mellom drift og finans, blir selskapets driftskapital undervurdert, men det oppnås likevel konsistens i

resultatregnskapet og balansen, ettersom alle renteinntekter er registret under finansinntekter. I tillegg deles selskapets gjeld opp i rentebærende og ikke-rentebærende gjeld, der ikke-rentebærende gjeld ses i form av driftsrelatert gjeld. Driftsrelatert gjeld er ofte rentefri eller inkludert i prisen på varer og tjenester, og derfor allerede nedbetalt. Denne gjelden oppføres som en egen kategori, der rentekostnadene på gjelden bør rapporteres som driftskostnad. Den finansielle gjelden er derimot referert til som rentebærende, og inngår i annen langsiktig gjeld. Selskapets kortsiktige gjeld kan være driftsrelatert, som for eksempel leverandørgjeld og skyldig lønn, eller finansiell ved poster som kassakreditt, og annen kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner. Skyldig skatt er en post som på samme måte som likvider, vil inngå under drift og finans, der mesteparten er driftsrelatert. (Knivsflå, K.H., 2012 v. b.)

6.3.2.3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Omgrupperingens tredje steg innebærer gruppering fra balanse til sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital er kapitalen som er innskutt i selskapet og dermed sysselsatt av selskapets eiere og finansielle långivere. Den sysselsatte kapitalen identifiseres ved å plassere selskapets egenkapital og finansielle gjeld på den ene siden av balansen, mens de øvrige postene plasseres på andre siden. En slik oppstilling av balansen viser sysselsatt kapital og eiendeler. Ved å subtrahere finansielle eiendeler fra finansiell gjeld, finner man netto finansiell gjeld. Finansielle eiendeler er i hovedsak eiendeler selskapet besitter utover det som trengs til drift. De finansielle eiendelene er svært likvide, og kan dermed benyttes til å nedbetale den finansielle gjelden. Av den grunn er det naturlig å analysere netto finansiell gjeld. (Knivsflå, K.H., 2012 v. b.)

Minoritetsinteresser er en post i selskapets balanse som kan være omfattende å plassere, som ved forenkling registreres som en del av egenkapitalen dersom minoritetsposten er liten. (Knivsflå, K.H., 2012 v. b.) I omgrupperingen av MHG utelukkes minoritetsposter ettersom de har liten betydning i verdsettelsen av selskapets egenkapital. (McCormack, H. & Irgens M.)

Omgrupperingen av selskapets balanse er utarbeidet for å identifisere netto finansiell gjeld, som grunnlag for analysen av kapitalstruktur og arbeidskapital. Estimert frikontantstrøm tillegges terminalverdi før netto finansiell gjeld trekkes fra, som da viser verdien av selskapets egenkapital. (Gjesdal, F., 2007)

6.3.2.4 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Det siste steget for omgruppering av selskapets balanse, innebærer gruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital, der summen av selskapets egenkapital og netto finansiell gjeld utgjør netto driftskapital. Netto driftskapital er omløpskapital investert i selskapet for å holde driften i gang, og er relevant for et investorvennlig perspektiv på selskapets lønnsomhet fra drift. (Knivsflå, K.H., 2012 v. b.)

6.4 Justering av målefeil

Selskapets årsrapporter kan inneholde målefeil på tross av revidering. Målefeil oppstår når de balanseførte postene er av høyere eller lavere verdi enn den virkelige verdien. (Knivsflå, K. H., 2012 v. a.)

Det er stor uenighet knyttet til justering av målefeil. Enkelte mener at justering vil gi et mer korrekt regnskap, mens andre fastslår at det gjør vondt verre. Dersom det justeres for målefeil, kan det oppstå enda større målefeil og skape støy i regnskapet. Justeringer utføres dersom feil er av betydning for selskapet. (Knivsflå, K. H., 2012 v. a.)

I verdsettelsen av MHG baserer vi analysen på resultatregnskap utgitt per 31.12 hvert år. Eventuelle målefeil vil ikke nødvendigvis være korrigert i tallmaterialet benyttet til analysene. Verdsettelsen av selskapet er basert på ekstern informasjon, som gir manglende innsikt i underliggende forhold. Et forsøk på å justere eventuelle målefeil anses som lite hensiktsmessig for videre estimeringer. Ettersom regnskapet er revidert av revisor, velges det å forutsette at regnskapet er utarbeidet i hold med regnskapsloven, og tolker derfor eventuelle målefeil som mindre betydningsfulle. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5 Rammeverk for forholdstallanalyse

De omgrupperte regnskapstallene presentert tidligere i kapittelet benyttes til gjennomføring av forholdstallsanalyse. Hensikten med forholdstallsanalyse er å få oversikt over underliggende økonomiske forhold i MHG, og baseres på selskapets omgrupperte og normaliserte årsregnskap inkludert trailing. Forholdstallsanalyse innebærer analyse av selskapets risiko og lønnsomhet. Risikoanalysen baseres på analyse av selskapets likviditet og soliditet, før en syntetisk rating gjennomføres som oppsummering av den samlede risikoen. Deretter gjennomføres lønnsomhetsanalyse for selskapet som innebærer analyse av krav og rentabilitet. (Knivsflå, K.H., 2012 v. d.) Forholdstallene estimert i kapittelet vil videre benyttes til risikovurdering ved estimering av selskapets avkastningskrav.

6.5.1 Forholdstallsanalyse

I følge Knivsflå (2012) er det to teknikker for å avdekke forholdstallenes betydning, i form av tidsserie- og bransjeanalyse. En tidsserieanalyse innebærer at selskapets forholdstall analyseres bakover i tid, hvor tidsutvikling sammenlignes med tidsvektet gjennomsnitt eller trend. Knivsflå (2012) indikerer videre at selskap som har endret seg over tid eller er i en svært innovativ bransje, skal legge mest vekt på de siste regnskapsårene sammenlignet med stabile selskap som benytter likevektning. Ettersom MHG opererer i en bransje preget av store svingninger og konjunkturer, vil ikke en tidsvektning være hensiktsmessig, og kan skape mer skjevhet i analysene enn presist resultat. Bransjeanalysen på sin side innebærer sammenligning av forholdstall mot bransjegjennomsnittet, som målestokk for å indikere om selskapets forholdstall er gode eller dårlige. Ser man derimot på rentabilitet, er dette et forholdstall som ikke styres av bransjegjennomsnittet, men også av den teoretiske målestokken avkastningskrav. (Knivsflå. K.H., 2012 v. d)

Beregningen av bransjegjennomsnittet er basert på sammenlignbare selskap til MHG hentet fra "OSLO Seafood Index", og sammenlignbare tall fra forholdstallanalysen på forvalt.no. Bransjeanalysene omhandler regnskapstall 2009-2013, ettersom 2014 analysene ikke var fremlagt under utarbeidelsen av verdsettelsen. Grunnet merkbare avvik hos enkelte selskap, har vi valgt å utelukke selskap som avviker med ekstreme verdier. Dette er på grunn av den sterke påvirkningen de ekstreme verdiene har på analysen, som dermed fører til et urealistisk estimat. (Knivsflå. K.H., 2012 v. d)

Forholdstall vedrørende risiko bør være synkende over tid, mens forholdstallene for lønnsomhet bør øke over tid. Det kan derimot være vanskeligheter knyttet til forholdstallsanalyse, grunnet enkelte forholdstalls ustabile natur. Som løsning normaliseres selskapets regnskap, ettersom de normaliserte tallene er "forward-looking". Forholdstall som avviker i større grad fra tidligere trender eller bransjenormer, kan være faresignal for selskapet med tanke på underliggende, økonomiske forhold, eller eventuelle målefeil i regnskapet. Ser man derimot en utvikling av forholdstallene i gunstig retning sammenlignet med tidligere trender og bransje, er dette et positivt signal for selskapet og kan fungere som kjøpsignal for aksjeinvestorer. (Knivsflå. K.H., 2012 v. d)

6.5.2 Analyse av risiko

Risikoanalysen for MHG innebærer analyse av selskapets likviditet og soliditet. Analysen avslører om selskapet er i stand til å dekke kostnadene knyttet til drift, samt overleve

nedgangstider over tid. Analysene av selskapets kredittrisiko blir oppsummert i en syntetisk rating, der de får karakter fra AAA til D gitt underliggende selskapsspesifikk risiko. Den syntetiske ratingen for MHG vises i forklarende tabell senere i kapittelet. I tillegg til å analysere selskapsspesifikk risiko og lønnsomhet, benyttes det også til å analysere selskapets finansiering og vekst, som er en del av soliditets- og rentabilitetsanalysen. (Knivsfå. K.H., 2012 v. d.)

6.5.2.1 Likviditetsanalyse

Risikoanalysen starter med analyse av likviditeten til selskapet, der hovedfokus er rettet mot kortsiktig kredittrisiko, for å avdekke om selskapet har tilstrekkelige likvider til å nedbetale krav fra leverandører. (Knivsfå. K.H., 2012 v. d.) Likviditetsrisiko defineres som risikoen for at selskapet ikke klarer innfri sine forpliktelser ved forfall. En utvidet definisjon inkluderer også risikoen for at selskapet ikke klarer å finansiere ønsket vekst og utvikling (KPMG 2015). Likviditetsrisiko ses opp mot en målestokk for å avgjøre hva som er gode eller dårlige verdier, der 2 er minimumskravet for likviditetsgrad 1 og minst 1 for likviditetsgrad 2. Selv om målestokken er et godt utgangspunkt og kan fungere som en pekepinn for selskapet, er det optimalt å sammenligne resultatene med bransjegjennomsnittet. Ved å benytte bransjegjennomsnittet som utgangspunkt, anses forholdstallet som godt dersom det er større enn bransjegjennomsnittet. (Knivsfå. K.H., 2012 v. e.)

6.5.2.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 analyserer forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i selskapet, og måler bedriftens evne til å dekke betalingsforpliktelser etterhvert som disse forfaller. (Experian- A world of insight, 2015)

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

* Omløpsmidler i selskapet omhandler selskapets driftsrelaterte- og finansielle omløpsmidler

* Kortsiktig gjeld i selskapet er kortsiktig drifts- og finansiell gjeld

(Experian- A world of insight, 2015)

| NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|--|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| Finansielle omløpsmidler | | | | | | | |
| Kontanter og kontantekvivalenter | 172,20 | 319,00 | 279,10 | 335,30 | 439,10 | 1 408,20 | 578,50 |
| Bundne midler | - | - | - | - | 167,90 | - | - |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | | | | | | | |
| Biologiske eiendeler | 5 351,10 | 7 278,10 | 6 285,20 | 6 207,90 | 9 536,60 | 10 014,00 | 8 323,90 |
| Kundefordringer | 1 672,10 | 1 844,90 | 1 914,90 | 1 782,00 | 3 191,40 | 3 360,20 | 3 331,60 |
| Andre fordringer | 551,60 | 817,20 | 609,80 | 592,70 | 1 086,50 | 1 110,50 | - |
| Inventar | 742,70 | 775,80 | 783,00 | 819,70 | 1 751,10 | 2 400,80 | 1 909,90 |
| Total omløpsmidler | 8 489,70 | 11 035,00 | 9 872,00 | 9 737,60 | 16 172,60 | 18 293,70 | 14 143,90 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | | | | | | | |
| Kortsiktig rentebærende gjeld | 130,30 | 429,70 | 157,00 | 377,80 | 686,70 | 7,00 | 2,10 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | | | | | | | |
| Annen kortsiktig gjeld | 1 048,60 | 1 112,20 | 1 180,30 | 1 475,40 | 1 967,70 | 3 112,30 | 4 340,00 |
| Leverandørgjeld | 1 339,80 | 1 450,20 | 1 481,80 | 1 452,50 | 2 232,60 | 2 039,20 | - |
| Total kortsiktig gjeld | 2 518,70 | 2 992,10 | 2 819,10 | 3 305,70 | 4 887,00 | 5 158,50 | 4 342,10 |
| Likviditetsgrad 1 MHG | | | | | | | |
| Likviditetsgrad 1 MHG | 3,37 | 3,69 | 3,50 | 2,95 | 3,31 | 3,55 | 3,26 |
| Bransjegjennomsnitt | | | | | | | |
| Bransjegjennomsnitt | 2,06 | 2,25 | 2,04 | 1,74 | 2,22 | - | - |
| Differanse MHG - Bransjen | | | | | | | |
| Differanse MHG - Bransjen | 1,31 | 1,44 | 1,46 | 1,21 | 1,09 | - | - |

Tabell 6.10: Likviditetsgrad 1 (Proff Forvalt, 2015), (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Ser man på likviditetsgrad 1 for MHG, har selskapet en relativt jevn og stabil likviditetsgrad. Basert på analysene er likviditetsgraden for alle estimeringsårene høyere enn 2, som er i tråd med målestokken. Dersom vi sammenligner MHGs likviditetsgrad med bransjegjennomsnittet, som varierer fra 1,74 til 2,25, ser man også her at selskapet gjør det svært godt. Analysen indikerer at MHG klarer å dekke sine betalingsforpliktelser. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5.1.1.2 Likviditetsgrad 2

