

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**



**Bergen, våren 2012**

Masterutredning i fordypningsområdet: Økonomisk styring

Veileder: Professor Øystein Gjerde, institutt for foretaksøkonomi

## **Analyse og verdivurdering av Marine Harvest ASA**



av

**Knut Platou**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## **Sammendrag**

Denne utredningen har som formål å verdsette det børsnoterte lakseoppdrettselskapet Marine Harvest ASA pr 1.4.2012.

Innledningsvis gir jeg et kort overblikk over selskapet, bransjen og produktet. Videre utfører jeg en strategisk analyse der jeg kartlegger bedriftens markedsforhold, interne ressurser og makroøkonomiske forhold som kan tenkes å ha betydning for verdsettelsen.

En detaljert regnskapsanalyse av de siste fem årsregnskapene utføres i den hensikt å normalisere historisk inntjening som i sin tur, sammen med den strategiske analysen, danner grunnlaget for prognoser og selve verdsettelsen.

Prognosene og den fundamentale verdsettelsen gir en beregnet verdi på NOK 3,80 pr aksje for Marine Harvest ASA. Pr 1.4.2012 stod aksjen på Oslo Børs i NOK 2,93. Med andre ord representerer min verdsettelse en oppside på 30 %, og en anbefaling om kjøp av aksjen.

## Forord

Denne utredningen er skrevet som det avsluttende leddet i min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole våren 2012. Jeg har valgt en hovedprofil i økonomisk styring, med finansiell økonomi som støtteprofil. Utredningen er naturligvis en fordypning i fagområdet verdsettelse, men en grundig verdsettelse krever også i stor grad bruk av annen kompetanse jeg har opparbeidet meg i løpet av min femårige studietid. Utredningen utgjør 30 studiepoeng, og likestilles med arbeidsmengden i et standard semester ved NHH.

Marine Harvest er et av de største selskapene på Oslo Børs, med en omsetning på NOK 16 mrd (2011). Laksebransjen er en turbulent bransje, og med det store lakseprisfallet i løpet av 2011 på ca 30 % ble forutsetningene i bransjen endret radikalt. Jeg syntes derfor en analyse og fundamental verdsettelse ville være spennende å gjennomføre nettopp denne våren. Oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder, professor Øystein Gjerde ved Norges Handelshøyskole, for mange konstruktive og nyttige tilbakemeldinger gjennom hele prosessen.

Bergen, 31. mai 2012

Knut Platou

# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>Presentasjon av Marine Harvest ASA og bransjen .....</b>	<b>7</b>
1.1	Bransjen .....	7
1.2	Selskapet.....	9
1.3	Produktet.....	11
1.3.1	Produksjonssyklus .....	12
1.3.2	Innsatsfaktorer .....	13
<b>2</b>	<b>Verdsettelsesteknikker .....</b>	<b>15</b>
2.1	Fundamental verdsettelse.....	15
2.1.1	Dividendemodellen .....	15
2.1.2	Superprofittmodellen.....	16
2.1.3	Egenkapitalmodellen.....	16
2.1.4	Totalkapitalmodellen .....	17
2.2	Komparativ verdsettelse.....	17
2.3	Opsjonsbasert verdsettelse .....	18
2.4	Valg av metode for verdsettelse av Marine Harvest ASA .....	18
<b>3</b>	<b>Strategisk analyse .....</b>	<b>21</b>
3.1	Bransjeanalyse .....	21
3.1.1	Trussel fra nyetableringer .....	22
3.1.2	Trussel fra leverandører .....	23
3.1.3	Trussel fra kunder.....	25
3.1.4	Trussel fra substitutter .....	27
3.1.5	Trussel fra rivalitet.....	28
3.2	Internanalyse .....	30
3.2.1	KIKK.....	31
3.2.2	SVIMA .....	33

3.3	Analyse av makroøkonomiske forhold - PESTEL.....	37
3.3.1	Politiske faktorer .....	37
3.3.2	Økonomiske faktorer.....	37
3.3.3	Teknologiske faktorer.....	38
3.3.4	Miljømessige faktorer .....	39
3.3.5	Sosiokulturelle faktorer.....	40
3.3.6	Juridiske faktorer.....	41
3.4	Oppsummering av den strategiske analysen .....	41
<b>4</b>	<b>Normalisering av historiske resultater .....</b>	<b>43</b>
4.1	Verdijustering av biomasse .....	44
4.2	Inntekter fra tilknyttede selskaper .....	44
4.3	Tap/gevinst på salg av eiendeler .....	45
4.4	Pensjon .....	45
4.5	Avsetninger.....	46
4.6	Restruktureringskostnader .....	46
4.7	Kostnader til forskning og utvikling (FoU) .....	47
4.8	Belønning og opsjoner.....	48
4.9	Andre spesielle poster .....	48
4.10	Sykdomskostnader .....	49
<b>5</b>	<b>Omgruppering av balansen for analyseformål .....</b>	<b>51</b>
5.1.1	Finansielle eiendeler .....	52
5.1.2	Finansiell gjeld.....	53
5.1.3	Netto finansiell gjeld .....	53
<b>6</b>	<b>Avkastningskrav.....</b>	<b>54</b>
6.1	Egenkapitalens avkastningskrav .....	55
6.1.1	Risikofri rente .....	56

6.1.2	Markedets risikopremie .....	56
6.1.3	Beta .....	57
6.2	Gjeldens avkastningskrav .....	57
<b>7</b>	<b>Nøkkeltall .....</b>	<b>59</b>
7.1	Driftskostnader oppdrett.....	60
7.2	EBITDA pr kg inkl. videreforedling .....	61
7.3	EBITDA-margin.....	62
7.4	Oppsummering nøkkeltall .....	63
<b>8</b>	<b>Fremtidsregnskap og verdsettelse .....</b>	<b>65</b>
8.1	Driftsinntekter .....	66
8.1.1	Volum oppdrett.....	66
8.1.2	Pris.....	68
8.1.3	MH VAP Europe .....	70
8.2	Kostnader.....	73
8.2.1	Varekostnad .....	73
8.2.2	Lønnskostnader .....	74
8.2.3	Restruktureringskostnader .....	74
8.2.4	Andre produksjonskostnader .....	75
8.3	Normalinvesteringer.....	75
8.4	Engangsinvesteringer i perioden .....	77
8.5	Endring i arbeidskapital .....	77
8.6	Effektiv skatt .....	78
8.7	Endelig fremtidsregnskap .....	80
8.8	Verdsettelse.....	80
<b>9</b>	<b>Komparativ verdsettelse .....</b>	<b>81</b>
<b>10</b>	<b>Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>84</b>
10.1	Pris, volum og kostnader .....	84

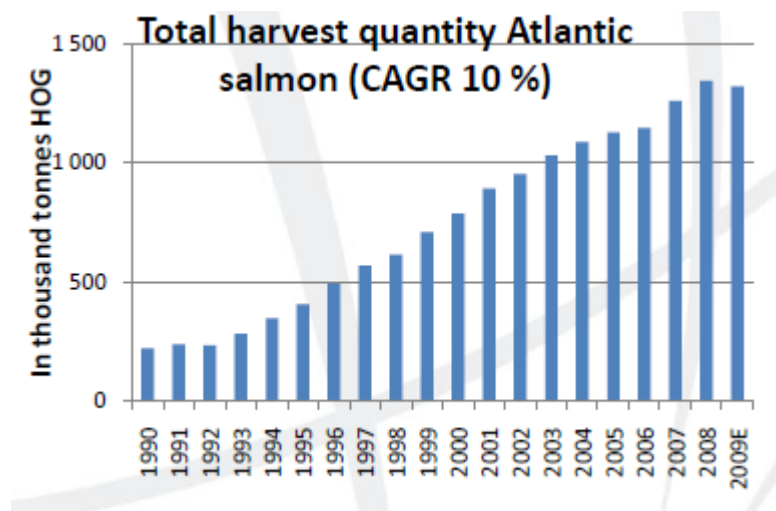
10.2	WACC .....	86
10.3	Langsiktig vekst.....	87
<b>11</b>	<b>Konklusjon .....</b>	<b>88</b>
<b>12</b>	<b>Referanser .....</b>	<b>90</b>
<b>13</b>	<b>Vedlegg.....</b>	<b>92</b>

# 1 Presentasjon av Marine Harvest ASA og bransjen

I dette kapitlet vil jeg gi en kort presentasjon av selskapet og lakseoppdrettsbransjen. Hensikten er først og fremst å gi lesere som er helt eller delvis ukjent med bransjen et grunnlag som forhåpentligvis vil gjøre resten av verdsettelsen mer interessant å lese. Kilder til dette kapitlet er i all hovedsak selskapets nettsider<sup>1</sup> og Marine Harvest's Industry Handbook 2010.

## 1.1 Bransjen

Oppdrett av laks begynte i Norge tidlig på 1970-tallet. Frem til tidlig på 1990-tallet var det mye turbulens med blant annet noen store utbrudd av sykdom, men som vi ser av figuren under har det vært en eventyrlig vekst i global lakseoppdrett de siste 15 årene. Figuren viser totalt årlig slaktevolum på verdensbasis til og med 2008, med et estimat for 2009. I 2009, 2010 og 2011 var slaktevolumet henholdsvis 1 320, 1 302 og 1 460 tusen tonn (MHG Årsrapporter 2009-2011).



Industrien har alltid vært dominert av noen få produksjonsland: Norge, Chile, Skottland og Canada. Grunnen er at disse er av de få landene som har kystlinje egnet for lakseoppdrett.

<sup>1</sup> [www.marineharvest.com](http://www.marineharvest.com)



Optimal lakseoppdrett er avhengig av blant annet gunstig vanntemperatur og en beskyttet kystlinje.

Chile har den mest optimale kystlinjen, spesielt på grunn av den jevne vanntemperaturen. Produksjonen i Chile har vokst enormt det siste tiåret, men fikk et sterkt tilbakeslag etter utbrudd av lakseviruset ISA i 2006, noe som har preget hele bransjen i flere år. Etter at produksjonen nesten ble halvert fra 2008 til 2009, forventes det nå sterk vekst i Chile de kommende årene. Produksjonsfordelingen mellom regionene så slik ut i 2009:

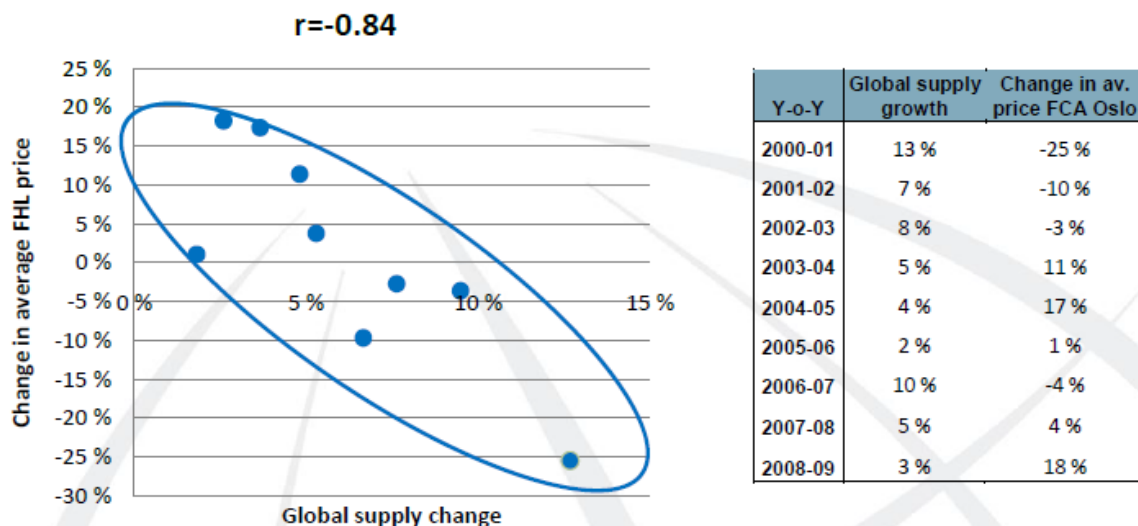
2009 Thousand tonnes HOG	Norway	Chile	Scotland	North America	Other	Total	%
EU	533	36	99	0	22	690	51 %
North America	39	110	25	116	15	305	22 %
Russia	63	5	1	0	2	71	5 %
Asia	77	27	3	2	17	126	9 %
South America	1	64	0	0	0	65	5 %
Other markets	57	6	2	1	33	99	7 %
<b>Total</b>	<b>770</b>	<b>248</b>	<b>130</b>	<b>119</b>	<b>89</b>	<b>1356</b>	
<b>%</b>	<b>57 %</b>	<b>18 %</b>	<b>10 %</b>	<b>9 %</b>	<b>7 %</b>		

Source: Kontali Analyse

Det røde feltet i tabellen viser produksjonsandelene fordelt på de fire regionene, mens det blå feltet viser hvordan *etterspørselen* etter laks fordelte seg på verdensbasis. Norge er det desidert største produksjonslandet, og over halvparten av den globale lakseproduksjonen konsumeres i EU-området. Tabellen gir også en oversikt over hvor hvert lands produksjon selges. Vi ser at hver produksjonsregion har hvert sitt "hjemmemarked", da Norge for eksempel dekker over tre fjerdedeler av etterspørselen fra EU mens Chile og Nord-Amerika dekker omtrent tre fjerdedeler av etterspørselen fra Nord-Amerika.

Grunnen til at vi får slike hjemmemarkeder er at laksen er ferskvare. Laks selges også frossen, men siden mesteparten blir solgt fersk (61 % i 2009), må hver periodes produksjon forbrukes i den samme perioden. På kort sikt er produksjonsnivået veldig vanskelig og ikke minst dyrt å justere siden produksjonssyklusen er på cirka tre år totalt. Markedstilbudet blir dermed svært uelastisk på kort sikt, og sammen med en sesongvarierende etterspørsel gir dette en høy prisvolatilitet i markedet.

Prisen på oppdrettslaks avhenger av både tilbud, etterspørsel, globalisering av markedet og utviklingen på forward-markedet. Vekst i det globale tilbudet er estimert til 69 % i perioden 2000-2009, med en årlig vekstrate mellom 2 % og 13 %. En regresjonsanalyse utført av Kontali Analyse fra 2009 viser at årlig *tilbudsending* forklarer 84 % av de årlige lakseprisendringene i denne perioden, noe som støtter oppunder at tilbudet har en særlig stor betydning for prisen i dette markedet. Figuren under viser regresjonsanalysen:



Source: Kontali Analyse

## 1.2 Selskapet

Marine Harvest (MHG) står for om lag en femtedel av verdens totale produksjon av oppdrettslaks og er med det bransjens største aktør. Det aller meste av verdens lakseoppdrett foregår som nevnt i de fire største regionene Norge, Skottland (UK), Nord-Amerika og Chile. Marine Harvest har produksjon i alle disse regionene:

Top 5 - 10 Players in main producing regions, Harvest Quantity, all farmed salmonids 2009.

tonnes HOG

	Top 10 Norway	H.Q.	Top 10 UK	H.Q.	Top 10 North America	H.Q.	Top 10 Chile	H.Q.
1	Marine Harvest	201 700	Marine Harvest	37 700	Cooke Aquaculture	42 300	Empresas Aquachile	56 700
2	Lerøy Seafood	108 500	Scottish Seafarms	26 500	Marine Harvest	36 500	Mainstream	44 000
3	Salmar	64 400	Lighthouse Cal.	20 100	Mainstream	22 400	Los Fjordos	36 900
4	Mainstream	30 700	Grieg Seafood	12 400	Grieg Seafood	10 200	Marine Harvest	31 700
5	Nova Sea	29 300	Marine Farms	11 700	Icicle	5 400	Multiexport	22 500
6	Nordlaks	27 000	*		*		Salmones Antarctica	20 700
7	Grieg Seafood	26 300					Pesquera Camanchaca	19 800
8	Sjøtroll	25 200					Salmones Cupquellan	17 100
9	Alsaker Fjordbruk	20 300					Trusal	16 200
10	Bremnes Seashore	15 300					G.M. Tornagaleones	15 300
	Top 10	548 700	Top 10	108 400	Top 10	116 800	Top 10	280 900
	Others	294 300	Others	23 600	Others	5 900	Others	161 700
	Total	843 000	Total	132 000	Total	122 700	Total	442 600

\* Kontali Analyse finds that UK and North American industry are best described by top 5 producers, as volumes of top 5-10 are low.

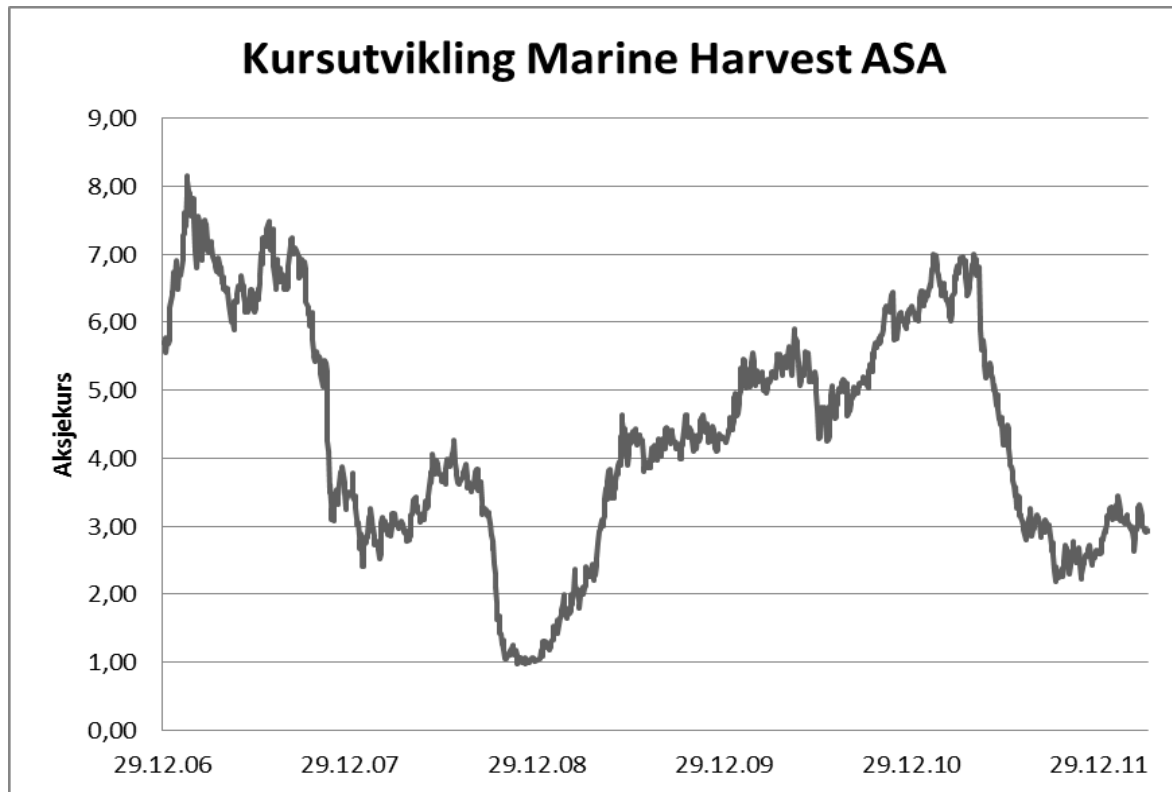
Figuren gir en oversikt pr 2009 over de 5-10 største aktørene i hver region. Som vi ser står Marine Harvest for om lag en fjerdedel av volumet i Norge og en tredjedel av volumet i Storbritannia og Nord-Amerika. I Chile er produksjonen langt mer konsolidert, men Marine Harvest er også her blant de største produsentene.

Konsernet er delt inn i fem forretningsenheter, MH Norway, MH Scotland, MH Chile, MH Canada og MH VAP Europe. MH Norway er en helintegret enhet som har ansvar for oppdrett og salg av laks i Norge. I tillegg drifter enheten prosessfasiliteter i Norge som produserer fileter. MH Chile har ansvar for konsernets virksomhet i Chile og USA. I Chile drives oppdrett og prosessering. I USA har konsernet prosesseringsfasiliteter i Maine, Los Angeles og Miami og et salgskontor i Miami. MH Canada og MH Scotland produserer og selger laks.

I tillegg til fersk og frossen laks, tilbyr Marine Harvest en rekke videreforedledede produkter som panert fisk, fingermat, ferdigmåltider og røkt laks. Dette er det videreforedlingsenheten MH VAP Europe som produserer, der VAP står for Value Added Processing. Om lag 70 % av videreforedlingen er basert på laks og 30 % på annen sjømat. Enheten har produksjonsfasiliteter i Belgia, Frankrike, Nederland, Polen og Island, og hovedkontoret ligger i Brugge i Belgia. VAP-enheten er selvstendig i den forstand at den kjøper laks og andre råvarer til markedspris, selv av Marine Harvests egne oppdrettsenheter.

Konsernet Marine Harvest ASA er et resultat av en fusjon mellom Pan Fish ASA, Fjord Seafood ASA, og Marine Harvest N.V. i 2006. Arkitekten bak fusjonen var skipsreder John Fredriksen, som i 2005 kjøpte aksjemajoriteten i Pan Fish og i 2006 kjøpte Marine Harvest fra

nederlandske Nutreco. Aksjemajoriteten i Fjord Seafood ble så gradvis ervervet frem til sommeren 2006. Fredriksen er i dag (27.02.2012) fremdeles største eier med om lag 17 % av aksjene i Marine Harvest gjennom sitt Kypros-baserte holdingselskap Geveran Trading CO LTD. Konsernet Marine Harvest ASA har om lag 6200 ansatte og virksomheter i 22 land.



Grafen viser historisk kursutvikling for selskapet fra datoen da fusjonen ble kjent, 29.12.2006. Aksjen er som vi ser svært volatil og gikk fra en toppnotering på kr 8,30 den 14. februar 2007 til en bunnotering på kr 0,97 den 19. november 2008. Kursen falt betraktelig i løpet av 2011 og sto den 2.4.2012, som er datoen for min verdsettelse, i NOK 2,93 pr aksje.