På samme måte som likviditetsgrad 1, måler likviditetsgrad 2 forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Forskjellen mellom de to likviditetsgradene er derimot at likviditetsgrad 2 kun ser på selskapets finansielle omløpsmidler, mens kortsiktig gjeld er uforandret. Hovedforskjellen ses på selskapets varelager, som anses som de minst likvide omløpsmidlene i selskapet og derfor trekkes fra. (Experian- A world of insight, 2015)

Likviditetsgrad 2 = $\frac{\text{Finansielle omløpsmidler i selskapet}}{\text{Kortsiktig gjeld i selskapet}}$

* Omløpsmidler i selskapet omhandler selskapets finansielle omløpsmidler

* Kortsiktig gjeld i selskapet er kortsiktig drifts- og finansiell gjeld

(Finanskalkulator, 2015)

| NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Finansielle omløpsmidler | | | | | | | |
| Kontanter og kontantekvivalenter | 172,20 | 319,00 | 279,10 | 335,30 | 439,10 | 1 408,20 | 578,50 |
| Bundne midler | - | - | - | - | 167,90 | - | - |
| Totale finansielle omløpsmidler | 172,20 | 319,00 | 279,10 | 335,30 | 607,00 | 1 408,20 | 578,50 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | | | | | | | |
| Kortsiktig rentebærende gjeld | 130,30 | 429,70 | 157,00 | 377,80 | 686,70 | 7,00 | 2,10 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | | | | | | | |
| Annen kortsiktig gjeld | 1 048,60 | 1 112,20 | 1 180,30 | 1 475,40 | 1 967,70 | 5 676,60 | 4 340,00 |
| Leverandørgjeld | 1 339,80 | 1 450,20 | 1 481,80 | 1 452,50 | 2 232,60 | 2 039,20 | - |
| Total kortsiktig gjeld | 2 518,70 | 2 992,10 | 2 819,10 | 3 305,70 | 4 887,00 | 7 722,80 | 4 342,10 |
| Likviditetsgrad 2 MHG | | | | | | | |
| Likviditetsgrad 2 MHG | 0,07 | 0,11 | 0,10 | 0,10 | 0,12 | 0,18 | 0,13 |
| Bransjegjennomsnitt | | | | | | | |
| Bransjegjennomsnitt | 0,94 | 0,93 | 1,04 | 0,70 | 0,96 | - | - |
| Differanse MHG - Bransjen | | | | | | | |
| Differanse MHG - Bransjen | -0,87 | -0,82 | -0,94 | -0,60 | -0,84 | - | - |

Tabell 6.11: Likviditetsgrad 2 (Proff Forvalt, 2015), (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Likviditetsgrad 2 for MHG tyder på en relativt stabil likviditetsgrad for perioden. Ses estimeringene for MHG opp mot målestokken på minimum 1, er det tydelig at både selskapet og bransjegjennomsnittet ligger under det anbefalte nivået for likviditetsgrad 2, foruten i 2011 der bransjegjennomsnittet er over. Basert på finansielle omløpsmidler i selskapet, viser analysen redusert evne til å dekke sine betalingsforpliktelser. Dette gir et motstridende resultat sammenlignet med likviditetsgrad 1, og kan forklares ved at varelageret trekkes ut og gir et betraktelig lavere resultat for MHG. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5.2.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad måler selskapets overskudd i forhold til renteforpliktelsene, og viser evne til å påta seg økte renteforpliktelser med dagens lønnsomhetsnivå. Målestokken for hva som er gode eller dårlige verdier, avhenger av faktorer som blant annet rentenivå og kapitalintensiteten vedrørende selskapet. Som målestokk for dette nøkkeltallet benyttes et minimumsnivå på 2-3 som laveste nivå. Med andre ord, må det være tilstrekkelig resultat etter alle fradrag og kostnader er trukket fra, til å kunne dekke et økt investeringsbehov, økning i arbeidskapital og avkastning til eierne. (Experian- A world of insight, 2015)

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Finanskostnader}}$$

* Nettoresultat til sysselsatt kapital hentet fra omgruppert årsregnskap

* Finanskostnader er gitt ved selskapets netto rentekostnader

(Experian- A world of insight, 2015)

| NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Nettoresultat til sysselsatt kapital | 1 492,08 | 2 891,79 | 2 578,74 | 1 011,49 | 2 306,75 | 3 179,73 | 2 756,04 |
| Netto rentekostnad | 392,90 | 575,70 | 405,80 | 702,80 | 1 204,30 | 2 146,70 | 2 024,18 |
| Rentedekningsgrad MHG | 3,80 | 5,02 | 6,35 | 1,44 | 1,92 | 1,48 | 1,36 |
| Bransje | 5,89 | 10,66 | 2,46 | 2,79 | 8,66 | - | - |
| Differanse MHG - Bransjen | -2,09 | -5,64 | 3,89 | -1,35 | -6,74 | - | - |

Tabell 6.12: Rentedekningsgrad (Proff Forvalt, 2015), (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Estimatene for MHG tilsier at selskapets rentedekningsgrad varierer fra 1,36 som laveste til høyeste på 6,35. Basert på estimeringene ligger MHG noe under det anbefalte minimumsnivået på 2-3 fra 2012-2015T, mens rentedekningsgraden for de foregående årene er svært god. Det kan tyde på at selskapet er godt rustet til å betjene sine forpliktelser. På tross av relativt store svingninger i verdiene for bransjegjennomsnittet, som varierer fra 2,46 til 10,66, er verdiene på anbefalt nivå for hele perioden. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5.2.2 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen er rettet mot selskapets langsiktige kredittrisiko, og gjennomføres for å avdekke om selskapet har tilstrekkelig økonomiske midler, til å tåle nedgangstider med tap over lengre perioder. Eventuelle tap for selskapet føres mot egenkapitalen, som fører til at analyse av egenkapital og kapitalstruktur er viktig for å kartlegge selskapets soliditet.

(Knivsflå, K.H., 2012 v. d.)

6.5.2.2.1 Egenkapitalprosent

Selskapets egenkapitalprosent måler hvor mye egenkapital det er i selskapet, og estimeres i forhold til totalkapitalen som er selskapets balansesum. Dersom egenkapitalprosenten er negativ innebærer dette at selskapets aksjekapital er tapt, og at de opererer med negativ egenkapital. (Experian- A world of insight, 2015)

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Total egenkapital i selskapet}}{\text{Totalkapital i selskapet}} * 100$$

(Experian- A world of insight, 2015)

| Prosent (%) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Bokført verdi gjeld 31.12 | | | | | | | |
| Total finansiell gjeld | 5 247,20 | 5 537,00 | 6 746,40 | 5 716,30 | 8 396,90 | 10 676,10 | 8 096,60 |
| Total driftsrelatert gjeld | 3 681,60 | 5 421,10 | 5 199,90 | 5 912,50 | 8 794,10 | 11 580,00 | 8 514,30 |
| Total bokført gjeld | 8 928,80 | 10 958,10 | 11 946,30 | 11 628,80 | 17 191,00 | 22 256,10 | 16 610,90 |
| Bokført verdi egenkapital 31.12 | 11 460,50 | 12 570,70 | 10 842,10 | 11 688,70 | 16 346,30 | 14 718,20 | 18 386,50 |
| Egenkapitalprosent MHG | 56,21 % | 53,43 % | 47,58 % | 50,13 % | 48,74 % | 39,81 % | 52,54 % |
| Bransje | 43,13 % | 48,82 % | 45,57 % | 42,42 % | 43,96 % | - | - |
| Differanse MHG - Bransjen | 3,74 | 2,49 | -0,94 | -0,6 | -0,84 | - | - |

Tabell 6.13: Egenkapitalprosent (Proff Forvalt, 2015), (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Egenkapitalprosenten til MHG varierer fra 39,81% til 56,21% i tidsrommet 2009-2015T. Bransjegenomsnittet varierer fra 42,42% til 48,82%, og ligger lavere enn MHG i egenkapitalandel i alle år. Dette tyder på en sterk egenkapitalprosent for MHG. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5.2.2.2 Kapitalstruktur

Analyse av MHGs kapitalstruktur, en statisk finansieringsanalyse, viser hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt, og baseres på siste publiserte balanse. Kapitalstrukturanalysen er uttrykt gjennom en finansieringsmatrise, og analyserer hvor risikable selskapets finansieringer er. Jo større andeler finansiert med egenkapital, jo mindre risiko er knyttet til finansieringen. Investeringer finansiert med kortsiktig gjeld anses derimot som svært risikable. Dess fortere kurven i finansieringsmatrisen når bunnen, jo mindre risikabel er finansieringen. (Knivsflå. K.H., 2012 v. e.)

| | Egenkapital | Langsiktig driftsrelatert gjeld | Langsiktig finansiell gjeld | Kortsiktig driftsrelatert gjeld | Kortsiktig finansiell gjeld | Total |
|-------------------------------|-------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------|-----------------------------|-----------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 18 369,50 | 1 064,30 | 1 105,20 | | HØY RISIKO | 20 539,00 |
| Finansielle anleggsmidler | | | 297,50 | | | 297,50 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | | | 6 691,80 | 6 873,60 | | 13 565,40 |
| Finansielle omløpsmidler | LAV RISIKO | | | 576,40 | 2,10 | 578,50 |
| Total | 18 369,50 | 1 064,30 | 8 094,50 | 7 450,00 | 2,10 | 34 980,40 |

Tabell 6.14: Kapitalstruktur (Knivsflå. K.H., 2012 v. e.) (Marine Harvest, 2015 v. d.)

MHG har finansiert en stor del av sine driftsrelaterte anleggsmidler med egenkapital, og driftsrelaterte omløpsmidler med like store deler langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld. Finansielle anleggsmidler er i sin helhet finansiert av langsiktig finansiell gjeld, mens finansielle omløpsmidler er finansiert med størst andel kortsiktig driftsrelatert gjeld og resten kortsiktig finansiell gjeld. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5.2.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser selskapets prosentvise avkastning på driftskapital, og baseres på netto driftsmargin og omløpshastighet. Forholdstallet forteller om lønnsomheten i selskapet, og hvor mye verdi netto driftskapital genererer. Forholdstallet kan brukes til å sammenligne lønnsomhet over tid. (Helgesen, S. L. J., 2010)

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsmargin}}{\text{Omløpshastighet}}$$

(Helgesen, S. L. J., 2010)

| NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Netto driftsresultat | 772,78 | 2 524,99 | 1 999,44 | 488,19 | 2 306,75 | 3 179,73 | 2 740,12 |
| Driftsinntekter | 14 500,20 | 15 191,40 | 16 132,80 | 15 463,50 | 19 199,40 | 25 531,30 | 26 021,40 |
| Netto driftsinntekter | 10 585,15 | 11 089,72 | 11 776,94 | 11 288,36 | 14 015,56 | 18 637,85 | 18 995,62 |
| Netto Driftsmargin | 0,07 | 0,23 | 0,17 | 0,04 | 0,16 | 0,17 | 0,14 |
| Materialkostnader | 8 690,90 | 7 690,70 | 8 398,60 | 9 666,50 | 9 998,50 | 13 677,40 | 14 082,72 |
| Inventar | 742,70 | 775,80 | 783,00 | 819,70 | 1 751,10 | 2 400,80 | 1 909,90 |
| Biologiske eiendeler | 5 351,10 | 7 278,10 | 6 285,20 | 6 207,90 | 9 536,60 | 10 014,00 | 8 323,90 |
| Omløpshastighet | 1,43 | 0,95 | 1,19 | 1,38 | 0,89 | 1,10 | 1,38 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,10 | 0,22 | 0,20 | 0,06 | 0,15 | 0,19 | 0,20 |

Tabell 6.15: Netto driftsrentabilitet (Marine Harvest, 2015 v. d.)