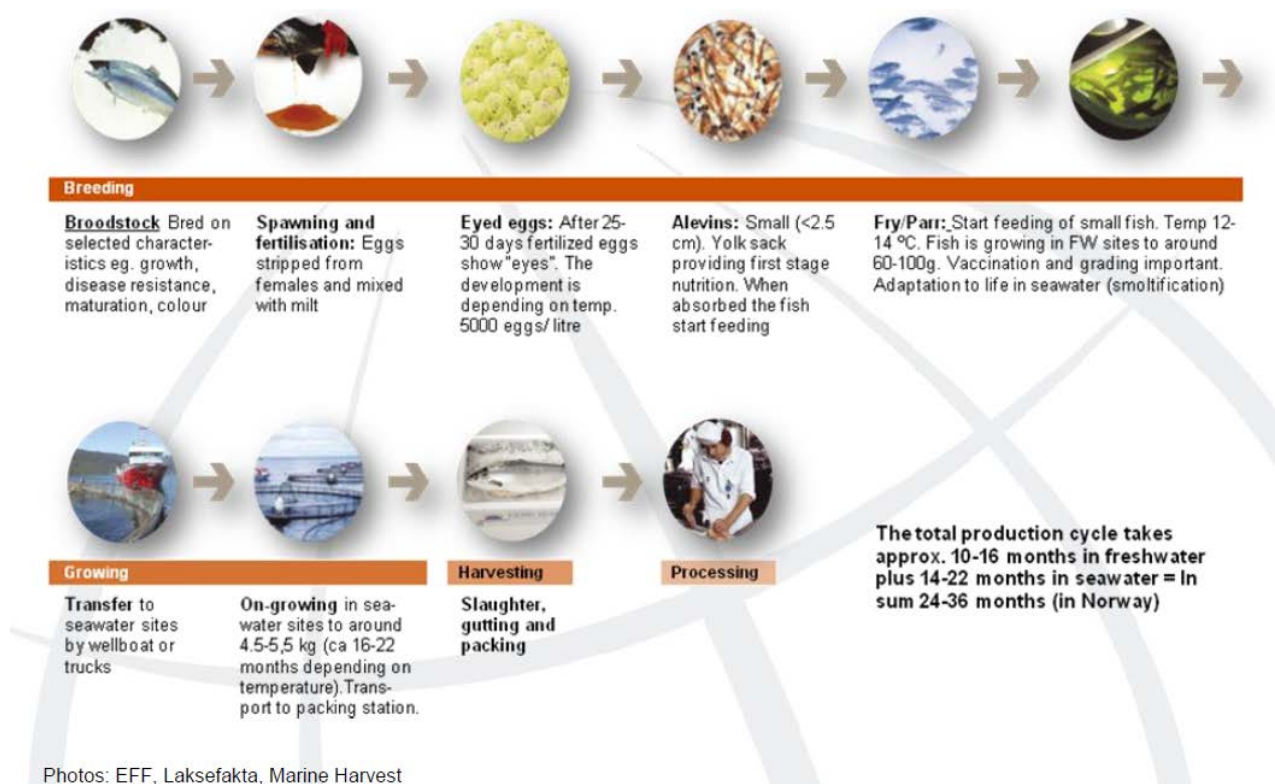
### 1.3 Produktet

Laks betegnes som *fet fisk* sammen med blant annet ørret, sild og makrell. Fet fisk har mange antatt helsebringende innholdsstoffer, først og fremst omega 3-fettsyrer, men også vitamin D, selen og jod. Ifølge Helsedirektoratet vil inntak av fisk og fiskeolje med høy sannsynlighet bidra til å redusere faren for både hjerte- og karsykdommer og ulike typer kreft. Laks har historisk sett vært relativt dyrt i forhold til andre proteinrike matvarer og utgjør omtrent én prosent av det europeiske proteinmarkedet (MHG Industry Handbook

2010). I DN's papirutgave 16. mai 2012 vises det til tall fra Kontali Analyse som derimot viser at laks i dag koster omtrent like mye som konkurrentene svin, kylling og oksekjøtt. Det globale lakseforbruket har også skutt i været siden det store lakseprisfallet sommeren 2011, noe jeg vil komme tilbake til senere i verdsettelsen.

### 1.3.1 Produksjonssyklus

Oppdrettslaksen begynner sitt liv, akkurat som villaksen, i ferskvann. Rogn blir befruktet og ligger til klekking i kar med god vannsirkulasjon i omtrent 60 dager. Etter klekking flyttes yngelen til større kar og begynner å ta til seg fôr etter omtrent 4-6 uker. Etter 10-16 måneder i ferskvannstanker er fisken klar for å flyttes til merder i sjøen. "Flytteklar" laks kalles smolt, og tall for hvor mye smolt som settes ut regnes som en god ledende indikator for tilbudet av ferdig laks. Det tar nemlig mellom 14 og 22 måneder, 18 måneder i snitt, i sjøvannet før smolten er klar for slakting. Etter slakting går fisken til videreforedling, rett til fiskebutikken eller med bil eller fly til over 100 land i verden.



### 1.3.2 Innsatsfaktorer

Innsatsfaktorene som trengs til lakseoppdrett kan hensiktsmessig deles inn i egg, smolt, sjøvannstemperatur, arbeidskraft, elektrisitet og fôr.

Egg til bruk i lakseoppdrett er et eget, internasjonalt marked. Noen av de viktigste leverandørene er Aquagen AS, Fanad Fisheries Ltd, Lakeland og Salmobreed AS.

Eggprodusentene kan relativt enkelt tilpasse produksjonen ved å kjøpe mer eller mindre fisk til fertilisering sesongen før levering av egg.

Smolt er som nevnt ung laks som er klar til å settes ut i merder i sjøen. Det meste av smoltproduksjonen skjer innad i oppdrettsselskapene, ofte gjennom vertikalt integrerte bedrifter.

Optimal sjøvannstemperatur for oppdrettslaks er mellom 8 og 14 grader celsius.

Temperaturen i alle regionene varierer med årstiden. I områdene på den nordlige halvkule, det vil si alle unntatt Chile, oppleves relativt lave temperaturer tidlig på året og relativt høye temperaturer om høsten, innenfor et intervall på omtrent ti grader. I Chile varierer temperaturen mellom 10 og 14 grader, og denne svært jevne temperaturen er et naturlig konkurransefortrinn som fører til noen måneder kortere produksjonssyklus i Chile sammenlignet med de andre regionene. Gjennomsnittstemperaturen i Chile er 12 grader mens den i de andre regionene er 10 grader. Høye sjøvannstemperaturer øker faren for utbrudd av sykdommer og veldig lave temperaturer, under null grader, fører til massiv dødelighet.

Lønnsnivået varierer mellom regionene der Norge er dyrest og Chile er billigst. I 2008 var 4800 personer ansatt i havbruksnæringen i Norge, mens tallene for Storbritannia og Canada var henholdsvis 1430 og 8000. Utbruddet av ISA-viruset i Chile har redusert antall ansatte betraktelig de siste årene, men det er likevel antatt at det i 2009 jobbet hele 18 000 personer i havbruksnæringen i landet. Etersom mye av produksjonen i dag er automatisert, med blant annet automatisk fôring, utgjør lønn en liten andel av de totale kostnadene. Graden av automatisering er klart høyest i Norge, mens det motsatte er tilfelle i Chile.

Elektrisitet brukes mest i begynnelsen og slutten av laksens liv. I de tidlige måneder i ferskvannstanker benyttes elektrisk temperaturregulering, og under slakting og prosessering

brukes naturligvis en del elektrisitet, avhengig av grad av automatisering. Strømutgifter utgjør i Norge 8-10 % av smoltkostnadene og 3-5 % av slaktekostnadene, noe som tilsvarer en forsvinnende liten andel av de totale produksjonskostnadene.

Kostnader til fôr utgjør omtrent halvparten av produksjonskostnadene. Fôrmarkedet er et eget, internasjonalt marked. Lakseoppdretterne kjøper typisk fôr av leverandørene på kostplusskontrakter, hvilket medfører at det er oppdretterne og ikke fôrproduzentene som er eksponert mot volatilitet i råvareprisene. Disse prisene har vært nettopp svært volatile de siste årene, og utviklingen blir følgelig viktig for lønnsomheten til oppdretterne.

Denne presentasjonen er som sagt ment å gi et overblikk over bransjen og selskapet. Flere av temaene som er kortfattet belyst her vil bli gjenstand for vesentlig grundigere analyse senere i oppgaven. Jeg vil nå gi en kort presentasjon av ulike verdsettelsesteknikker og begrunne mitt valg av metode, før jeg går over til å foreta en strategisk analyse av Marine Harvest ASA.

## **2 Verdsettelsesteknikker**

Selskaper kan verdsettes på mange måter, men vi har generelt tre hovedtyper verdsettelse: fundamental, komparativ og opsjonsbasert. Disse hovedtypene behøver ikke være gjensidig utelukkende, men kan med fordel brukes komplementerende. Den fundamentale og den komparative metoden verdsetter hele virksomheten, mens den opsjonsbaserte metoden brukes som et supplement når selskaper innehar konkrete realopsjoner.

Jeg vil i det følgende gi en kort presentasjon av hver av metodene og varianter av disse. Deretter følger en begrunnelse for valgt verdsettelsesmetode, etterfulgt av en mer inngående forklaring av denne.

### **2.1 Fundamental verdsettelse**

En fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i analyser av historiske tall, underliggende forhold og utarbeidelse av prognoseregnskap. Vi har flere typer fundamental verdsettelse: dividendemodellen, superprofittmodellen, egenkapitalmodellen og totalkapitalmodellen. Alle metodene er bygget på hvert sitt sett av forutsetninger, og i teorien skal alle metodene gi den samme og korrekte verdien dersom alle forutsetninger gjelder. Rimeligheten i hver metodes forutsetninger vil avgjøre hvorvidt den er egnet til å verdsette ulike selskaper. Jeg vil i det følgende gi en kort oversikt over hver metode, herunder forutsetninger, styrker og svakheter.

#### **2.1.1 Dividendemodellen**

Dividendemodellen priser selskaper ved hjelp av et estimat for fremtidig utbytte, neddiskontert med et avkastningskrav. Med andre ord er verdien av egenkapitalen lik nåverdien av alle fremtidige utbyttebetalinger. Ett problem med modellen er bruken av de historiske dividendebetalingene. Dividenden er diskresjonær, og det er dokumentert at selskaper har preferanser for en stabil utbyttepolitikk på grunn av signaleffektene til markedet ved endringer i utbytte (Chen et al. 2010).



En løsning på dette problemet vil være å basere estimatet på fremtidig dividende på fremtidig inntjening, og i stedet for historiske dividender se på historisk inntjening som grunnlag for estimatet. Da benytter man i praksis en kontantstrømmodell, som for eksempel egenkapitalmodellen eller totalkapitalmodellen, og bruken av selve dividendene blir overflødig.

### **2.1.2 Superprofittmodellen**

Verdien av selskapet er i denne modellen lik dagens verdi av eiendeler pluss neddiskontert fremtidig forventet superprofitt. Superprofitt er den avkastning man oppnår i tillegg til bransjens avkastningskrav, det vil si unormalt høy avkastning på eiendelene. De bokførte verdiene av eiendelene fremgår av selskapets balanse, men eiendelene bør helst måles til markedsverdi (Bergstrand 2010). Kravet til absolutt avkastning, markedsverdi av eiendeler\*avkastningskrav, vil dermed bedre gjenspeile den faktiske alternativkostnaden til eierne av selskapet. Beregning av markedsverdi kan være krevende å innhente, mens bruk av bokførte verdier ofte gir store avvik fra faktisk markedsverdi på grunn av ulike regnskapsprinsipper (Kinserdal 2011).

### **2.1.3 Egenkapitalmodellen**

Denne modellen verdsetter selskapet ut fra neddiskonterte kontantstrømmer til egenkapitalen, som blant annet innbefatter opptak og nedbetaling av lån. Disse kontantstrømmene neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen forutsetter dog at forholdet mellom egenkapital og gjeld er konstant i all fremtid, ettersom risikoen, og dermed avkastningskravet til egenkapitalen endres med gjeldsgraden. Dette kan løses ved å benytte et gjennomsnitt av forventet kapitalstruktur, men modellen egner seg uansett best for selskaper med en stabil kapitalstruktur (Kinserdal 2011).

### 2.1.4 Totalkapitalmodellen

Denne metoden ligner mye på egenkapitalmetoden, men i stedet for kontantstrømmer til egenkapitalen benyttes kontantstrømmer til totalkapitalen. Disse neddiskonteres med et veid avkastningskrav som representerer selskapets kapitallytere. Verdien som da fremkommer er selskapsverdien. Markedsverdien av netto finansiell gjeld trekkes fra denne for å komme frem til verdien av egenkapitalen. Avkastningskravet som brukes er relatert til totalkapitalen, eller virksomheten som sådan, og er dermed uavhengig av kapitalstrukturen. Avkastningskravet fremkommer ved å beregne ett avkastningskrav til egenkapitalen og ett avkastningskrav til gjelden. Disse veies deretter i henhold til markedsverdier av egenkapital (børsverdi) og gjeld.

## 2.2 Komparativ verdsettelse

I komparativ verdsettelse sammenligner man selskapet med andre selskaper i bransjen ved hjelp av forskjellige forholdstall. Noen av de mest brukte forholdstallene er pris/bok (P/B) og pris/fortjeneste (P/E). *Prisen* i disse forholdstallene er børsverdien av selskapet. Konseptet er at selskaper som har lave verdier på forholdstallene i forhold til sammenlignbare selskaper kan antas å være billige og omvendt. Mange av forholdstallene kan benyttes til absolutt verdsettelse, men det mest vanlige er å se hvordan selskapets forholdstall ligger an til i forhold til de sammenlignbare selskapene, og ut fra det anbefale enten kjøp eller salg av aksjen.

Det er viktig at selskapene som brukes til sammenligning er mest mulig like, man kan for eksempel ikke sammenligne et foretak som driver med både sport og mote med et foretak som bare driver med sport, selv om de er konkurrenter i sportsbransjen. Metoden er mindre tid og ressurskrevende enn fundamentale verdsettelse, og er av den grunn veldig mye brukt blant analytikere. Den kan også med fordel brukes som et supplement til fundamental verdsettelse, der den komparative verdsettelsen i den sammenheng vil fungere som en rimelighetsvurdering av den fundamentale verdien man kommer frem til. Er for eksempel beregnet P/E veldig mye høyere eller lavere enn konkurrentenes P/E er dette et tegn på at den fundamentale verdien kan være urimelig.

## 2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Denne metoden verdsetter ikke et helt selskap, men eventuelle realopsjoner selskapet har. Å ha en realopsjon er å ha en mulighet, men ikke plikt til å investere i et prosjekt. For eksempel vil et ubenyttet oljefelt representere en realopsjon fordi man har fleksibilitet til å velge når og hvorvidt man vil utnytte ressursen.

Metoden benyttes som et supplement til fundamental eller komparativ verdsettelse når selskaper har slike realopsjoner. Relevansen av realopsjoner i lakseoppdrett er liten, selv om selskapene naturligvis har fleksibilitet til å utnytte sine oppdrettslisenser. Et oljefelt eller en gullgrube er latente verdier, der *fleksibiliteten* relaterer seg til tidspunktet for når verdiene skal hentes ut. En oppdrettslisens har på sin side ingen verdi i seg selv, men oppdretterne tilfører verdien i form av allerede påkostet fisk. Jeg kommer ikke til å bruke metoden i min verdsettelse, og jeg går følgelig ikke nærmere inn på den her.

## 2.4 Valg av metode for verdsettelse av Marine Harvest ASA

Jeg vil i denne oppgaven gjøre en fundamental verdsettelse av Marine Harvest etter total kapitalmetoden, med komparativ verdsettelse som et supplement. Total kapitalmetoden har som nevnt få svakheter og kan brukes uavhengig kapitalstruktur. Fundamental verdsettelse er som nevnt relativt tid og ressurskrevende, men da den også er den mest grundige, og jeg både har nødvendig tid og data til rådighet ser jeg ingen grunn til ikke å velge denne metoden. Komparativ verdsettelse vil utføres avslutningsvis i verdsettelsen og vil som nevnt fungere som en sjekk av rimeligheten i den beregnede fundamentale verdien.

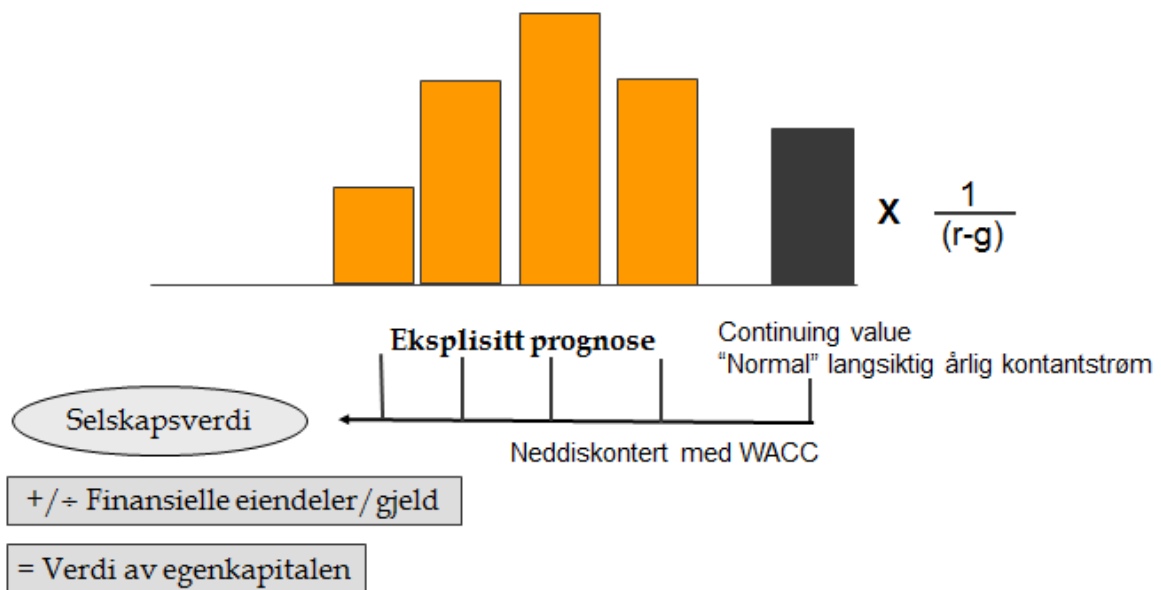
Som mål på fortjeneste og fremtidige kontantstrømmer vil jeg benytte EBITDA<sup>2</sup> minus normalinvesteringer, estimert effektiv skatt og endring i arbeidskapital. Normalinvesteringer er et estimat på hvilket investeringsnivå bedriften kommer til å ligge på fremover, og er en avveining mellom historiske avskrivninger, historiske investeringer og analytisk skjønn. Skattekostnaden hentes ikke direkte ut av regnskapet, men estimeres også for seg.

---

<sup>2</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

Endringer i arbeidskapital som for eksempel varelager innvirker direkte på verdien fordi det er midler som bindes opp. Nærmere forklaringer og begrunnelser for hvert av disse punktene vil følge under hvert punkts kapittel senere i oppgaven.

Denne metoden følger i all hovedsak strukturen som ble forelest i kurset BUS425 – Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse, våren 2011. Verdsettelsesmetoden er en to-periodisk DCF<sup>3</sup>-modell:



Kilde: Kinserdal (2011)

Den første perioden, de oransje søylene i figuren, består av en eksplisitt prognose på tre til fem år som begrunnes spesifikt. Periode to, den sorte søylen i figuren, kalles *continuing value* eller *terminalverdi*, og representerer en prognose som gjelder fra og med det året og hvert år i evig tid. Selskapsverdien, eller nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer, fremkommer ved å neddiskontere disse med et veid avkastningskrav til totalkapitalen, WACC<sup>4</sup>.

Driftsrelaterte eiendeler og gjeld, som for eksempel lagerbygninger og leverandørgjeld regnes som bundet til driften, og en eventuell markedsverdi av disse er irrelevant for verdsettelsen fordi de i prinsippet ikke kan selges uten å forringe de forventede kontantstrømmene (Kinserdal 2011). Finansielle eiendeler og gjeld derimot, som for

<sup>3</sup> Discounted Cash Flow

<sup>4</sup> Weighted Average Cost of Capital

eksempel kontanter og rentebærende gjeld, er elementer som kan selges, tilbakebetales eller refinansieres uten at det forstyrrer driften, og innvirker derfor direkte på dagens verdi av egenkapitalen. Derfor blir disse størrelsene, i henhold til figuren, trukket fra (gjeld) eller lagt til (eiendeler) selskapsverdien for å komme frem til en verdi av egenkapitalen.

Verdien av egenkapitalen deles så på antall aksjer for å finne aksjekursen som samsvarer med min fundamentale verdsettelse.

Den frie, årlige kontantstrømmen til totalkapitalen fremkommer på følgende måte:

Driftsinntekter
- Driftskostnader
<b>= EBITDA</b>
- Normale investeringer
- Engangsinvesteringer i prognoseperioden
- Endring i arbeidskapital
- Effektiv skatt (effektiv skattesats*(EBITDA - Normale investeringer))
<b>= Operasjonell kontantstrøm etter skatt</b>

Fremgangsmåten for å verdsette Marine Harvest ASA vil i denne oppgaven bli som følger:

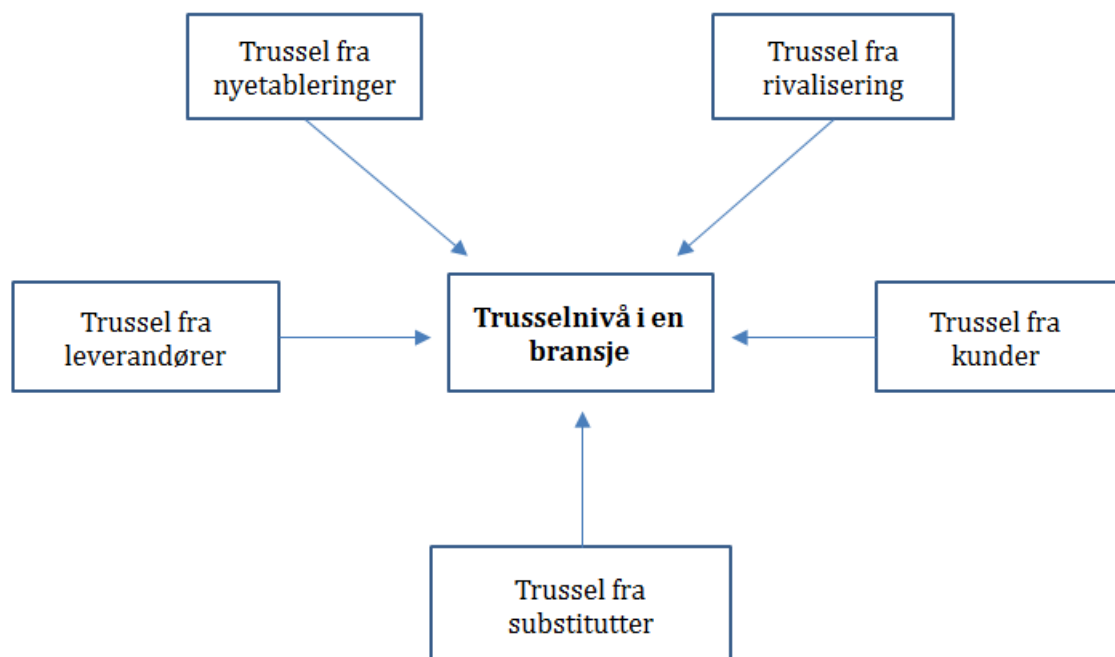
1. Foreta en strategisk analyse av selskapet og bransjen
2. "Rense" historiske regnskapstall for unormale poster, også kalt normalisering
3. Analysere historiske nøkkeltall og trender både i bedriften og hos konkurrenter
4. Utarbeide et prognoseregnskap der punkt 1-3 danner grunnlaget.
5. Beregne et rimelig avkastningskrav
6. Omgruppere balansen for å finne finansielle eiendeler og gjeld
7. Beregne verdien av egenkapitalen pr aksje og foreta en rimelighetsvurdering ved hjelp av komparativ analyse
8. Gjennomføre en sensitivitetsanalyse på nøkkelstørrelser i verdsettelsen