MHG's netto driftsrentabilitet svinger fra 6% - 22% i analyseperioden, med en merkbar nedgang i 2009 og 2012. Dette kan forklares med ettervirkninger fra finanskrisen i 2008 og lav laksepris i 2011. På tross av nedgangene har MHG hatt sterk lønnsomhet de resterende årene i analyseperioden. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5.2.3 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen for MHG oppsummeres i tabell 6.17, der selskapets selskapsspesifikke risiko er gitt ved en bokstavkarakter. Den endelige karakteren er en samlet rating av de ulike analysene gjennomført i kapittelet, og baseres på tall hentet fra Damodaran. En gjennomsnittskarakter av de ulike analysene danner til slutt grunnlag for selskapets totale rating. Damodarans ratingsforslag presenteres først i tabell 6.16, før MHG's forholdstall og den endelige karaktersettingen fremlegges. (Knivsflå, K.H., 2012 v. e.)

| Rating | Likviditetsgrad 1 | Rentedekningsgrad | Egenkapitalprosent | Netto Driftrentabilitet | Konkurasanssynlighet |
|--------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------------|----------------------|
| AAA | 8,90 | 11,60 | 0,90 | 0,31 | 0,00 |
| AA | 4,60 | 4,83 | 0,76 | 0,22 | 0,00 |
| A | 2,35 | 2,76 | 0,55 | 0,13 | 0,00 |
| BBB | 1,45 | 1,69 | 0,38 | 0,08 | 0,00 |
| BB | 1,05 | 1,06 | 0,27 | 0,05 | 0,01 |
| B | 0,75 | 0,49 | 0,18 | 0,03 | 0,05 |
| CCC | 0,55 | -0,35 | 0,11 | 0,00 | 0,13 |
| CC | 0,45 | -1,12 | 0,03 | -0,03 | 0,28 |
| C | 0,35 | -2,00 | -0,10 | -0,06 | 0,51 |
| D | 0,30 | -2,41 | -0,18 | -0,07 | 0,86 |

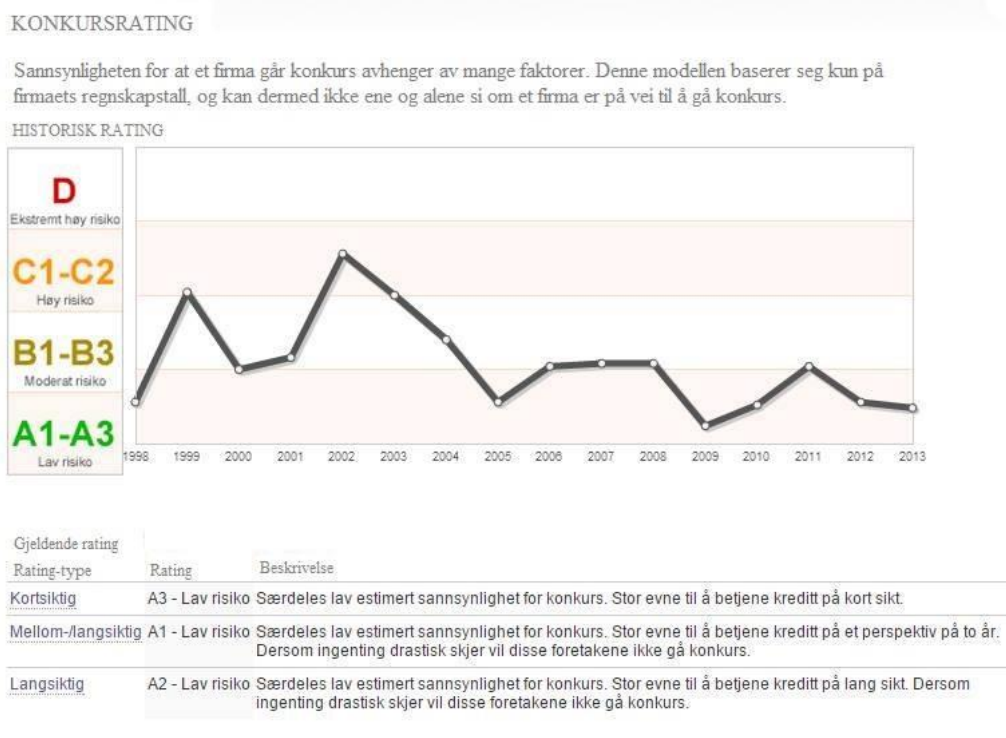
Tabell 6.16: Syntetisk rating med basis av forholdstall (Knivsflå, K.H., 2012 v. e.)

*AAA (Beste karakter), AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (Dårligste karakter)

| Forholdstall - Marine Harvest ASA | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T | Gjennomsnitt |
| Likviditetsgrad I | 3,37 | 3,69 | 3,50 | 2,95 | 3,31 | 3,55 | 3,26 | 3,39 |
| Rentedekningsgrad | 3,80 | 5,02 | 6,35 | 1,44 | 1,92 | 1,48 | 1,36 | 3,34 |
| Egenkapitalprosent | 56,21 % | 53,43 % | 47,58 % | 50,13 % | 48,74 % | 39,81 % | 52,54 % | 49,31 % |
| Netto Driftsrentabilitet | 0,10 | 0,22 | 0,20 | 0,06 | 0,15 | 0,19 | 0,20 | 0,15 |
| Syntetisk rating - Marine Harvest ASA (AAA-D) | | | | | | | | |
| NOK (millioner) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015T | Gjennomsnitt |
| Likviditetsgrad I | A | AA | AA | A | A | AA | A | AA |
| Rentedekningsgrad | AA | AA | AA | BBB | BBB | BBB | BB | BBB |
| Egenkapitalprosent | A | A | A | A | A | BBB | A | A |
| Netto Driftsrentabilitet | BBB | AA | AA | BB | A | AA | AA | A |
| Rating | A | AA | AA | BBB | A | A | A | A |

Tabell 6.17: Forholdstall og syntetisk rating MHG (Knivsfå, K.H., 2012 v. e.)

Resultatene fra den syntetiske ratingen viser at MHG varierer fra AA som beste rating til BB som dårligste, noe som tyder på at den selskapsspesifikke risikoen er relativt lav, og selskapet er svært likvid. Det er viktig å merke seg at selv om den syntetiske ratingen av MHG konkluderer med lav/middels risiko, er selskapet likevel utsatt for risiko knyttet til bransjespesifikke faktorer, som vil diskuteres i estimeringen av selskapets avkastningskrav (WACC). (McCormack, H. & Irgens, M.)



Figur 6.1: Konkursrating MHG (Proff Forvalt, 2015)

Figuren ovenfor viser den historiske konkursratingen til MHG fra 1998-2013, hentet fra Proff Forvalt. Utviklingen viser at selskapet har variert fra lav til høy risiko i tidsrommet, med ratinger fra AAA til CC. Ser man derimot på nærliggende historiske tall har selskapet hatt lav

risiko, som indikerer liten sannsynlighet for konkurs og stor evne til å betjene kreditt. Analysene samsvarer og underbygger våre estimater for syntetisk rating. (McCormack, H. & Irgens, M.)

6.5.3 Avkastningskrav

Weighted Average Cost of Capital (WACC) benyttes til neddiskontering av frikontantstrøm for å finne nåverdi, og er avkastningskravet til totalkapitalen. (Bredesen, I., 2011, s.221)

$$WACC = (E/V) * k^E + (D/V) * k^D * (1 - s)$$

E = egenkapital
 D = gjeld
 V = totalkapital (E+D)
 k^E = egenkapitalkostnad
 k^D = gjeldskostnad
 s = effektiv skattesats

(Bredesen, I., 2011, s.221)

I verdsettelsen av MHG benyttes følgende WACC:

$$WACC = 71,66\% * 7,71\% + 28,34\% * 4,52\% * (1-27\%) = \mathbf{6,46\%}$$

(McCormack, H. & Irgens M.)

Forutsetningene for de ulike komponentene i avkastningskravet blir beskrevet i avsnittene nedenfor.

6.5.3.1 Andel egenkapital og gjeld

Ved beregning av egenkapital- og gjeldsandel i selskapet, benyttes markedsverdi av egenkapital og bokført verdi av gjeld. Markedsverdi av egenkapital og gjeld er det beste anslaget å benytte i verdivurdering, men grunnet mangel på informasjon er det utfordrende å finne markedsverdi av gjeld. (Ødegaard, B.A., 2014 v. a.) Dette resulterer i at bokført verdi av langsiktig gjeld benyttes. Markedsverdi av egenkapital beregnes ved å multiplisere antall aksjer med aksjekursen 30.04.2015. (McCormack, H. & Irgens, M.)

| Andel egenkapital og gjeld | Egenkapital og gjeld 2014 | Andel av total |
|---------------------------------------|---------------------------|-----------------|
| Markedsverdi egenkapital pr. 30.04.15 | 41 902 974 201 | 71,66 % |
| Bokført verdi langsiktig gjeld 2014 | 16 572 400 000 | 28,34 % |
| Totalkapital | 58 475 374 201 | 100,00 % |

Tabell 6.18: *Andel egenkapital og gjeld*

6.5.3.2. *Kostnaden av egenkapital*

Capital Asset Pricing Model (CAPM) brukes som egenkapitalkostnad i avkastningskravet WACC. CAPM beregner forventet avkastning for investorer av egenkapital basert på risikofri rente, risikopremie i markedet og systematisk risiko for avkastning. (Ødegaard, B.A., 2014 v. a.)

$$k^E = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta$$

r_f = risikofri rente

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

β = egenkapitalens beta

(Ødegaard, B.A., 2014 v. a.)

CAPM for MHG er:

$$k^E = 2,52\% + 5,75\% * 0,9 = \mathbf{7,71\%}$$

(McCormack, H. & Irgens M.)

6.5.3.2.1 **Risikofri rente**

Risikofri rente i avkastningskravet representerer risikofri investering, hvor det nærmeste estimatet vil være norske statsobligasjoner. (Ødegaard, B. A., 2014 v. b.) Risikofri rente i estimering av CAPM er hentet fra Norges Bank, hvor norske statsobligasjoner med null-kupong rente over 10 år er 2,52%. (Norges Bank, 2014)

6.5.3.2.2 **Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie er markedets forventede avkastning utover risikofri rente, og justeres i WACC basert på estimert beta for MHG. (Berk, J. & DeMarzo, P., 2014, s.340) Markedets risikopremie på 5,75% er basert på informasjon fra Damodaran, og anvendes i beregning av CAPM. (Damodaran, 2015)

6.5.3.2.3 **Beta**

Beta er et mål på systematisk risiko for en aksje, og reflekterer hvordan avkastning endres ved svingninger i markedet. (Bodie Z., Kane A. & Marcus A.J., 2011, s.G-1) Sensitiviteten avhenger av faktorer som vekst, BNP og karakteristikk ved selskapet og markedet.

(Penman, S. H., 2010, s.677)

Dersom beta er basert på informasjon med kort tidshorisont eller langt tilbake i tid, vil ikke estimatet være pålitelig. En mye benyttet praksis for estimering av beta for aksjer, er å bruke to år med ukentlig avkastning eller fem år med månedlig avkastning. (Berk, J. & DeMarzo, P., 2014, s.433)

I estimeringen av beta for MHG har vi benyttet ukentlig avkastning fra Oslo Børs i en to års periode, og foretatt regresjonsanalyse i Excel, som gav en estimert beta på 0,9. For å underbygge estimert beta foretas en ytterligere analyse, hvor beta for de siste to årene er utarbeidet av Finansavisen, basert på historisk avkastning for selskapene børsnotert på Oslo Børs. Nedenfor vises beta for MHG, samt selskap i samme sektor som handles over ti ganger per dag.

| Beta Finansavisen 30.04.15 | Beta 24mnd |
|----------------------------|------------|
| Austevoll Seafood | 0,74 |
| Bakkafrost | 0,62 |
| Grieg Seafood | 0,72 |
| Havfisk ASA | 0,54 |
| Lerøy Seafood Group | 0,75 |
| Marine Harvest | 0,85 |
| Norway Royal Salmon ASA | 0,61 |
| Salmar | 0,81 |
| Gjennomsnitt konsumvarer | 0,71 |

Tabell 6.19: Historisk beta 24 måneder (Finansavisen, 2015)

Investorer fokuserer på mulighetene for fremtidig avkastning, og er mindre interessert i hvordan tidligere avkastning har utartet seg. Historisk beta fremstilt i Finansavisen kan derfor være av mindre relevans, ettersom selskap generelt er i konstant endring. Estimerer av historisk beta vil endre seg i takt med selskapene, og vil på lang sikt bevege seg nærmere 1, som er gjennomsnittlig beta for alle selskap. Historisk beta kan derfor justeres med følgende formel, slik at beta er nærmere 1. (Penman, S. H., 2010, s.677-678)

Justert historisk beta = $0,35 + 0,65 * \text{historisk beta}$

(Penman, S. H., 2010, s.677-678)

| Justert historisk Beta | Beta 24mnd |
|--------------------------|------------|
| Marine Harvest | 0,90 |
| Gjennomsnitt konsumvarer | 0,81 |

Tabell 6.20: Justert historisk beta (Penman, S. H., 2010, s.677-678)

Beta for MHG er høyere enn for resten av konsumvaresektoren på Oslo Børs. Dette kan forklares med høyere likviditet sammenlignet med de andre selskapene.

Basert på analysene ovenfor benyttes en beta på 0,9 i estimeringen av CAPM for MHG.

6.5.3.3 Kostnaden av gjeld

Gjeldskostnaden kan estimeres med risikofri rente pluss kredittrisikopåslag. Grad av kredittrisikopåslag påvirkes av andel gjeldsgrad og hvor solid selskapet er. Solide selskap

som MHG vil ha lavere kredittisikopåslag grunnet høy likviditet, soliditet og stor egenkapitalandel. (Platou, K., 2012)

Beregning av kredittisikopåslag kan estimeres ut ifra selskapets gjeldsrating. Ulempen med denne metoden er at gjeldsrating baserer seg på marginallån, mens det er fordelaktig at kredittisikopåslag utarbeides som grunnlag av gjennomsnittsfundingen. Ved beregning av kredittisikopåslag benyttes derfor en tommelfingerregel, som gir påslagsanbefalinger til risikofri rente:

- 1% - egenkapitalandel > 50% og sunt selskap og/eller moden bransje
- 2% - 20% > egenkapitalandel < 50% og/eller syklisk bransje eller nyere selskap
- 3% - egenkapitalandel < 20% og/eller ventureselskap eller store problemer

(Platou, K., 2012)

Valget av kredittisikopåslag velges basert på andel egenkapital og karakteristikker ved bransjen. MHG består av mer enn 50% egenkapital, men opererer samtidig i en syklisk bransje. Det kan argumenteres for et risikopåslag på 2%, grunnet risiko knyttet til oppdrettsnæringen, som gir følgende gjeldskostnad:

$$k^D = r_f + \text{kredittisiko påslag} = 2,52\% + 2\% = \mathbf{4,52\%}$$

(McCormack, H. & Irgens M.)