### 3 Strategisk analyse

Den strategiske analysen danner sammen med regnskapsanalysen grunnlaget for fremtidsregnskapet selve verdsettelsen. Min analyse består av tre deler, en bransjeanalyse, en internanalyse og en analyse av makroøkonomiske forhold. Bransjeanalysen kartlegger bedriftens omgivelser og identifiserer trusler mot lønnsomheten i bransjen. Internanalysen har til hensikt å avdekke eventuelle interne ressurser som kan danne grunnlag for konkurransefortrinn og ekstraordinær lønnsomhet for bedriften. Den makroøkonomiske analysen kartlegger globale forhold som kan tenkes å påvirke lønnsomheten for bransjen og bedriften i årene som kommer. I bransje og internanalysen vil jeg benytte meg av henholdsvis Porters fem krefter og SVIMA-verktøyet. I analysen av makroøkonomiske forhold vil jeg benytte PESTEL-verktøyet. Forklaringer av modellene følger under hvert punkt.

#### 3.1 Bransjeanalyse

I bransjeanalysen vil jeg som nevnt benytte meg av det anerkjente rammeverket til Porter (1979), Porters fem krefter. Modellen har til hensikt å kartlegge hvilke krefter som påvirker lønnsomheten i bransjen, og den illustreres gjerne slik:



Figur: Illustrasjon av Porters fem krefter

Konseptet er som vi ser av figuren at hver av de fem trusslene til sammen utgjør et visst totalt trusselnivå i bransjen. Jeg vil nå analysere de fem kreftene hver for seg. Konklusjonen på det samlede trusselnivået i bransjen presenteres avslutningsvis, i oppsummeringen av hele den strategiske analysen. Informasjonen er i all hovedsak hentet fra Marine Harvests Industry Handbook 2010, der tallene er fra 2009. Jeg har oppdatert informasjonen ved hjelp av nyere årsrapporter og nyhetsartikler der det lar seg gjøre.

### **3.1.1 Trussel fra nyetableringer**

Nyetableringer i bransjen vil hardne konkurransen og utgjør derfor en trussel for eksisterende aktører. Trusselnivået fra nyetableringer gis av hvilke *etableringsbarrierer* som eksisterer i bransjen. Typiske etableringsbarrierer er produksjonsskalafordele, differensieringsmuligheter og tilgang på konsesjoner.

Produksjonsskalafordele eksisterer i en bransje når kostnadsstrukturen er slik at de gjennomsnittlige enhetskostnadene faller når produksjonen øker, opp til et visst nivå. For at produksjonsskalafordele skal fungere som en etableringsbarriere må det kostnadsoptimale produksjonsvolumet for en produsent i bransjen utgjøre en vesentlig andel av det totale markedstilbudet. Dermed vil en nyetablerer måtte velge mellom (i) å etablere seg ved optimalt produksjonsvolum og derved øke tilbudet og redusere prisene i markedet drastisk og (ii) å etablere seg ved et mindre enn optimalt produksjonsvolum og dermed operere med høyere enhetskostnader enn de etablerte konkurrentene.

Potensialet for å oppnå produksjonsskalafordele i en bransje øker typisk i takt med andel faste kostnader, som for eksempel administrasjonskostnader og kostnader til salg og markedsføring. I lakseoppdrett utgjør disse en forsvinnende liten del av kostnadene, og produksjonsskalafordele er følgelig ikke et etableringshinder i bransjen.

Dersom etablerte aktører har differensieringsfordele som for eksempel sterke merkenavn og kundelojalitet utgjør dette en etableringsbarriere for nye aktører. Strengt krav fra myndighetenes side har derimot ført til at kvalitetsforskjeller på oppdrettslaks er nærmest fraværende. Dermed forsvinner potensialet for differensiering, og dette utgjør følgelig ingen etableringsbarriere.

Tilgang på konsesjoner og lokaliteter for lakseoppdrett varierer mellom de fire største produksjonslandene Norge, Canada, Skottland og Chile. Men felles for dem alle er at det er myndighetene som i stor grad bestemmer hvor og i hvilket omfang det kan drives lakseoppdrett. I Norge har det siden 1982 kun blitt delt ut et begrenset antall nye lisenser, de to siste gangene i 2002 og 2009. Siden tilgangen på nye konsesjoner i alle regionene er svært begrenset, må nyetablerere i all hovedsak kjøpe sine konsesjoner i annenhåndsmarkedet av de etablerte aktørene, og står dermed overfor en betydelig etableringsbarriere.

Den begrensede tilgangen på lokaliteter er tungtveiende i vurderingen av trusselen fra nyetableringer, og taler for et svært lavt trusselnivå. Derimot gjør mangelen på produksjonsskalafordeler og differensieringsmuligheter i bransjen at trusselen fra nyetableringer i sum ikke er veldig lav, men et sted mellom lav og moderat.

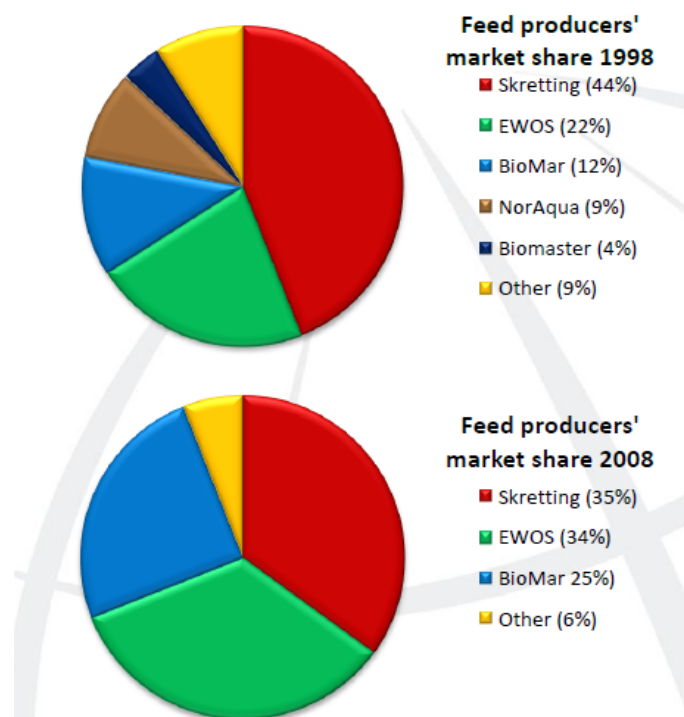
### **3.1.2 Trussel fra leverandører**

En leverandør som oppnår stor forhandlingsmakt ovenfor sine kunder vil kunne presse marginene i sine kunders bransje ved å ta høyere pris for sine produkter eller på annen måte utnytte denne makten i kundenes disfavør.

Fiskefôr utgjør omtrent halvparten av kostnadene i fiskeoppdrett, og fôrprodusenter er følgelig den viktigste leverandøren for Marine Harvest. Jeg vil i det følgende derfor begrense analysen av leverandører til fiskefôrbransjen.

En fragmentert leverandørbransje med dertil hard innbyrdes konkurranse er en fordel for kjøperen som da vil ha mange leverandører å gå til og dermed stor forhandlingsmakt. På den annen side, hvis leverandørens bransje er dominert av noen få aktører, øker leverandørens forhandlingsmakt. Figuren under viser utviklingen i markedsandeler i fiskefôrbransjen fra 1998 til 2008:





Source: Skretting annual report, EWOS annual report, BioMar

Som vi ser har bransjen gjennomgått en betydelig konsolidering, og består i all hovedsak av tre store aktører. Dette taler som sagt for stor forhandlingsmakt for leverandørene.

Jo mer differensiert leverandørenes produkter er, jo større forhandlingsmakt kan de oppnå. Fiskefôrets kvalitet og blandingsforhold kan variere mellom produsentene, men det er ikke store muligheter for differensiering på dette området. Derimot er fôrprodusentenes evne til å være viktige støttespillere og rådgivere for oppdretterne en viktig faktor i valg av leverandør, noe som gir rom for en viss differensiering.

Fôrprodusenten EWOS eies av det børsnoterte selskapet Cermaq, som gjennom sitt datterselskap Mainstream er en av Marine Harvests største konkurrenter i laksemarkedet på verdensbasis. Slike vertikalt integrerte leverandører utgjør en trussel, og *faren* for at andre leverandører kan integrere vertikalt gjennom oppkjøp vil også heve trusselnivået.

Marine Harvest opplyser om følgende i en pressemelding 27. mars 2012: *“Marine Harvest ASA har inngått avtaler med det største europeiske instituttet for anvendt forskning innen fiskeri, akvakultur og mat, Nofima, og den ledende norske produsenten av dyrefôr, Felleskjøpet Rogaland Agder, som åpner opp muligheten for å etablere et ledende norsk laksefôr-selskap med en årlig produksjon på opp mot 500.000 tonn laksefôr.”* Fra et strategisk synspunkt er dette naturligvis positivt; dersom planene gjennomføres reduseres

trusselen fra leverandører til omtrent null. I et verdsettelsesperspektiv derimot må en spørre seg om kostnadene ved denne investeringen er høyere eller lavere enn nåverdien av de strategiske fordelene. Markedet reagerte umiddelbart negativt ved å sende aksjen ned, og flere analytikere spør seg hvorfor Marine Harvest vil inn i fôr-bransjen. Blant annet sier aksjeanalytiker i Norne Securities, Anders Gjendemsjø til hegnar.no<sup>5</sup> at *“... å starte opp en egen fôrvirksomhet vil koste for mye tid, penger og fokus, og gi for lite i retur.”* Jeg vil komme tilbake til selskapets fôr-planer i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet senere i verdsettelsen.

Det finnes pr i dag ingen reelle substitutter til fiskefôr, og det er lite sannsynlig at det vil dukke opp noe reelt alternativ i overskuelig fremtid. Dette styrker leverandørenes forhandlingsmakt. På den annen side er fiskefôrprodusentene prisgitt oppdrettsnæringen som sine eneste kunder, noe som derimot svekker forhandlingsmakten.

Alt i alt er det flere forhold som både hever og senker trusselnivået fra leverandørene i bransjen. Forholdet mellom bransjen og dens leverandører synes å være stabilt og i balanse, og jeg vil påstå at den samlede trusselen fra leverandører er relativt lav.