6.5.3.4 Skattekostnad

Skattekostnaden benyttet i avkastningskravet WACC er 27%, og er et årlig gjennomsnitt av EBIT fra 2009-2014 beskrevet i avsnitt "6.3.2.3.2 Fordele skattekostnad på alle resultat".

6.5.3.5 Risikopåslag avkastningskrav

Risiko forbundet med avkastning kan være knyttet til både finansiell - og foretningmessig risiko, ifølge Dahl, G.A. & Thoresen, A. (2015). For at risiko skal avspeiles i avkastningskravet, kan det være aktuelt å legge til et risikopåslag. (Dahl, G.A. & Thoresen, A., 2015)

Selskapets finansielle risiko fremkommer i analysene tidligere i kapitlet, og anses som minimale for MHG. Grunnet liten finansiell risiko legges det ikke til et finansielt risikopåslag, utover kredittisikopåslaget i gjeldskostnaden. (Dahl, G.A. & Thoresen, A., 2015)

Foretningmessig risiko kan være risiko knyttet til marked, produkt, ledelse, kunder, leverandører og selskapsdata. For selskap i oppdrettsbransjen er store deler av risikoen knyttet til marked og produkt, hvor pris på fisk og tapt inntekt grunnet svinn er hovedfaktorene. (Dahl, G.A. & Thoresen, A., 2015) En måte å sikre seg mot foretningmessig risiko for MHG kan være gjennom prisavtaler, som diskutert i kapittel 5. Etersom MHG aktivt sikrer seg mot fall i pris på fisk og annen risiko, velges det å ikke legge på et ytterligere risikopåslag på avkastningskravet. (McCormack, H. & Irgens M.)

7 Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet presenteres MHGs estimerte frikontantstrøm, som genereres fra selskapets oppdrettsvirksomhet i Norge og utland. Forutsetningene for budsjett horisont, terminalverdi og vekst forklares i sine respektive avsnitt, slik at leseren får innblikk i antagelsene for frikontantstrøm og fremtidsregnskapet. Til slutt gis en detaljert beskrivelse av fremtidsregnskapets kontantstrømvariabler som inntekter, kostnader, CAPEX og arbeidskapital.

7.1 Frikontantstrøm

Estimert frikontantstrøm (E) utarbeides for den eksplisitte perioden 2015E-2020E, før den tillegges terminalverdi etter 2020E. Den estimerte frikontantstrømmen og terminalverdien neddiskonteres med avkastningskravet WACC, før netto finansiell gjeld fratrekkes. Dette danner grunnlag for estimert verdi av MHGs egenkapital og pris per aksje.

Utarbeidelsen av estimert frikontantstrøm gav en pris per aksje på NOK 97,67, som er høyere enn prisen i markedet 30.04.2015 på NOK 93,10. Det fremkommer derfor av analysene at MHG er underpriset.

| Estimert kontantstrøm NOK (millioner) | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------------------------|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Inntekt laks | 21 858,62 | 25 169,42 | 28 981,69 | 33 371,38 | 38 425,96 | 44 246,12 |
| Andre inntekter | 2 315,62 | 2 553,45 | 2 815,72 | 3 104,92 | 3 423,83 | 3 775,49 |
| = Sum driftsinntekter | 24 174,24 | 27 722,87 | 31 797,41 | 36 476,30 | 41 849,79 | 48 021,61 |
| - Materialkostnader | 13 295,83 | 15 247,58 | 17 488,58 | 20 061,97 | 23 017,38 | 26 411,89 |
| = Bruttomarginer | 10 878,41 | 12 475,29 | 14 308,83 | 16 414,34 | 18 832,41 | 21 609,72 |
| - Lønnskostnader | 3 384,39 | 3 881,20 | 4 451,64 | 5 106,68 | 5 858,97 | 6 723,03 |
| - Andre driftskostnader | 2 949,26 | 3 382,19 | 3 879,28 | 4 450,11 | 5 105,67 | 5 858,64 |
| - Restruktureringskostnader | 120,87 | 138,61 | 158,99 | 182,38 | 209,25 | 240,11 |
| = EBITDA | 4 423,89 | 5 073,29 | 5 818,93 | 6 675,16 | 7 658,51 | 8 787,95 |
| - Avskrivninger | 1 015,32 | 1 164,36 | 1 335,49 | 1 532,00 | 1 757,69 | 2 016,91 |
| = EBIT | 3 408,57 | 3 908,92 | 4 483,43 | 5 143,16 | 5 900,82 | 6 771,05 |
| - Skatt på EBIT | 920,31 | 1 055,41 | 1 210,53 | 1 388,65 | 1 593,22 | 1 828,18 |
| = NOPLAT | 2 488,25 | 2 853,52 | 3 272,91 | 3 754,51 | 4 307,60 | 4 942,86 |
| + Avskrivninger | 1 015,32 | 1 164,36 | 1 335,49 | 1 532,00 | 1 757,69 | 2 016,91 |
| = Kontantstrøm | 3 503,57 | 4 017,88 | 4 608,40 | 5 286,51 | 6 065,29 | 6 959,77 |
| +/- Endringer i arbeidskapital | 788,50 | 836,28 | 886,96 | 940,71 | 997,72 | 1 058,18 |
| - CAPEX (Investeringer) | 1 692,20 | 1 940,60 | 2 225,82 | 2 553,34 | 2 929,49 | 3 361,51 |
| = Frikontantstrøm | 1 022,88 | 1 240,99 | 1 495,62 | 1 792,46 | 2 138,09 | 2 540,08 |
| = Beregningsgrunnlag nåverdi | 1 022,88 | 1 240,99 | 1 495,62 | 1 792,46 | 2 138,09 | 2 540,08 |
| Neddiskontert frikontantstrøm | 960,81 | 1 094,96 | 1 239,54 | 1 395,42 | 1 563,48 | 1 744,73 |
| Neddiskontert frikontantstrøm | 7 998,94 | | | | | |
| + Neddiskontert terminalverdi | 44 058,91 | | | | | |
| = Verdi totalkapital | 52 057,86 | | | | | |
| - Netto finansiell gjeld | 8 096,60 | | | | | |
| = Verdi egenkapital | 43 961 256 245,66 | | | | | |
| / Antall aksjer | 450 085 652,00 | | | | | |
| = Estimert verdi per aksje (NOK) | 97,67 | | | | | |

Tabell 7.1: Frikontantstrøm (Marine Harvest, 2015 v. d.)

7.2 Forutsetninger for frikontantstrøm

Realistiske forutsetninger for estimert frikontantstrøm er avgjørende, men også tidkrevende, for oppnåelse av en fornuftig verdi av selskapets egenkapital. Forutsetningene beskrevet i avsnittene nedenfor anses som realistiske, og er basert på forventinger til selskapets fremtid.

7.2.1 Budsjetthorisont

I verdsettelsen av MHG baseres estimert frikontantstrøm på historiske resultatregnskap for en fem års periode, som pekepinn på utvikling i kontantstrømvariablene. Estimeringene foretas for den eksplisitte perioden 2015E-2020E, hvor det deretter tillegges en terminalverdi for årene etter 2020E. En seks års estimeringsperiode anses som realistisk, ettersom det ikke er mulig å forutse fremtidige hendelser på lang sikt. Valget av budsjetthorisont støttes av Penman (1991), som dokumenterte at historisk lønnsomhet kan gi videre innsikt i selskapets lønnsomhet på kort og mellomlang sikt, mellom seks og ti år. Utover dette vil forskjeller i lønnsomhet viskes ut. (Gjesdal, F., 2007)

7.2.2 Terminalverdi

Estimering av selskapets verdi på lang sikt kan være en omfattende prosess, hvor det er knyttet stor grad av usikkerhet til fremtiden. Etter estimeringen av frikontantstrøm for den eksplisitte perioden, forutsettes en konstant vekst fra terminaltidspunktet (2020E).

En forenklet og svært hyppig anvendt metode for å estimere selskapets verdi, er å tillegge neddiskontert terminalverdi til neddiskontert verdi av frikontantstrøm. (Gjesdal, F., 2012)

Terminalverdien beregnes på bakgrunn av forventning om fortsatt drift, samt forutsetning om konstant vekst. Deretter vil det tillegges en vekst på 2,5% etter terminaltidspunktet, som tilsvarer årlig vekst i BNP. (Ødegaard, B. A., 2014 v. b.)

7.2.3 Vekst

Selskapet opererer i en næring med stadige svingninger, som kommer klart frem i selskapets årsregnskap. Svingningene gjør det komplisert å bergene vekst i budsjetthorisonen, som fører til at historisk gjennomsnitt benyttes i estimeringene av en rekke kontantstrømvariabler. På denne måten fanges svingninger opp i form av oppsider og nedsider i det historiske regnskapet. Ettersom veksten i de ulike variablene varierer, presenteres vekst nærmere i de respektive avsnitt. (McCormack, H. & Irgens, M.)

7.3 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet viser hvordan de ulike kontantstrømvariablene er estimert for perioden. Variablene vist i de kommende avsnittene er inntekter, kostnader, CAPEX, arbeidskapital, avskrivninger og skattesats.

7.3.1 Driftsinntekter

Store deler av MHGs inntekt genereres fra salg av laks, som står for 91% av salgsinntekten. Den resterende inntekten fremkommer i posten "annen inntekt", og består av salgsinntekt fra kveite og ulike biprodukter. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

7.3.1.1 Inntekt fra laks

Salgsinntekten fra laks avhenger av to hovedvariabler, slaktevolum og pris på fisk i markedet.

Slaktevolum varierer i analyseperioden, ettersom volumet påvirkes av eksterne faktorer og kapasitet i virksomheten. Estimert slaktevolum i fremtidsregnskapet er basert på gjennomsnittlig årlig økning i tidsperioden 2009-2014, og tilsvarer en årlig vekst på 6,06%. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Lakseprisen svinger fra NOK 35,4 til NOK 55,39 per kg fra 2009-2014, og har en gjennomsnittspris på NOK 45,32. (Marine Harvest, 2015 v. d.) Gjennomsnittsprisen brukes som utgangspunkt for prisestimeringen i fremtidsregnskapet, hvor det tillegges en årlig vekst på 8,57% per år. Veksten er basert på gjennomsnittlig årlig vekst i pris for MHG, og avviker minimalt fra markedsgjennomsnittet i perioden, vist tabell 7.2.

7.3.1.2 Andre inntekter

Andre inntekter fra kveite og biprodukter representerer en mindre andel av inntektene for MHG. I analyseperioden økte andre inntekter fra NOK 1 305,02 til NOK 2 099,93. (Marine Harvest, 2015 v. d.) Komponentene i denne inntektsposten er lite beskrevet i årsrapportene til MHG, som gjør det vanskelig å spekulere i fremtidig volum og pris. Forutsetningen for fremtidig estimering blir derfor basert på årlig gjennomsnittlig økning i totale andre inntekter, som er 10,26% per år.

| Historisk inntekt | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Gjennomsnitt |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|
| Inntekt totalt | 14 500,20 | 15 191,40 | 16 132,80 | 15 463,50 | 19 199,40 | 25 300,40 | - |
| Inntekt laks | 13 195,18 | 13 824,17 | 14 777,64 | 13 886,22 | 17 471,45 | 23 200,47 | |
| Andre inntekter | 1 305,02 | 1 367,23 | 1 355,16 | 1 577,28 | 1 727,95 | 2 099,93 | |
| Volum (kg) | 327,10 | 295,01 | 342,82 | 392,31 | 343,77 | 418,87 | - |
| Årsgjennomsnitt salgspris MHG | 40,34 | 46,86 | 43,11 | 35,40 | 50,82 | 55,39 | 45,32 |
| Årsgjennomsnitt salgspris SSB | 31,16 | 37,41 | 32,99 | 27,67 | 39,76 | 41,35 | 35,06 |
| Differanse i pris MHG/årsgjennomsnitt SSB | 0,29 | 0,25 | 0,31 | 0,28 | 0,28 | 0,34 | 0,29 |
| Vekst i innteksvariabler | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Gjennomsnitt |
| Inntekt totalt | - | 4,77 % | 6,20 % | -4,15 % | 24,16 % | 31,78 % | 12,55 % |
| Andre inntekter | - | 4,77 % | -0,88 % | 16,39 % | 9,55 % | 21,53 % | 10,27 % |
| Volum (kg) | - | -9,81 % | 16,21 % | 14,43 % | -12,37 % | 21,85 % | 6,06 % |
| Pris MHG | - | 16,16 % | -8,01 % | -17,89 % | 43,58 % | 8,98 % | 8,57 % |
| Pris årsgjennomsnitt SSB | - | 20,06 % | -11,82 % | -16,13 % | 43,69 % | 4,00 % | 7,96 % |
| Prognoser inntekt | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | |
| Volum (kg) | 444,26 | 471,19 | 499,75 | 530,04 | 562,16 | 596,24 | |
| Pris | 49,20 | 53,42 | 57,99 | 62,96 | 68,35 | 74,21 | |
| Sum inntekt laks | 21 858,06 | 25 168,78 | 28 980,95 | 33 370,53 | 38 424,98 | 44 244,99 | |
| Andre inntekter | 2 315,62 | 2 553,45 | 2 815,72 | 3 104,92 | 3 423,83 | 3 775,49 | |
| Sum driftsinntekter | 24 173,68 | 27 722,24 | 31 796,67 | 36 475,46 | 41 848,81 | 48 020,48 | |

Tabell 7.2: Driftsinntekter (McCormack, H. & Irgens, M.) (Marine Harvest, 2015 v. d.) (Statistisk Sentralbyrå, 2015 v. b.)

7.3.2 Kostnader

Kostnadene estimert i fremtidsregnskapet er material-, lønns-, restrukturerings- og andre driftskostnader. Gjennomsnittlige kostnader som prosent av driftsinntekt i tidsrommet 2009-2014, blir brukt som estimat i fremtidsregnskapet for alle kostnader.

7.3.2.1 Driftskostnader

Driftskostnader er knyttet til material- og lønnskostnader, og er selskapets største utgiftspost. De historiske regnskapstallene viser en økning i driftskostnader som er mer enn doblet i perioden 2009-2014, med en jevn vekst. Materialkostnader i fremtidsregnskapet er 55% av driftsinntekt, mens lønnskostnadene har et estimat på 14% av driftsinntekt. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

| Historisk driftskostnader | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Gjennomsnitt |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|
| Materialkostnader | 8 690,90 | 7 690,70 | 8 398,60 | 9 666,50 | 9 998,50 | 13 677,40 | 9 687,10 |
| Prosent av inntekt | 60 % | 51 % | 52 % | 63 % | 52 % | 54 % | 55 % |
| Lønnskostnader | 2 167,40 | 2 202,50 | 2 177,80 | 2 418,60 | 2 674,30 | 3 320,90 | 2 493,58 |
| Prosent av inntekt | 15 % | 14 % | 13 % | 16 % | 14 % | 13 % | 14 % |
| Driftskostnader | 10 858,90 | 9 893,71 | 10 576,92 | 12 085,73 | 12 673,32 | 16 998,84 | 12 181,24 |
| Prognoser driftskostnader | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | Gjennomsnitt |
| Inntekt estimert | 24 174,24 | 27 722,87 | 31 797,41 | 36 476,30 | 41 849,79 | 48 021,61 | 35 007,04 |
| Materialkostnader | 13 346,99 | 15 306,25 | 17 555,87 | 20 139,16 | 23 105,95 | 26 513,52 | 19 327,96 |
| Lønnskostnader | 3 450,49 | 3 957,00 | 4 538,58 | 5 206,42 | 5 973,40 | 6 854,33 | 4 996,71 |
| Driftskostnader | 16 797,49 | 19 263,25 | 22 094,45 | 25 345,58 | 29 079,35 | 33 367,85 | 24 324,66 |

Tabell 7.3: Driftskostnader (McCormack, H. & Irgens, M.) (Marine Harvest, 2015 v. d.)

7.3.2.2 Restruktureringskostnader

Restruktureringskostnadene for MHG varierer markant i analyseperioden fra NOK 0,8 til NOK 272,80. I gjennomsnitt har restruktureringskostnadene vært 0,5% av driftsinntektene, som videreføres i estimeringen av fremtidsregnskapet. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

| Historisk restruktureringskostnader | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Gjennomsnitt |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| Restruktureringskostnader MHG | 169,50 | 4,40 | 21,80 | 0,80 | 272,80 | 52,90 | 87,03 |
| Prosent av inntekt | 1,17 % | 0,03 % | 0,14 % | 0,01 % | 1,42 % | 0,21 % | 0,5 % |
| Prognose restruktureringskostnader | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | Gjennomsnitt |
| Inntekt estimert | 24 174,24 | 27 722,87 | 31 797,41 | 36 476,30 | 41 849,79 | 48 021,61 | 35 007,04 |
| Restruktureringskostnader MHG | 119,59 | 137,14 | 157,30 | 180,45 | 207,03 | 237,56 | 173,18 |

Tabell 7.4: Restruktureringskostnader (McCormack, H. & Irgens, M.)
(Marine Harvest, 2015 v. d.)

7.3.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har en jevn vekst fra NOK 1 448,20 til NOK 3 350 i perioden, og representerer i gjennomsnitt 12,2% av driftsinntektene i estimert fremtidsregnskapet. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

| Historiske andre driftskostnader | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Gjennomsnitt |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| Andre driftskostnader MHG | 1 448,20 | 1 453,80 | 2 063,20 | 2 163,60 | 2 581,90 | 3 350,00 | 2 176,78 |
| Prosent av inntekt | 9,99 % | 9,57 % | 12,79 % | 13,99 % | 13,45 % | 13,24 % | 12,2 % |
| Prognose andre driftskostnader | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | Gjennomsnitt |
| Inntekt estimert | 24 174,24 | 27 722,87 | 31 797,41 | 36 476,30 | 41 849,79 | 48 021,61 | 35 007,04 |
| Andre driftskostnader MHG | 2 942,27 | 3 374,18 | 3 870,09 | 4 439,56 | 5 093,58 | 5 844,76 | 4 260,74 |

Tabell 7.5: Andre driftskostnader (McCormack, H. & Irgens, M.)
(Marine Harvest, 2015 v.d.)

7.3.3 CAPEX

Selskapets historiske CAPEX er relatert til kjøp og salg av varige driftsmidler som eiendom, anlegg og utstyr. CAPEX svinger fra NOK 620,8 til NOK 1 958,80, med et gjennomsnitt på NOK 1 192,82. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Prognosene for 2015E-2020E varierer fra NOK 1 593,37 til NOK 3 165,19, og er basert på gjennomsnittlig CAPEX i perioden 2009-2014 (NOK 1 192,82). Den fremtidige veksten er estimert ved å beregne gjennomsnittlig historisk andel investeringer av totale driftsinntekter, der fremtidig estimert vekst er 7%. (McCormack, H. & Irgens, M.)

| Historiske andre driftskostnader | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Gjennomsnitt |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------|
| Kjøp varige driftsmidler | | | | | | | |
| Eiendom, anlegg og utstyr | 625,60 | 1 027,40 | 1 135,80 | 735,30 | 1 964,40 | 1 746,00 | 1 205,75 |
| Total kjøp varige driftsmidler | 625,60 | 1 027,40 | 1 135,80 | 735,30 | 1 964,40 | 1 746,00 | 1 205,75 |
| Salg varige driftsmidler | | | | | | | |
| Eiendom, anlegg og utstyr | 4,80 | 5,60 | 44,30 | 6,50 | 5,60 | 10,80 | 12,93 |
| Total salg varige driftsmidler | 4,80 | 5,60 | 44,30 | 6,50 | 5,60 | 10,80 | 12,93 |
| Netto investeringer | 620,80 | 1 021,80 | 1 091,50 | 728,80 | 1 958,80 | 1 735,20 | 1 192,82 |
| Prosent av inntekt | 4 % | 7 % | 7 % | 5 % | 10 % | 7 % | 7 % |
| Prognose netto investeringer | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | Gjennomsnitt |
| Inntekt estimert | 24 174,24 | 27 722,87 | 31 797,41 | 36 476,30 | 41 849,79 | 48 021,61 | 35 007,04 |
| Investeringer MHG | 1 593,37 | 1 827,26 | 2 095,82 | 2 404,22 | 2 758,39 | 3 165,19 | 2 307,37 |

Tabell 7.6: CAPEX (McCormack, H. & Irgens, M.) (Marine Harvest, 2015 v. d.)

7.3.4 Endring i arbeidskapital

Endring i arbeidskapital er funnet ved selskapets totale omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld. (Store Norske Leksikon, 2014) MHGs historiske netto arbeidskapital varierer fra NOK 6 219,36 til NOK 13 011,51 i den eksplisitte perioden. (Marine Harvest, 2015 v. d.)

Prognosene for selskapers fremtidige netto arbeidskapital er basert på verdiene for 2014, med vekst på 6,06% tilsvarende fremtidig vekst i volum. Vekst i volum benyttes som estimat for forventet vekst i arbeidskapital, for å fange opp selskapets egengenererte vekst. Prognosene for 2015E-2020E varierer fra NOK 13 800,01 til NOK 18 519,85, der endring i netto arbeidskapital benyttes i estimering av frikontantstrøm. (McCormack, H. & Irgens, M.)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| Historisk arbeidskapital | | | | | | |
| Omløpsmidler | | | | | | |
| Varelager | 742,70 | 775,80 | 783,00 | 819,70 | 1 751,10 | 2 400,80 |
| + Biologiske eiendeler | 5351,10 | 7278,10 | 6285,20 | 6207,90 | 9536,60 | 10014,00 |
| + Kundefordringer | 1672,10 | 1844,90 | 1914,90 | 1782,00 | 3191,40 | 3360,20 |
| + Operasjonell likviditet | | | | | | |
| + Forskudd kunder | 60,80 | 67,80 | 65,40 | 95,40 | 115,20 | 133,00 |
| = Sum omløpsmidler | 7826,70 | 9966,60 | 9048,50 | 8905,00 | 14594,30 | 15908,00 |
| Historisk kortsiktig gjeld | | | | | | |
| + Leverandørgjeld | 1 339,80 | 1 450,20 | 1 481,80 | 1 452,50 | 2 232,60 | 2 039,20 |
| + Betalbar skatt | 50,80 | 49,70 | 86,60 | 26,20 | 252,60 | 525,20 |
| + Skyldig lønn mv (10% av lønnskostnader) | 216,74 | 220,25 | 217,78 | 241,86 | 267,43 | 332,09 |
| = Sum kortsiktig gjeld | 1 607,34 | 1 720,15 | 1 786,18 | 1 720,56 | 2 752,63 | 2 896,49 |
| = Netto arbeidskapital | 6 219,36 | 8 246,45 | 7 262,32 | 7 184,44 | 11 841,67 | 13 011,51 |
| Prognose arbeidskapital | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
| Netto arbeidskapital | 13 800,01 | 14636,29 | 15523,25 | 16463,96 | 17461,67 | 18519,85 |
| = Endring netto arbeidskapital | 788,50 | 836,28 | 886,96 | 940,71 | 997,72 | 1 058,18 |

Tabell 7.7: Arbeidskapital (McCormack, H. & Irgens, M.) (Marine Harvest, 2015 v. d.)

7.3.5 Avskrivninger

MHG's historiske avskrivninger viser en økning fra NOK 687,70 til NOK 955,00 i perioden. (Marine Harvest, 2015 v. d.) Prognosene for fremtidige avskrivninger baseres på gjennomsnittlig andel av totale driftsinntekter, og gir en gjennomsnittlig proSENTSATS på 4%. (McCormack, H. & Irgens, M.)

| Historiske avskrivninger | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Gjennomsnitt |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| Avskrivninger MHG | 687,70 | 653,10 | 653,80 | 665,70 | 750,80 | 955,00 | 727,68 |
| Prosent av inntekt | 5 % | 4 % | 4 % | 4 % | 4 % | 4 % | 4 % |
| Prognose avskrivninger | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | Gjennomsnitt |
| Inntekt estimert | 24 174,24 | 27 722,87 | 31 797,41 | 36 476,30 | 41 849,79 | 48 021,61 | 35 007,04 |
| Avskrivninger | 1 010,67 | 1 159,03 | 1 329,38 | 1 524,99 | 1 749,64 | 2 007,67 | 1 463,56 |

Tabell 7.8: *Avskrivninger* (McCormack, H. & Irgens, M.) (Marine Harvest, 2015 v. d.)

7.3.6 Skattesats

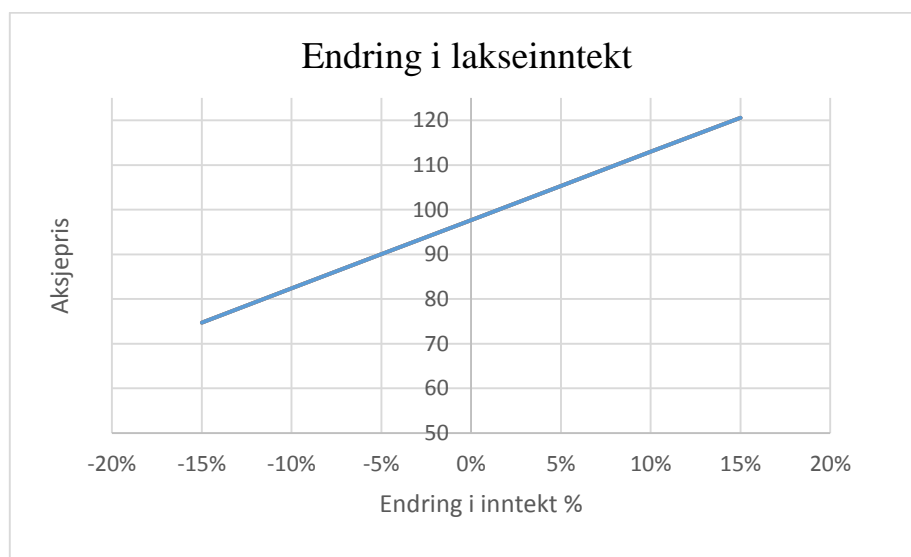
Det er utfordringer knyttet til beregning av skattesats for MHG, ettersom selskapet opererer i Norge og utland, og er skattepliktig ovenfor flere land. For å forenkle og unngå støy i kontantstrøimestimeringene, velges det å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig skatt som prosent av EBIT i perioden 2009-2014. Skattesatsen benyttet i estimering av frikontantstrøm er 27%, og fremkommer i tabell 6.9.