### **3.1.3 Trussel fra kunder**

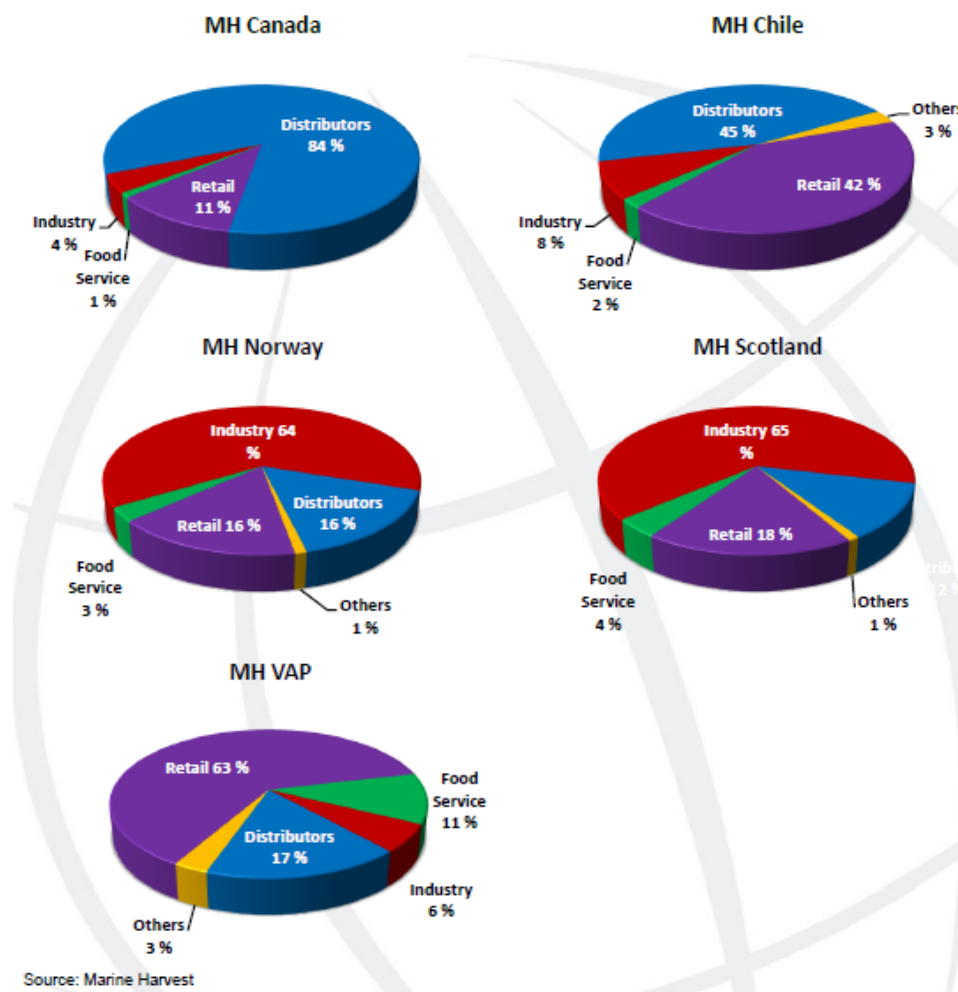
Kunder med stor forhandlingsmakt er en trussel på lik linje med mektige leverandører. Mens mektige leverandører kan øke kostnadene til en bedrift, kan mektige kunder redusere inntektene.

Et stort antall kunder er en fordel for bedriften. Er antallet derimot lite, blir avhengigheten til hver kunde større, og forhandlingsmakten overfor dem blir mindre. Marine Harvest har ikke offentliggjort noen konkret informasjon om kunder og deres andeler, men gjengir i sin industrihåndbok en oversikt over sine salgskanaler i de forskjellige geografiske regionene (2009):

---

<sup>5</sup> <http://www.hegnar.no/bors/article687619.ece>

## Marine Harvest sales channels (2009)

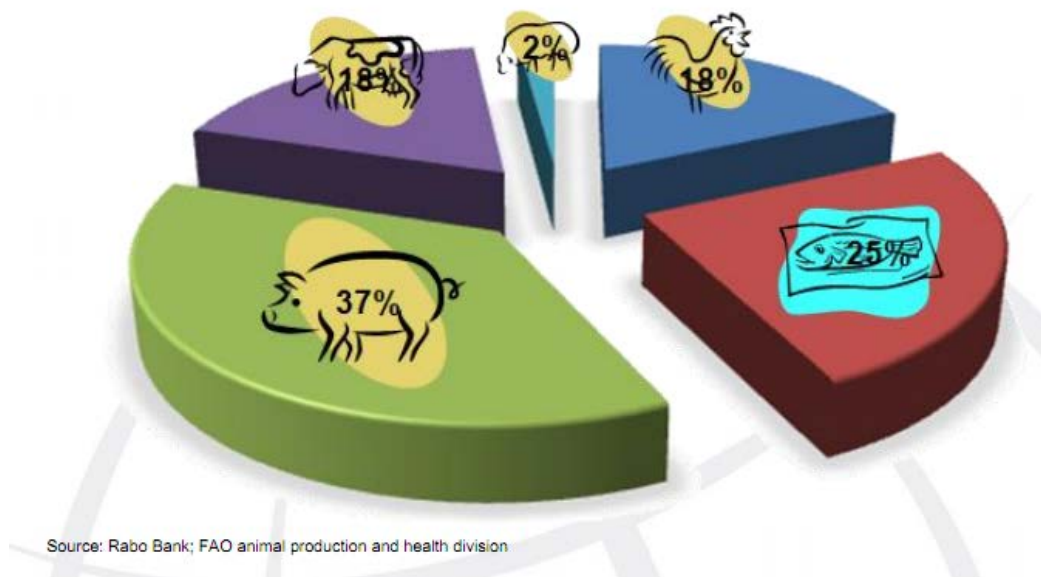


Vi ser at Marine Harvest selger sine produkter til mange ulike kundegrupper. Hver kundegruppe består også av flere kunder, og kundeporteføljen til selskapet er dermed antagelig relativt bred.

Oppdrettslaks er som tidligere nevnt en tilnærmet homogen vare, og nærmest for en råvare å regne. Dette gir kundene økt forhandlingsmakt fordi de får den samme varen hos andre leverandører. Dette argumentet taler sterkt for et høyt trusselnivå fra kunder i bransjen, men den brede kundeporteføljen demper dette litt, og jeg vil påstå at den totale trusselen fra kunder er moderat til høy.

### 3.1.4 Trussel fra substitutter

Substitutter til oppdrettslaks er i prinsippet alle produkter som kan gjøre tilnærmet samme nytten for sluttbrukerne i markedet. Substitutter utgjør en trussel fordi de gir kundene alternativer, og dermed gjør dem mer prissensitive, noe som igjen legger press på marginene i bransjen.



Substitutter til laks vil i prinsippet være all proteinrik mat som storfekjøtt, svin, kylling, lam og annen sjømat. Figuren over viser et estimat for det europeiske proteinmarkedet<sup>6</sup>, der sjømat utgjør 25 %. Laks antas å utgjøre cirka 4 % av sjømatforbruket, noe som gir en total andel av det europeiske proteinmarkedet på innledningsvis nevnte 1 % (2009).

Ett perspektiv på laksens substitutter er som nevnt proteinrik mat. Men som det ble nevnt under presentasjonen av produktet skiller laksen seg ganske klart fra de andre proteinkildene på ett område, nemlig med sitt høye innhold av omega-3 fettsyrer og andre helsebringende ingredienser. Helsedirektoratet anbefaler et ukentlig inntak på 300-450 gram ren fisk, der minst 200 gram bør være fet fisk som laks, ørret, makrell eller sild<sup>7</sup>. Dette budskapet må kunne sies å være godt kjent blant norske forbrukere, dog kanskje i mindre grad i det europeiske og amerikanske markedet.

<sup>6</sup> Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2010, Marine Harvest

<sup>7</sup> <http://helsenorge.no/Helseogsunnhet/Sider/Fisk.aspx>

Laks har med denne sunnhetsfordelen en klar differensiering mot annen proteinrik mat, men er på ingen måte den eneste måten å få i seg omega 3 og andre vitaminer på. Annet og billigere kjøtt, i kombinasjon med daglig inntak av for eksempel omega 3 i kapselform vil nok for mange fungere, om ikke optimalt, så i hvert fall som et tilstrekkelig og ikke minst billigere alternativ til flere laksemiddager i uken.

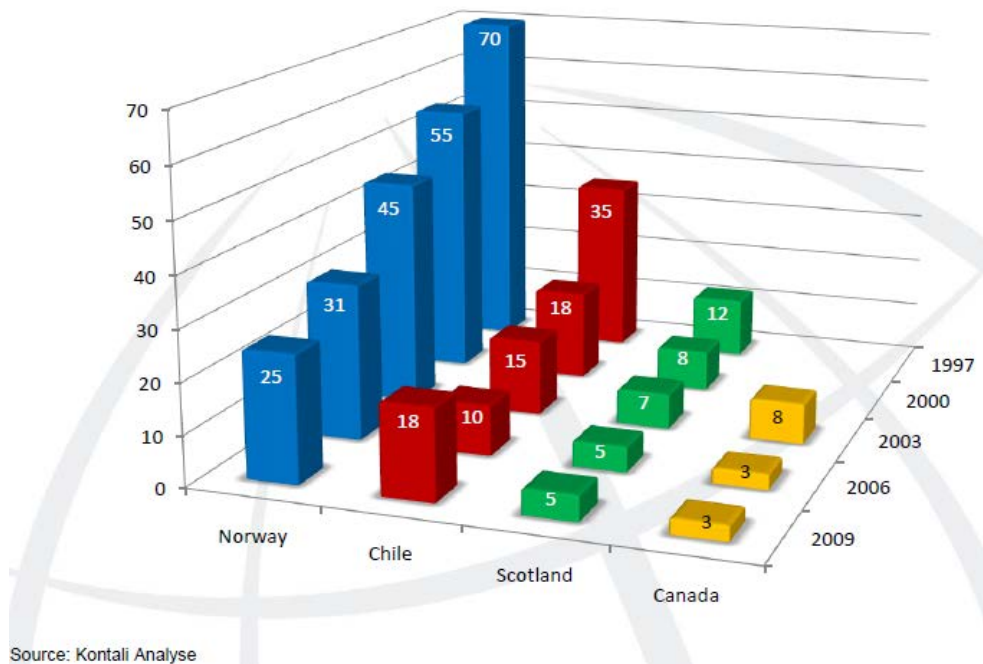
Sammenlignet med annen proteinrik mat har laks blitt vesentlig billigere de siste tre tiårene. Den har for eksempel gått fra å være ti ganger dyrere til omtrent dobbelt så dyr som kylling (2009). Som nevnt i presentasjonen av selskapet derimot har det store prisfallet på laks sommeren 2011, kombinert med en prisoppgang på konkurrerende matvarer, ført til at laks i dag koster omtrent det samme som de konkurrerende matvarene svin, kylling og oksekjøtt i gjennomsnitt (DN 16.5.2012).

Jo billigere laks blir relativt sett, jo lavere blir trusselen fra substituttene. Det siste årets utvikling i prisnivået har dermed senket trusselen fra substituttene betraktelig. Laksens naturlige konkurransefortrinn, sunnheten, kan som nevnt delvis substitueres med billigere kosttilskudd, men det relative prisnivået kombinert med sunnheten gjør at den totale trusselen fra substitutter i dag er relativt lav.

### **3.1.5 Trussel fra rivalitet**

Trusselen fra rivalitet i en bransje bestemmes av intensiteten i konkurransen mellom bransjens aktører. Intens konkurranse reduserer bedrifters lønnsomhet.