8 Sensitivitetsanalyse

Det kommende kapittelet presenterer sensitivitetsanalyse av sentrale variabler benyttet i fundamental verdsettelse av MHG. Sensitivitetsanalysen gjennomføres for å synliggjøre effekten av endringer i kritiske verdidrivere og påvirkning på estimert aksjepris. (Knivsflå, K.H., 2006 v. b.) Variablene testet i de kommende avsnittene er: endring i salgssinntekt, kostnader og endring i avkastningskrav. Disse variablene er valgt for nærmere analyser ettersom endringer, i positiv eller negativ retning, vil slå ut på selskapets fremtidige kontantstrøm i ulik grad. Sensitivitetsanalysen gjennomføres for å identifisere den faktiske effekten endringer kan ha på selskapets estimerte aksjepris. For å måle effekten av en gitt variabel justeres verdien mens alt annet holdes konstant. (McCormack, H. & Irgens, M.)

8.1 Endring i lakseinntekt

Endring i lakseinntekt avhenger av endringer i variablene pris og slaktevolum, ettersom de to variablene til sammen utgjør selskapets inntekt fra laks. Endring i en eller begge variablene vil påvirke selskapets inntekt, i tillegg til verdien av selskapets biologiske eiendeler. Den sistnevnte vil føre til endring i verdi, ettersom eiendelene blir verdsatt til virkelig verdi. Endring i slaktevolum er en sentral faktor som skyldes økning eller reduksjon grunnet dødelighet eller annet svinn som resultat av miljømessige faktorer. Endring i pris eller slaktevolum vil føre til merkbare endringer i inntektsgrunnlag, og dermed endre aksjeprisen i positiv eller negativ retning. (McCormack, H. & Irgens, M.)

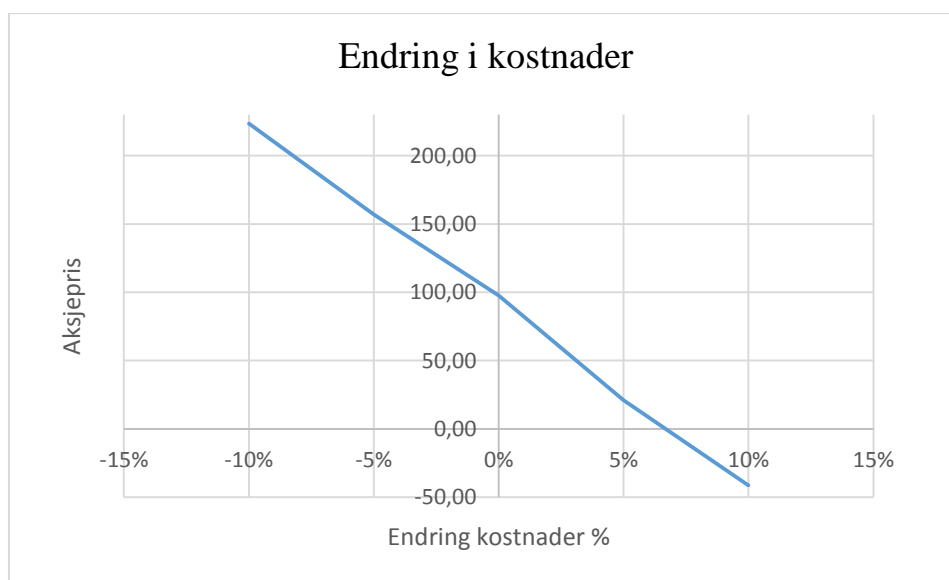


Figur 8.1: *Endring i lakseinntekt* (McCormack, H. & Irgens, M.)

Figur 8.1 viser at en prosentvis endring i salgsinntekt vil påvirke MHGs estimerte aksjepris. Figuren baseres på estimert inntekt i kapittel 7, for så en prosentvis endring på +/- 5-15%. En reduksjon på 15% gir en estimert aksjepris på NOK 74,73 per aksje, mens en tilsvarende økning i inntekt gir en estimert aksjepris på NOK 120,61 per aksje. (McCormack, H. & Irgens, M.)

8.2 Endring i kostnader

Kostnadsvariabelen består av regnskapspostene lønns-, material-, restrukturerings-, og andre driftskostnader. Det kan forventes en økning i fremtiden grunnet blant annet nye investeringer, klimaforhold, politiske krav eller selskapets økte problem med lakselus. (McCormack, H. & Irgens, M.)

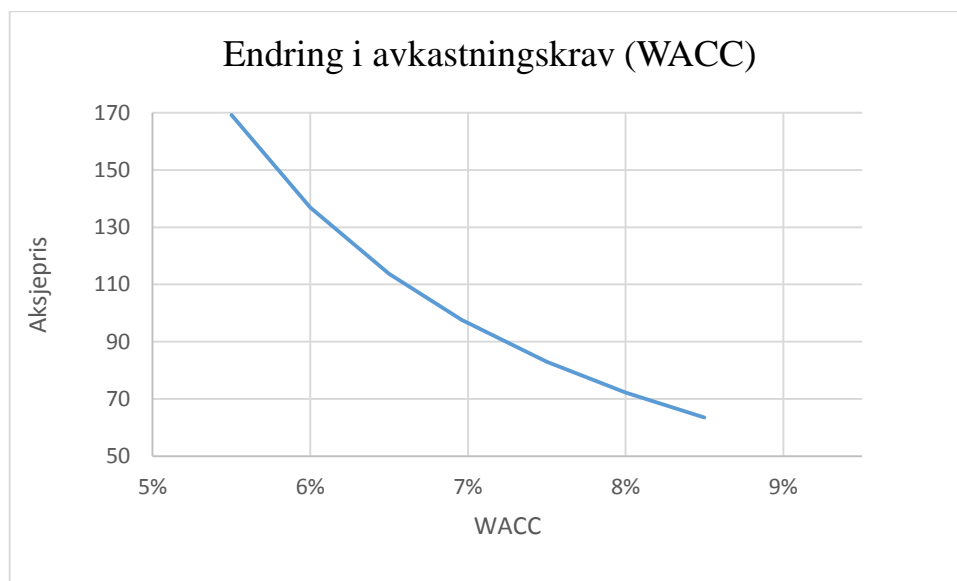


Figur 8.2: *Endring i kostnader* (McCormack, H. & Irgens, M.)

Figuren ovenfor viser hvordan en prosentvis endring i kostnader i positiv og negativ retning, vil påvirke selskapets estimerte aksjepris. På samme måte som inntektssensitiviteten, beregnes endringen ut ifra estimerte kostnader i kapittel 7, med en endring på +/- 5-10%. Endringsintervallet for denne variabelen er innsnevret grunnet dens markante påvirkning på resultatet. Ved en 10% reduksjon i kostnadene ble selskapets estimerte aksjepris NOK 223,37 per aksje, mens en tilsvarende økning gav en negativ aksjepris på NOK -41,18 per aksje. (McCormack, H. & Irgens, M.)

8.3 Endring i avkastningskrav

Den siste variabelen testet i sensitivitetsanalysen er selskapets avkastningskrav (WACC). Endring i denne variabelen, i positiv eller negativ retning vil gi en merkbar endringen i nåverdien av selskapets kontantstrøm. Avkastningskravet er sammensatt av flere ulike komponenter, som alle er basert på ulike forutsetninger. En simulert endring i avkastningskravet foretas i sin helhet, og fanger opp endringer i de forskjellige komponentene. (McCormack, H. & Irgens, M.)



Figur 8.3: Endring i avkastningskrav (McCormack, H. & Irgens, M.)

Som vist i figuren ovenfor, har endringer i denne variabelen stor utslagskraft på selskapets estimerte aksjeverdi. Endringsintervallet i avkastningskravet varierer fra 5-8%, der små endringer har stor effekt på selskapets estimerte aksjepris. Under utarbeidelsen av frikontantstrøm benyttes et avkastningskrav på 6,46%, mens sensitivitetsanalysen endrer verdien med +/- 1-2%. Med et avkastningskrav på 5% endes den estimerte aksjekursen til NOK 169,21 per aksje, mens et avkastningskrav på 8% gir estimert aksjeverdi på NOK 63,5 per aksje. (McCormack, H. & Irgens, M.)

8.4 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen viser hvordan endringer i de valgte variablene påvirker selskapets estimerte aksjepris. Dette tyder på et fornuftig valg av variabler, samt viktigheten bak realistiske forutsetninger for estimeringer i de ulike leddene. På tross av en svært enkel og lett gjennomførbar analyseform, må man være klar over svakheten ved metoden. Variablene justeres mens alt annet holdes konstant. Dette er ikke en realistisk forutsetning i det virkelige liv, ettersom en endring aldri kommer alene. På grunnlag av dette vil analysen benyttes som illustrasjon på sensitivitet ovenfor de valgte variablene. (McCormack, H. & Irgens, M.)

9 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse gjennomføres som siste analyseform i verdsettelsen av MHG, som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

Komparativ verdsettelse foretas ifølge Penman (2004) gjennom følgende steg:

- Steg 1: Identifisere sammenlignbare selskap
- Steg 2: Identifisere ønsket måleenhet
- Steg 3: Anvendelse av multiplene

Første steget i verdsettelsen innebærer å identifisere sammenlignbare selskap, en faktor som er svært viktig for et godt estimat.

Neste steg innebærer innhenting av nødvendig informasjon fra selskapets resultatregnskap, som benyttes til estimering av multiplene. (Penman, S. H., 2004, s.66-67) I verdsettelsen er valg av verdigrunnlag (teller) testet for følgende faktorer; pris per aksje (P), selskapets totale verdi (EV) og biologiske eiendeler (BE). Skaleringsfaktoren (nevneren) baseres på; bokført verdi av egenkapital (B), fortjeneste (E) og salgsinntekt (S). De ulike multiplene er presentert nærmere under sine respektive avsnitt. (McCormack, H. & Irgens, M.)

I siste steg estimeres de ønskede multiplene, for å sammenligne MHGs multipler med de sammenlignbare selskapene i markedet. Analysene i dette kapittelet brukes for å underbygge konklusjonen i fundamental verdsettelse. (Penman, S. H., 2004, s.66-67)

9.1 Sammenlignbare selskap

Valg av sammenlignbare selskap er en sentral del av utarbeidelsen i komparativ verdsettelse, ettersom multiplene ses opp mot sammenlignbare selskap. For å finne sammenlignbare selskap er likhet i blant annet størrelse, finansieringsstruktur og virke av stor betydning for sammenlignbarheten. Stor likhetsgrad gjør at selskapene eksponeres for samme vekst og risiko, og kan dermed fungere som en pekepinn på realistiske forventinger til selskapet en verdsetter. Det er ønskelig at selskapene er så like som mulig på flere nivå, noe som kan være en utfordring i analysen. (Dyrnes, S., 2004)

Selv om selskap opererer innen samme virksomhet, kan de ikke nødvendigvis benyttes til sammenligning i komparativ verdsettelse. Dersom et selskap har åpenbare konkurransefortrinn som gir høyere avkastning og vekst, eller ulik kapitalstruktur og dermed

annen finansiell risiko, kan det være utfordrende å finne gode sammenlignbare selskap. (Dyrnes, S., 2004)

Det er verdt å merke seg at MHG er et betraktelig større selskap enn øvrige oppdrettsselskap på Oslo Børs, og er ledende innen sin virksomhet. MHG kan dermed ha konkurransefortrinn som for eksempel prisfordeler og lavere finansiell risiko, som gjør andre oppdrettsselskap til mindre optimale sammenligninger. Dersom sammenlignbare selskap velges på tross av manglende likheter, kan den komparative verdsettelsen gi tvetydige resultater. (Dyrnes, S., 2004)

I verdsettelsen av MHG benyttes Lerøy Seafood Group, Salmar og Bakkafrost som sammenlignbare selskap, og betraktes som de beste alternativene på Oslo Børs basert på størrelse og markedsverdi. Salmar og Bakkafrost baserer seg kun på oppdrett av laks, mens Lerøy driver oppdrett av både laks og ørret, med hovedtyngde på laks. Ettersom 91% av MHGs inntekt stammer fra laks, er selskapene sammenlignbare basert på fisketype. (McCormack, H. & Irgens, M.)

Tabellen nedenfor viser blant annet kapitalstruktur for Lerøy, Salmar, Bakkafrost og MHG. De sammenlignbare selskapene har tilnærmet lik kapitalstruktur, med ca. halvparten egenkapital og gjeld, mens MHG har noe større gjeldsandel på 60,19%. Tabellen viser også en oversikt over antall aksjer og markedsverdien på egenkapitalen, og viser store størrelsesforskjeller mellom MHG og de sammenlignbare selskapene. (McCormack, H. & Irgens, M.)

| 2014 | Lerøy | Andel % | Salmar | Andel % | Bakkafrost | Andel % | Marine Harvest | Andel % |
|-----------------------------|--------------------------|-----------------|--------------------------|-----------------|-------------------------|---------|--------------------------|-----------------|
| Egenkapital (bokført verdi) | 8 079 596 000,00 | 54,38 % | 5 137 277 000,00 | 50,74 % | 2 488 765 518,00 | 59,59 % | 14 718 200 000,00 | 39,81 % |
| Gjeld (bokført verdi) | 6 778 768 000,00 | 45,62 % | 4 987 130 000,00 | 49,26 % | 1 687 531 680,00 | 40,41 % | 22 256 100 000,00 | 60,19 % |
| Totalkapital | 14 858 364 000,00 | 100,00 % | 10 124 407 000,00 | 100,00 % | 4 176 297 198,00 | | 36 974 300 000,00 | 100,00 % |
| Antall aksjer | 54 577 368,00 | | 113 299 999,00 | | 48 858 065,00 | | 450 085 652,00 | |
| Aksjepris pr 30.04 | 250,00 | | 122,50 | | 177,00 | | 93,10 | |
| Markedsverdi egenkapital | 13 644 342 000,00 | | 13 879 249 877,50 | | 8 647 877 505,00 | | 41 902 974 201,20 | |

Tabell 9.1: Sammenlignbare selskap (McCormack, H. & Irgens, M.) (Oslo Børs, 2015)

9.2 Valg av multipler

For oppnåelse av en realistisk og god komparativ verdsettelse er valg av multipler avgjørende. Valget av multipler falt på en rekke P-multipler, EV-multipler, samt egenkomponerte BE-multipler. De egenkomponerte multiplene baseres på selskapets biologiske eiendeler som verdigrunnlag, og reflekterer selskapets forventede inntjening. Nedenfor presenteres de valgte multiplene benyttet i verdsettelsen av MHG. (McCormack, H. & Irgens, M.)

9.2.1 P-multipler

De første multiplene i analysen er P-multiplene, der P/B er den mest brukte multippelen. P/B forteller hvor mange ganger større selskapets gjennomsnittlige verdi er i forhold til bokført egenkapital. Denne verdien sammenlignes med verdien i markedet for å avgjøre om aksjen er riktig priset. På samme måte som P/B-multippelen, estimeres P/E og P/S, da i forhold til fortjeneste per aksje og salgsinntekt per aksje. (McCormack, H. & Irgens, M.)

P-multiplene benyttet for MHG er:

$P/B = \text{pris per aksje/bokført egenkapital per aksje}$

$P/E = \text{pris per aksje/fortjeneste per aksje}$

$P/S = \text{pris per aksje/salgsinntekt per aksje}$

Nedenfor presenteres P-multiplene for Lerøy, Salmar, Bakkafrost og MHG, hvor multiplene for MHG sammenlignes med bransjegjennomsnittet.

| P-multipler | P/B | P/E | P/S |
|----------------|------|-------|------|
| Lerøy | 1,69 | 12,92 | 1,08 |
| Salmar | 2,70 | 11,63 | 1,94 |
| Bakkafrost | 3,47 | 11,00 | 2,67 |
| Gjennomsnitt | 2,62 | 11,85 | 1,90 |
| Marine Harvest | 2,85 | 40,83 | 1,64 |

Tabell 9.2: P-multipler for Lerøy, Salmar, Bakkafrost og MHG 2014
(McCormack, H. & Irgens, M.)

Ut ifra tabellen ligger MHG over gjennomsnittet på P/B og P/E, mens P/S er noe lavere. Spesielt kan en trekke frem P/E-multippelen for MHG, som har en verdi på 40,83 sammenlignet med 11,85 for gjennomsnittet. Dette reflekterer en sterk fortjeneste per aksje for selskapet. (McCormack, H. & Irgens, M.)

Resultatet av P-multiplene kan være svekket ettersom selskapene har ulik kapitalstruktur, som vist i tabell 9.1 For å eliminere den eventuelle svekkelsen av analysen som følge av ulik kapitalstruktur, kan EV-multipler benyttes. (Dyrnes, S., 2004)

9.2.2 Enterprise value

Enterprise value (EV) er et mål på selskapets totale verdi, og er beregnet ved markedsverdien av selskapets aksjer, gjeld, minoritetsinteresser, fratrukket kontanter og investeringer.

Ettersom markedsverdi av gjeld er vanskelig å estimere, benyttes bokført verdi av gjeld, mens de andre postene er oppgitt i markedsverdi. (Investopedia, 2015)

Fremgangsmåten for estimering av EV-multiplene er identisk til P-multiplene, og fremkommer nedenfor:

EV/B = selskapets totale verdi/bokført egenkapital per aksje

EV/E = selskapets totale verdi/fortjeneste per aksje

EV/S = selskapets totale verdi /salgsinntekt per aksje

| EV-multippel | EV/B | EV/E | EV/S |
|----------------|------|-------|------|
| Lerøy | 2,49 | 19,05 | 1,60 |
| Salmar | 3,65 | 15,71 | 2,62 |
| Bakkafrost | 4,15 | 13,15 | 3,19 |
| Gjennomsnitt | 3,43 | 15,97 | 2,47 |
| Marine Harvest | 4,17 | 59,82 | 2,40 |

Tabell 9.3: EV-multipler for Lerøy, Salmar, Bakkafrost og MHG 2014
(McCormack, H. & Irgens, M.)

Resultatet av analysen er i samsvar med P-multiplene, hvor MHG ligger over gjennomsnittet på multiplene EV/B og EV/E .

9.2.3 Multippel basert på biologiske eiendeler

De siste multiplene i den komparative verdsettelsen er BE-multippelen, som tar for seg selskapets biologiske eiendeler i forhold til egenkapital (B), fortjeneste (E) og salgsinntekt (S). Biologiske eiendeler er en bransjebasert multippel, og ble valgt ettersom biologiske eiendeler er verdidrivere i selskapet, og utgangspunkt for fremtidig inntjening. (Dyrnes, S., 2004)

BE-multiplene estimert i analysen er:

BE/B = biologiske eiendeler til virkelig verdi/bokført egenkapital

BE/E = biologiske eiendeler til virkelig verdi/fortjeneste

BE/S = biologiske eiendeler til virkelig verdi/salgsinntekt

| BE-multippel | BE/B | BE/E | BE/S |
|----------------|--------|-------|--------|
| Lerøy | 0,46 | 3,49 | 0,29 |
| Salmar | 0,61 | 2,61 | 0,44 |
| Bakkafrost | 0,0005 | 0,002 | 0,0004 |
| Gjennomsnitt | 0,35 | 2,03 | 0,24 |
| Marine Harvest | 0,68 | 9,76 | 0,39 |

Tabell 9.4: BE-multipler for Lerøy, Salmar og Bakkafrost og MHG 2014
(McCormack, H. & Irgens, M.)

Resultatet av den siste analysen viser et annet resultat enn analysene tidligere i kapitlet. Basert på BE-multiplene har MHG høyere verdier på samtlige multipler sammenlignet med bransjegjennomsnittet.

9.3 Resultat komparativ verdsettelse

MHG er et mer solid selskap og er ledende innen sin virksomhet, som gav forventning om høyere multipler sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Resultatet fra den komparative verdsettelsen er høyere estimerte multipler for MHG, som kan tyde på at selskapet er overpriset eller har merverdier den komparative verdsettelsen ikke plukker opp. Årsaken til at MHG har høyere multipler enn de sammenlignbare selskapene, kan være at MHG er svært likvide. Selskapet er mer enn dobbelt så likvide som de andre fiskeaksjene til sammen på Oslo Børs. Dette gjør at store aksjonærer kan kvitte seg med aksjer uten at dette slår negativt ut på aksjekursen. Selskapet har også betalt ut store mengder utbytte, som verdsettes av aksjonærer. (iLaks, 2013)

Resultatet av verdsettelsen er motstridene i forhold til estimert verdi av selskapet i fundamental verdsettelse. Fundamental verdsettelse gav en aksjekurs som er høyere enn prisen i markedet, som tilsvarer en underpriset aksje. Den komparative verdsettelsen konkluderer med at MHG er overpriset sammenlignet med bransjen, og bygger derfor ikke opp om samme resultat som den fundamentale verdsettelsen. En høyere aksjepris i fundamental verdsettelse kan begrunnes med at metoden inkluderer mulige merverdier i selskapet, som den komparative verdsettelsen ikke plukker opp. (McCormack, H. & Irgens, M.)

9.4 Ulemper med komparativ verdsettelse

På tross av en tidsbesparende og enkel analyse, er det en rekke negative faktorer knyttet til metoden. Som tidligere nevnt er det vanskeligheter knyttet til valg av sammenlignbare selskap, hvor det kan være skjulte forskjeller som ikke fremkommer i analysene. For oppnåelse av korrekte estimater bør de sammenlignbare selskapene ha stor likhetsgrad, noe som ikke er en realistisk forutsetning. En annen ulempe er knyttet til valg av multippel. Hver multippel estimerer ulik verdi, som skaper vanskeligheter knyttet til valg av multippel. For å veie opp for svakheten med verdsettelsesmetoden, velges flere multipler kombinert med et bransjegjennomsnitt. (Penman, S. H., 2004, s.67)

10 Kritikk til verdsettelsen

Analysene i verdsettelsen av MHG er basert på forutsetninger og antagelser knyttet til selskap og marked gjennom analyseprosessen. Verdsettelsens nøyaktighet er avhengig av realistiske forutsetninger som er basert på beste estimat. På tross av fokus på beste estimat, viser empiriske undersøkelser at verdivurderingene ikke er særlig treffsikre. Det er knyttet store utfordringer til å predikere framtidsutsikter, hvor analytikere som oftest er for optimistiske. (Kaldestad. Y. & Møller. B., 2011)

Estimering av innsatsfaktorer, som råvarepris, kan gi store utslag på en verdsettelse, som beskrevet i kapittel 8. Innsatsfaktorer er svært sensitive til usikkerhet i makroøkonomiske variabler, som BNP og valutakurs, som er svært avanserte å estimere. (Kaldestad. Y. & Møller. B., 2011) En bør derfor være kritisk til verdivurderingen, på tross av at den er utarbeidet med de best tenkelige forutsetningene på analysetidspunktet. (McCormack, H. & Irgens, M.)

11 Konklusjon

I denne masterutredningen har markedsverdien til Marine Harvests egenkapital blitt estimert basert på en fundamental verdsettelse, som ble foretatt basert på forutsetninger i fremtidsregnskapet. Den fundamentale verdsettelsen gav en estimert aksjepris på NOK 97,67, som var høyere enn aksjeprisen i markedet 30.04.2015 på NOK 93,10. Dette kan tyde på en underpriset aksje for Marine Harvest ASA.

Sensitivitetsanalysen konstaterer at den fundamentale verdsettelsen er svært sensitiv for endringer i hovedvariabler som inntekt, kostnader og avkastningskrav. Resultatet fra verdsettelsen kan dermed være feilaktig dersom realistiske forutsetninger ikke er lagt til grunn.

En komparativ verdsettelse ble foretatt som supplement til den fundamentale verdsettelsen for å underbygge konklusjonen. Analysen gav derimot motstridende resultat, hvor Marine Harvest ASA var overpriset i forhold til sammenlignbare selskap i markedet. En høyere aksjepris i den fundamentale verdsettelsen kan begrunnes med at metoden inkluderer mulig merverdier i selskapet. På grunn av metodens klare ulemper velges det å vektlegge fundamental verdsettelse som analyseform, som danner grunnlaget for handlingsanbefalingen.

På bakgrunn av analysene gis det en kjøpsanbefaling for Marine Harvest ASA, hvor det konkluderes med at aksjen er underpriset 30.04.2015.