Et stort antall konkurrenter med noenlunde likt styrkeforhold gir ofte meget tøff rivalisering. Siden 1997 har oppdrettsbransjen gjennomgått en kraftig konsolideringsprosess, spesielt i Norge:



Figuren viser antall produsenter som står for 80 % av produksjonen i hver av de fire produksjonslandene. I 1997 var det i Norge, Chile og Skottland til sammen 117 konkurrerende bedrifter, og 70 av dem holdt til i Norge. Frem til 2009 ble antallet bedrifter innenfor 80 % av produksjonen redusert med 44 % til 51 bedrifter. Det økende antallet i Chile er trolig et resultat av at store selskaper har tapt store mengder fisk i ISA-epidemien. Antall bedrifter som står for 80 % av produksjonen i Chile er ventet å reduseres når produksjonen når et normalt nivå igjen.

Figuren under viser produksjonsandeler i de ulike regionene i 2009:

Top 10 Norway		H.Q.	Top 10 UK		H.Q.	Top 10 North America		H.Q.	Top 10 Chile		H.Q.
1	Marine Harvest	201 700	Marine Harvest	37 700	Cooke Aquaculture	42 300	Empresas Aquachile	56 700			
2	Lerøy Seafood	108 500	Scottish Seafarms	26 500	Marine Harvest	36 500	Mainstream	44 000			
3	Salmar	64 400	Lighthouse Cal.	20 100	Mainstream	22 400	Los Fiordos	36 900			
4	Mainstream	30 700	Grieg Seafood	12 400	Grieg Seafood	10 200	Marine Harvest	31 700			
5	Nova Sea	29 300	Marine Farms	11 700	Icicle	5 400	Multiexport	22 500			
6	Nordlaks	27 000	*	*			Salmones Antarctica	20 700			
7	Grieg Seafood	26 300					Pesquera Camanchaca	19 800			
8	Sjøtroll	25 200					Salmones Cupquellan	17 100			
9	Alsaker Fjordbruk	20 300					Trusal	16 200			
10	Bremnes Seashore	15 300					G.M. Tornagaleones	15 300			
Top 10		548 700	Top 10	108 400	Top 10	116 800	Top 10	280 900			
Others		294 300	Others	23 600	Others	5 900	Others	161 700			
Total		843 000	Total	132 000	Total	122 700	Total	442 600			

\* Kontali Analyse finds that UK and North American industry are best described by top 5 producers, as volumes of top 5-10 are low.

Som vi ser har Marine Harvest den største produksjonen på verdensbasis. Selskapet står for omtrent en fjerdedel av den totale produksjonen i Norge og omtrent en tredjedel både i

Storbritannia og Nord-Amerika. Likevel er markedet relativt fragmentert, med minst fem innflytelsesrike produsenter i hver region. Markedet preges verken av spesielt mange og likeverdige eller spesielt få og store produsenter.

I perioden 2000-2009 var den globale tilbudsveksten for laks totalt 69 %, og mellom 2 % og 13 % årlig. I 2011 økte det globale markedstilbudet med hele 12,3 %, og økningen for 2012 er ventet i samme størrelsesorden (MHG Årsrapport 2011). Dette viser at det foreløpig er betydelig rom for kapasitetsutvidelser globalt, og at etablerte aktører kan konkurrere ved å utvide i stedet for å kapre markedsandeler av hverandre. Dette svekker rivaliseringen i bransjen.

Oppdrettslaks er som tidligere nevnt en svært homogen vare, og produsentene har veldig liten mulighet til å differensiere sine produkter. Dette medfører at konkurransen i bransjen blir basert på pris, noe som gir en tøffere rivalisering enn om konkurransen var basert på produktdifferensiering.

Antall aktører og styrkeforhold taler for en moderat trussel fra rivalisering, mens sterk vekst i markedstilbudet taler for svakere rivalisering. Mangel på produktdifferensiering taler derimot for sterk rivalisering. Jeg vil påstå at trusselen fra rivalisering totalt sett er mellom moderat og høy.

## **3.2 Internanalyse**

Den interne analysen vil søke å belyse bedriftens interne styrker og svakheter. Disse danner i sin tur grunnlaget for bedriftens konkurransevne, og er en viktig del av helheten i den strategiske analysen.

En tradisjonell internanalyse sees fra bedriftsledelsens side, og baserer seg på offentlig, men også i stor grad ikke-offentlig intern informasjon. En internanalyse som denne, gjennomført med kun offentlig informasjon, blir derfor i større grad enn den tradisjonelle basert på antagelser. Videre blir det naturlig å konsentrere seg om interne forhold som kan ha betydning for verdsettelsen av selskapet.

Internanalysen har et ressursbasert perspektiv på bedriften. I et slikt perspektiv skiller en typisk mellom *ressurser* og *kapabiliteter*. En ressurs kan defineres som noe bedriften *har* som kan bidra til å skape verdi for kunden (Stensaker 2010). En kapabilitet er bedriftens evne til å koordinere, organisere og bruke sine ressurser. Det ressursbaserte perspektivet bygger på følgende sett med forutsetninger:

- (i) Bedrifter består av et sett med ressurser
- (ii) Bedrifter konkurrerer med ulike ressurser
- (iii) Ressurser kan bare delvis flyttes på eller kopieres

Dermed blir bedriftens ressurser og tilhørende kapabiliteter kritiske faktorer for å skape og beholde varige konkurransefortrinn.

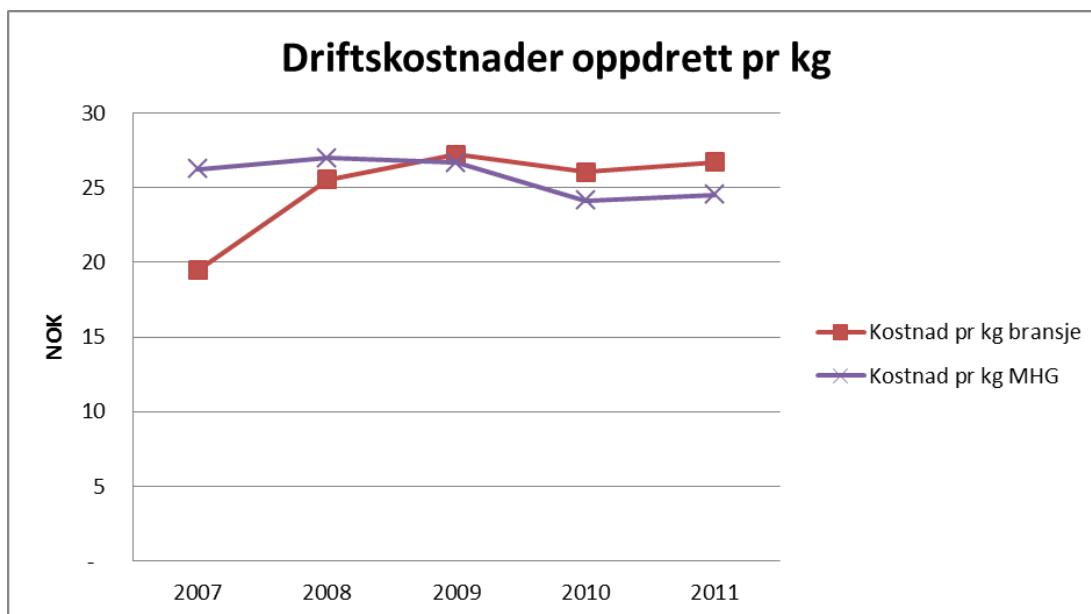
Analysen er todelt, der den første delen belyser hvilke områder bedriften kan tenkes å inneha konkurransefortrinn og hvilke ressurser som eventuelt ligger bak. I denne delen vil jeg benytte meg av KIKK-modellen. Den andre delen vil i sin tur ta for seg ressursene som ble identifisert i KIKK-modellen, og vurdere hvorvidt og i hvilken grad disse faktisk danner grunnlag for varige konkurransefortrinn. Her vil jeg benytte meg av SVIMA-verktøyet.

### 3.2.1 KIKK

KIKK er som nevnt et verktøy for å identifisere hvilke områder bedriften kan tenkes å inneha konkurransefortrinn på og hvilke ressurser som ligger bak disse. Modellen peker på fire områder av virksomheten der man kan finne slike: *kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering*, derav KIKK.

**Kostnadsstruktur** – Bedrifter kan i kraft av en gunstig kostnadsstruktur være mer effektive enn sine konkurrenter og dermed inneha konkurransefortrinn på dette området. I analysen av nøkkeltall, som kommer blir utført senere i utredningen i kapittel 7, analyserer jeg Marine Harvests kostnadsnivå relativt til sine konkurrenter. Der konkluderer jeg blant annet med at Marine Harvest har lavere oppdrettsrelaterte kostnader pr kilo slaktet laks enn sine direkte sammenlignbare konkurrenter. Grafen ser ut som følger:





Det ser definitivt ut til at Marine Harvest kan ha et konkurransefortrinn på kostnadssiden i sin oppdrettsvirksomhet. Ressursen som ligger bak denne fordelingen er med all sannsynlighet en av selskapets attributter, nemlig størrelsen. Marine Harvest slakter omtrent tre ganger så mye som Mainstream og seks ganger så mye som Grieg Seafoods, de to konkurrentene som er inkludert i analysen. Denne ressursen vil bli behandlet videre i SVIMA-analysen.

**Innovasjon** – Dersom bedrifter over tid har en evne til å være mer innovative enn sine konkurrenter vil dette kunne være grunnlag for konkurransefortrinn. Jeg finner ingen indikasjoner på at Marine Harvest er mer innovative enn sine konkurrenter verken i årsrapportene eller i mediene.

**Kvalitet** – Dersom bedriftens produkt har en høyere oppfattet kvalitet i markedet enn sine konkurrenter, vil dette kunne være grunnlag for konkurransefortrinn. Som tidligere nevnt stiller myndighetene allerede sterke kvalitetskrav til oppdrettslaks, slik at særegen kvalitet nærmest er utelukket som en kilde til konkurransefortrinn i dette markedet.

**Kundeorientering** – God kundeorientering har sitt utspring i bedriftens evne til å tilpasse sine produkter og tjenester til kundenes spesifikke behov. Siden laks er en så homogen vare blir denne typen kundeorientering nærmest umulig. Derimot antydes det både i årsrapporten og alle kvartalsrapportene for 2011 at Marine Harvest er relativt dyktige når det gjelder prisoppnåelse på sine langsiktige salgskontrakter. Det kan virke som om Marine

Harvest har en egen evne til å oppnå gunstige priser, en kapabilitet jeg vil se nærmere på i SVIMA-analysen.

## 3.2.2 SVIMA

### 3.2.2.1 Teori

SVIMA er et verktøy som anvendes på virksomhetens ressurser for å avgjøre om de er kilder til varige konkurransefortrinn eller ikke (Jakobsen og Lien, 2001). Forkortelsen representerer fem kriterier som ifølge modellen må være oppfylt. Ressursen må være *sjelden*, *viktig*, *ikke-imiterbar*, *mobiliserbar* og *appropriert*. Tabellen under viser hvordan en ressurs kan karakteriseres avhengig av hvilke kriterier i modellen som oppfylles:

SVIMA-TESTEN					
Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Kilde: Jakobsen og Lien (2001)

**Sjeldenhet** – Det første kriteriet er at konkurrenter ikke har ressursen i samme mengde og kvalitet. Dersom ressursen ikke er sjelden har bedriften det som kalles en paritet; bedriften stiller likt med konkurrentene.

**Viktighet** – At en ressurs er sjelden er imidlertid ikke tilstrekkelig, da bedrifter kan inneha sjeldne ressurser som egentlig er uvesentlige for lønnsomheten. Er alle andre enn dette kriteriet oppfylt har bedriften et trivielt fortrinn.