Litteraturliste

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014) *Corporate Finance*, Pearson Education Limited, 3rd edition

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (2011) *Investments and Portfolio Management*, McGraw-Hill/Irwin, 9th edition

Bredesen, I. (2011) *Investering og finansiering*, Gyldendal Akademisk, 4.utgave

Dagbladet (2013) *Slipper ut like mye som hele Tokyos befolkning*
http://www.dagbladet.no/2013/06/28/nyheter/samfunn/politikk/valg13/lisbeth_berg-hansen/27886416/ Besøkt 09.01.15

Dagens Næringsliv (2014) v. a. *Total kollaps i norske kroner*
<http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2014/12/16/1322/-total-kollaps-i-norske-kroner>
Besøkt 29.01.15

Dagens Næringsliv (2014) v. b. *Vi kan se priser på 50-tallet*
<http://www.dn.no/nyheter/energi/2014/12/09/0948/Olje/-vi-kan-se-priser-p-50tallet>
Besøkt 29.01.15

Dagens Næringsliv (2014) v. c. *Leter etter omveier for norsk laks*
<http://www.dn.no/nyheter/2014/08/07/2157/Russlands-boikott/leter-etter-omveier-for-norsk-laks> Besøkt 14.01.15

Dagens Næringsliv (2015) v. a. *Denne overraskelsen styrket kronen*
<http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2015/02/02/0921/Valuta/denne-overraskelsen-styrket-kronen> Besøkt 02.02.15

Dagens Næringsliv (2015) v. b. *Lei av å være forhandlingskort*
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/01/27/2152/Fiskeri/lei-av--vre-forhandlingskort> Besøkt 04.02.15

Dahl, G.A. & Thoresen, A. (2015) *Fastsette risikopåslag*
<http://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/fastsette-risikopaslag> Besøkt 15.05.15

Damodaran (2015) *Country Default Spreads and Risk Premiums*
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> Besøkt 24.02.15

Dyrevern (2014) *Fakta om fiskeoppdrett og oppdrettsfisk*
http://www.dyreverv.no/andre dyr/fisk/fakta_om_fiskeoppdrett Besøkt 03.02.15

Dyrnes, S. (2004) *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*, Praktisk Økonomi & Finans

- Experian- A world of insight (2015) *Formler på økonomiske nøkkeltall*
<http://www.experian.no/support/oekonomiske-noekkeltall.html> Besøkt 26.04.15
- E24 (2015) *Currencies*
<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/currencies> Besøkt 29.01.15
- Eriksen, C.E. (2013) *Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Salmar*
<http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169843/eriksen2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y> Besøkt 23.01.15
- Finansavisen (2015) *Oslo Børs Aksje*, utgave 30.04.15
- Finanskalkulator (2015) *Likviditetsgrad 2*
<http://www.finanskalkulator.no/finans/likviditetsgrad-2>
- Fish Pool (2015) *About Fish Pool ASA* <http://fishpool.eu/about/> Besøkt 04.06.15
- Fiskeridirektoratet (2014) *Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring*
<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/statistiske-publikasjoner/noekkeltall-fra-norsk-havbruksnaering> Besøkt 02.02.15
- Forskning.no (2011) *Kina-handel tross Nobelprisen*
<http://forskning.no/naeringsliv-okonomi-politikk/2011/09/kina-handel-tross-nobelprisen> Besøkt 04.02.15
- ft.cm/lexicon (2015) *Definition of comprehensive income*
<http://lexicon.ft.com/Term?term=comprehensive-income> Besøkt 28.04.15
- Gjesdal, F. (2007) *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*
https://www.idunn.no/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels Besøkt 10.02.15
- Gjesdal, F. (2012) *Valg av verdsettelsesmodell*
<http://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell> Besøkt 02.03.15
- Helgesen, S. L. J. (2010) *Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Rieber & Søn. ASA*
<https://www.google.no/#q=strategisk+regnskapsanalyse+og+verdsettelse+av+Rieber+%26+s%C3%B8n+ASA> Besøkt 04.05.15
- Hitra-Frøya (2014) *Salmar er klar til å ta kjempe-merdene til havs*
<http://www.hitra-froya.no/havbruk/article9263215.ece> Besøkt 04.05.15
- Hull, J. C. (2012) *Options, Futures and Other Derivatives*, Pearson, 8th. Edition

- iLaks (2013) *Mer enn dobbelt så likvid som alle fiskeaksjene til sammen*
<http://www.ilaks.no/mer-enn-dobbelt-sa-likvid-som-alle-fiskeaksjene-til-sammen/>
Besøkt 12.01.15
- iLaks (2014) *Rafferty: – Omega-3-nivået i laks kan falle*
<http://www.ilaks.no/rafferty-omega-3-nivaet-i-laks-kan-falle/> Besøkt 09.02.15
- Investopedia (2015) *Enterprise Value*
<http://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp> Besøkt 19.05.15
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011) *Kritisk lys på utarbeidelse av prognoser ved verdsettelse*
<http://www.idunn.no/pof/2011/02/art04> Besøkt 20.05.15
- Knivsflå, K.H. (2006) v. a. 16: *Steg 4.1- Eigenkaptalmetoden*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/verdiplansjar/BUS425%20-%2016%20-%20V2006.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2006) v. b. 19: *Uvisse verdiestimat*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar.htm>
- Knivsflå, K.H. (2012) v. a. 06: *Målefeil og justering rammeverk*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar/BUS424%20-%2006%20-%20H2012.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2012) v. b. 04: *Omgruppering- Balanse og kontantstrøm*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar/BUS424%20-%2004%20-%20H2012.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2012) v. c. 03: *Steg 1.2 Omgruppering*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar/BUS424%20-%2003%20-%20H2012.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2012) v. d. 12: *Forholdstallsanalyse- Rammeverk*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar/BUS424%20-%2012%20-%20H2012.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2012) v. e. 13: *Kredittvurdering- syntetisk rating*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar/BUS424%20-%2013%20-%20H2012.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2012) v. f. *Strategisk rekneskapsanalyse*
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar/BUS424%20-%2001%20-%20H2012.pdf>
- KPMG (2015) *Likviditetsrisiko*
<http://www.kpmg.no/default.aspx?aid=9705224> Besøkt 20.04.15

- Laksefakta (2014) *Laks i norsk havbruk*
<http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laks-i-havbruk/Les-mer-om/Laks-i-norsk-havbruk> Besøkt 14.01.15
- Lovdata (2015) *Forskrift om tillatelse til akvakultur av andre arter enn laks, ørret og regnbueørret*
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1799> Besøkt 07.01.15
- Marine Harvest (2015) v. a. *Investor*
<http://marineharvest.no/investor/> Besøkt 07.01.15
- Marine Harvest (2015) v. b. *Norges største oppdrettsselskap*
<http://marineharvest.no/about/> Besøkt 07.01.15
- Marine Harvest (2015) v. c. *Våre norske regioner*
<http://marineharvest.no/about/vare-regioner/> Besøkt 12.01.15
- Marine Harvest (2015) v. d. *Annual Reports*
<http://marineharvest.no/investor/annual-reports/> Besøkt 30.04.15
- Marine Harvest (2015) v. e. *Laksens livssyklus*
<http://www.marineharvest.no/products/seafood-value-chain/> Besøkt 15.01.15
- Marine Harvest (2015) v. f. *Share and bond info*
<http://www.marineharvest.no/investor/share-and-bond-info/> Besøkt 12.01.15
- Marine Harvest (2015) v. g. *Shareholders*
<http://www.marineharvest.com/investor/share-and-bond-info/shareholders/> Besøkt 25.05.15
- Norges Bank (2014) *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Argjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> Besøkt 05.03.15
- Norges Bank (2015) *Valutakurser*
<http://www.norges-bank.no/statistikk/valutakurser/> Besøkt 28.01.15
- NRK (2014) v. a. *Isolert sett et veldig stort prisfall*
<http://www.nrk.no/nordland/-isolert-sett-et-veldig-stort-prisfall-1.12099865> Besøkt 02.02.15
- NRK (2014) v. b. *EU tar over det russiske laksemarkedet*
<http://www.nrk.no/nordland/merker-lite-til-russisk-importstopp-1.11890264> Besøkt 14.01.15
- NRK (2014) v. c. *Leter etter omveier for norsk laks*
<http://www.nrk.no/nordland/merker-lite-til-russisk-importstopp-1.11890264> Besøkt 14.01.15

- Oslo Børs (2015) *Data*
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/MHG.OSE/data> Besøkt 05.05.15
- Penman, S. H. (2004), *Financial statement analysis and security valuation*, The McGraw-Hill Companies, 2nd edition
- Penman, S. H. (2010), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill Education, 4th edition
- Platou, K. (2012) *Analyse og verdivurdering av Marine Harvest ASA*
http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169499/Platou_2012.pdf?sequence=1&isAllowed=y Besøkt 27.01.15
- PrisSmart (2014) *Dette er dagen aksje*
<http://www.prissmart.no/2013/06/dette-er-dagens-aksje/> Besøkt 09.01.15
- Proff Forvalt (2015) *Regnskapsanalyse*
<https://www.forvalt.no/Default.aspx?ReturnUrl=%2fforetaksindex2%2f> Besøkt 30.04.15
- Regjeringen (2011) v. a. *En viktig næring for Norge*
<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/en-viktig-naring-for-norge/id633723/> Besøkt 15.01.15
- Regjeringen (2011) v. b. *Effektiv og bærekraftig arealbruk i havbruksnæringen*
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/vedlegg/rapporter/2011/effektiv_og_baerekraftig_arealbruk_i_havbruksnaeringen.pdf Besøkt 19.01.15
- Regjeringen (2013) v. a. *Fisk - Informasjon om Norges fiskerisamarbeid med EU*
<https://www.regjeringen.no/nb/tema/europapolitikk/tema/fisk1/id685828/> Besøkt 03.02.15
- Regjeringen (2014) v. a. *Fiskerisamarbeidet med EU*
<https://www.regjeringen.no/nb/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/rydde-internasjonalt/fiskerisamarbeidet-med-eu/id437333/> Besøkt 03.02.15
- Regjeringen (2014) v. b. *Stiller miljøkrav til ny oppdrettsvekst*
<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/Stiller-miljokrav-til-ny-oppdrettsvekst/id764239/> Besøkt 04.02.15
- Regjeringen (2015) *Laks på land*
<https://www.regjeringen.no/contentassets/1e8b96928110400eb0d5892b9c8c4bdb/laks-pa-land.pdf> Besøkt 04.02.15
- Statistisk Sentralbyrå (2015) v. a. *Fallende årsvekst i produsentprisindeksen*
<http://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/fallende-arsvekst-i-produsentprisindeksen> Besøkt 02.02.15

Statistisk Sentralbyrå (2015) v. b. *Eksport av laks*

<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&MainTable=EksLaksUke&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&KortNavnWeb=laks&StatVariant=&checked=true> Besøkt 25.05.15

Statistisk Sentralbyrå (2014) *Konjunkturutviklingen i Norge*

http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/194981?_ts=14869631818 Besøkt 15.01.15

Store Norske Leksikon (2014) Arbeidskapital

<https://snl.no/arbeidskapital> Besøkt 20.05.15

Titman, S. & Martin, J.D. (2011), *Valuation- The Art and Science of Corporate Investment Decisions*, Prentice Hall, 2nd edition.

WWF (2007) *Fiskefôr*

http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/havbruk/fiskefor/ Besøkt 09.02.15

Ødegaard, B.A., (2014) v. a. *Cost of Capital*

https://dl.dropboxusercontent.com/u/8078351/teach/moa370_2014/lectures/cost_of_capital/slides.pdf Besøkt 21.04.15

Ødegaard, B.A., (2014) v. b. *Valuation inputs for Norway - 2013/14*

https://dl.dropboxusercontent.com/u/8078351/teach/moa370_2014/lectures/survey_risk_premien/lectures.pdf Besøkt 26.05.15

Oversikt over figurer og tabeller

Figurer

Figur 2.1: *Fiskens livssyklus*

Figur 2.2: *Verdikjede*

Figur 3.1: *Selskapsstruktur*

Figur 3.2: *Geografisk inndeling MHG*

Figur 3.3: *Global produksjon av atlantisk laks 2006-2010*

Figur 3.4: *Aksjekursutvikling MHG 2008-2015*

Figur 3.5: *Aksjekursutvikling MHG 2014*

Figur 4.1: *Rammeverk for verdsettelse*

Figur 5.1: *Pris på fisk 2009-2014 MHG og markedet*

Figur 5.2: *Spekulasjon i oljeprisutvikling 2014-2020*

Figur 6.1: *Konkursrating MHG*

Figur 8.1: *Endring i lakseinntekt*

Figur 8.2: *Endring i kostnader*

Figur 8.3: *Endring i avkastningskrav*

Tabeller

Tabell 6.1: *Historisk resultatregnskap 2009-2014*

Tabell 6.2: *Historisk balanse 2009-2014*

Tabell 6.3: *Trailing resultat*

Tabell 6.4: *Omgruppert resultatregnskap*

Tabell 6.5: *Fullstendig nettoresultat*

Tabell 6.6: *Fullstendig nettoresultat fordelt på drift og finans*

Tabell 6.7: *Unormale poster resultatregnskap*

Tabell 6.8: *Gjennomsnittlig skatt som prosent av EBIT per år*

Tabell 6.9: *Omgruppert balanse for 2014 med hensyn på netto driftskapital*

Tabell 6.10: *Likviditetsgrad 1*

Tabell 6.11: *Likviditetsgrad 2*

Tabell 6.12: *Rentedekningsgrad*

Tabell 6.13: *Egenkapitalprosent*

Tabell 6.14: *Kapitalstruktur*

Tabell 6.15: *Netto driftsrentabilitet*

Tabell 6.16: *Syntetisk rating med basis av forholdstall*

Tabell 6.17: *Forholdstall og syntetisk rating MHG*

Tabell 6.18: *Andel egenkapital og gjeld*

Tabell 6.19: *Historisk beta 24 måneder*

Tabell 6.20: *Justert historisk beta*

Tabell 7.1: *Frikontantstrøm*

Tabell 7.2: *Driftsinntekter*

Tabell 7.3: *Driftskostnader*

Tabell 7.4: *Restruktureringskostnader*

Tabell 7.5: *Andre driftskostnader*

Tabell 7.6: *CAPEX*

Tabell 7.7: *Arbeidskapital*

Tabell 7.8: *Avskrivninger*

Tabell 9.1: *Sammenlignbare selskap*

Tabell 9.2: *P-multipler for Lerøy, Salmar, Bakkafrost og MHG 2014*

Tabell 9.3: *EV-multipler for Lerøy, Salmar, Bakkafrost og MHG 2014*

Tabell 9.4: *BE-multipler for Lerøy, Salmar og Bakkafrost og MHG 2014*