**Imiterbarhet** – Sjeldne og viktige ressurser må være vanskelige for misunnelige konkurrenter å kopiere eller substituere for at de over tid kan gi konkurransefortrinn. Er ressursen imiterbar vil fortrinnet bare være midlertidig.

**Mobiliserbarhet** – En ressurs må også kunne konverteres til økonomisk verdi hvis den skal gi konkurransefortrinn, i modellen kalles dette mobilisering. Er ikke ressursen mobilisert vil fortrinnet bare være potensielt.

**Approprierbarhet** – Det siste kriteriet dreier seg om hvorvidt den økonomiske verdien av en ressurs tilfaller bedriften eller ikke. En ressurs vil typisk ikke være appropriert dersom bedriften leier eller har kjøpt ressursen til en pris som utligner den økonomiske gevinsten av ressursen. Er alle kriterier i modellen oppfylt bortsett fra dette har bedriften et varig, men ikke beholdt fortrinn.

### **3.2.2.2      *Anvendelse***

#### **3.2.2.2.1    Evne til prisoppnåelse**

I KIKK-analysen fant jeg at Marine Harvests evne til å *forhandle frem økonomisk gunstige langsiktige kontrakter* kunne være en kilde til konkurransefortrinn. Jeg vil nå benytte meg av SVIMA-testen på denne kapabiliteten.

Om ressursen er sjelden er det som ekstern analytiker vanskelig å svare konkluderende på, da man ikke har direkte innsyn i kontraktene som inngås. På den annen side er det ingen av de viktigste konkurrentene som har fokusert på denne typen kontraktsinngåelse i sine års- og kvartalsrapporter, noe Marine Harvest gjør ettertrykkelig. På denne bakgrunn fremstår det som om ressursen er sjelden.

Ressursen må uten tvil klassifiseres som viktig, da kontraktene omfatter store inntektsposter for selskapet.

At Marine Harvest har inngått mange gunstige kontrakter de siste årene i forhold til sine konkurrenter kan i prinsippet være ren flaks. På den annen side kan det godt hende at selskapet faktisk har medarbeidere som evner å "time" markedet eksepsjonelt godt ved hjelp av kontraktsinngåelser og dermed bedrer lønnsomheten. Men å tenke seg at konkurrenter ikke kan skaffe seg denne ressursen over tid er urealistisk. Jeg anser denne kapabiliteten som imiterbar.

Akkurat denne ressursen trenger egentlig ikke konverteres til økonomisk verdi, den er i sin natur mobilisert.

Hvor mye av Marine Harvests evner til kontraktsinngåelse som eies og leies avhenger av om og i hvilken grad ressursen er institusjonalisert eller besittes av ansatte individer. Dersom kapabiliteten i sin helhet er opparbeidet innad i organisasjonen og i prinsippet eies av selskapet, er den definitivt appropriert. Dersom evnene besittes av noen få ansatte, kan det i teorien tenkes at disse personene vil kunne appropriere ressursens økonomiske verdi gjennom økt forhandlingsmakt og dermed økt lønn. En slik situasjon vil i praksis innebære at de aktuelle individene henter ut mangfoldige millioner i lønn når kontraktene medfører at laksen selges til over markedspris, noe som fremstår som svært usannsynlig. Ressursen er etter all sannsynlighet helt eller i hvert fall delvis appropriert.

Siden selskapets *evne til å forhandle frem økonomisk gunstige langsiktige kontrakter* neppe er ikke-imiterbar, oppfyller ikke ressursen alle kriteriene i SVIMA-testen, og kan dermed ifølge modellen ikke ansees som en kilde til varig konkurransefortrinn, kun midlertidig. I tillegg anser jeg Marine Harvests prisoppnåelse som mulig ren flaks. Jeg kan ikke se noen grunn til at Marine Harvest over tid skal kunne time markedet bedre enn kjøperne, som i all hovedsak også er profesjonelle. Jeg vil derfor se bort fra eventuell prisoppnåelse utover referanseprisene videre i verdsettelsen.

#### **3.2.2.2.2 Størrelse**

Konkurransefortrinn defineres på mange forskjellige måter i strategilitteraturen. Noen definisjoner er så generelle at alt som kan kalles en styrke er en ressurs. Problemet med så

generelle definisjoner er ifølge Jacobsen og Lien (2001) at de gjør en ressursbasert forklaring av konkurransefortrinn tautologisk, det vil si at utfallet av analysen, konkurransefortrinnet, også er inkludert i definisjonen av ressurser.

Det er nettopp dette som har skjedd i min analyse. Kombinasjonen av KIKK og SVIMA-verktøyene fungerer ikke optimalt, da KIKK-verktøyet helt tydelig baserer seg på en mer generell definisjon av ressurser enn SVIMA-verktøyet. Gjennom å vise at Marine Harvest har prestert mer kostnadseffektivt enn sine konkurrenter over tid i KIKK-analysen, har jeg allerede vist at selskapet innehar et konkurransefortrinn på kostnadssiden, og en SVIMA-analyse er derfor overflødig. For å si det på en annen måte: grafen i kapittel 7.2 beviser at selskapet har et konkurransefortrinn, de interne ressursene som ligger bak fortrinnet oppfyller dermed pr definisjon SVIMA-testen.

*Bakenforliggende* ressurser kan for eksempel være innarbeidete rutinesystemer, organisasjonskultur, lokaliseringer, allianser, relasjoner med kunder osv, ressurser som er mer i tråd med Jacobsen og Liens (2001) definisjoner og dermed passer inn i SVIMA-verktøyet. Forsøk på å “nøste seg frem til” *hvilke* ressurser som ligger bak dette konkurransefortrinnet ser jeg på som overflødig, da konkurransefortrinnet allerede foreligger.

### **3.3 Analyse av makroøkonomiske forhold - PESTEL**

PESTEL er et mye brukt rammeverk for å kartlegge makroøkonomiske forhold som er viktige for bedriften og bransjen. Forkortelsen består av seks faktorer som bør analyseres, og oversatt til norsk er disse faktorene som følger: politiske, økonomiske, teknologiske, miljømessige og juridiske. Jeg vil i de kommende avsnittene ta for meg hver av disse faktorene og diskutere hvorvidt og i hvilken grad de kan ventes å påvirke bransjen i årene fremover.

#### **3.3.1 Politiske faktorer**

Med politiske faktorer menes beslutninger og hendelser i det politiske miljøet som kan tenkes å påvirke bransjen.

I oktober 2010 ble den kinesiske opposisjonspolitikeren og menneskerettsforkjemperen Liu Xiaobo av den norskledede nobelkomiteen utropt til vinner av Nobels fredspris. Dette likte myndighetene i Kina svært dårlig, og svarte blant annet med å innføre et langt strengere importregime for norsk laks. Den offisielle versjonen er at Kinas mattilsyn har anmerkninger på norsk laks og holder den i karantene, ofte til holdbarhetsdatoen er gått ut (Aftenposten 27.3.2012). Tall fra Norges sjømatråd viser at lakseeksport fra Norge til Kina ble redusert fra 407 MNOK i 2010 til 142 MNOK i 2011, en nedgang i verdi på 65 %. I samme periode økte Kina sin totale lakseimport med seks prosent. De samme tallene viser at Kina stort sett har byttet ut den norske laksen med laks fra Skottland og Færøyene. Tall fra Marine Harvests årsrapport for 2011 viser dog at det asiatiske markedet kun står for 7 % av selskapets omsetning, og at driftsinntektene fra Asia faktisk har økt fra 2010 til 2011. I så måte virker ikke selskapet å være nevneverdig rammet av den politiske situasjonen, det er i større grad en krise for *norsk laks* som helhet.

#### **3.3.2 Økonomiske faktorer**

Med økonomiske faktorer menes utvikling i den globale makroøkonomien som kan tenkes å påvirke bransjen.

Laksemarkedet virker ikke å være spesielt konjunkturavhengig. Som nevnt i presentasjonen av selskapet er det tilbudsendingene som gir de store utslagene i prisene, mens etterspørselsveksten er vesentlig jevnere. Likevel er bransjen avhengig av fortsatt sterk økonomisk utvikling spesielt i de fremvoksende økonomiene som Kina, Brasil og Indonesia. Grunnen er den store veksten i antall mennesker som tilhører middelklassen i disse landene og som med dét blir nye potensielle laksekonsumenter. Utsiktene for disse markedene er gode, dog noe usikre.

Et worst-case scenario er at den europeiske gjeldskrisen utarter og fører til en global økonomisk resesjon. Med den høye lakseprisen i 2009-2011 ville dette sannsynligvis vært katastrofalt for etterspørselen etter laks, da relativt dyre varer først velges bort ved lavere generell etterspørsel. Derimot, med dagens lavere prisnivå tror jeg ikke dette er en stor trussel for laksebransjen.

Utviklingen i valutakurser er viktig for Marine Harvests lønnsomhet, spesielt utviklingen i euroen mot den norske kronen, da EU-området står for 70 % av omsetningen (2011). Jeg velger dog å se bort fra eventuelle svingninger, og forutsetter at dagens kurs er det beste estimatet på den langsiktige kursen.

### **3.3.3 Teknologiske faktorer**

Med teknologiske faktorer menes utvikling av ny eller forbedring av eksisterende teknologi som kan tenkes å påvirke bransjen fremover.

Lakseoppdrett er en relativt moden bransje som har utviklet seg kontinuerlig siden 1970-tallet. Historisk har det ikke vært de helt store og revolusjonerende teknologiske nyvinningene i bransjen, og den er heller ikke høyteknologisk i utgangspunktet. Riktignok har graden av automatisering økt de siste årene, spesielt i Norge. Men dette er mer et resultat av relativt høye lønnskostnader enn teknologisk utvikling, når vi samtidig observerer at lavkostlandet Chile har en langt høyere arbeidskraftintensitet i sin produksjon. Det er lite trolig at teknologi skal spille en avgjørende rolle i bransjens fremtid.

### 3.3.4 Miljømessige faktorer

Lakseoppdrettsnæringen har ved flere anledninger blitt utsatt for kritisk journalistikk med tilhørende negative oppslag i mediene (MHG Årsrapport 2010). Negative medieoppslag anses som potensielt svært skadelige for næringen, og den eneste måten å unngå dette på er å drive på en veldokumentert bærekraftig måte. Marine Harvest samarbeider i dag med blant annet WWF<sup>8</sup> og et antall nasjonale myndigheter.

I Norge og også til dels i Canada er det oppdrettslaksens innvirkning på villaksen som er gjenstand for massiv kritikk. Stadige rømninger fører til at oppdrettslaksen blander seg med villaksen, og deres avkom har langt dårligere overlevelsessevne enn den rene villaksen. Rømt oppdrettslaks smitter villaksen med lus og spiser selvfølgelig også mat og reduserer dermed næringsgrunlaget for villaksen. I sum utgjør dermed rømninger en fare for utryddelse av hele villaksstammer i områdene der rømningene skjer.

Senest i mars i år kom Riksrevisjonen med krass kritikk av norsk havbruks manglende bærekraft og høye forekomster av lakselus og rømninger (DN 7.3.2012). Næringen selv, representert i samme utgave av DN av miljødirektør i Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening, FHL, Aina Valland, svarer at det har skjedd mye positivt i første halvår av 2011, men at denne perioden ikke er tatt med i Riksrevisjonens rapport.

WWF publiserer årlig en forbrukerrettet sjømatguide, der de rangerer ulike typer av sjømat som enten grønn, gul eller rød, som henholdsvis betyr "spis med god samvittighet", "vær kritisk" og "styr unna". Oppdrettslaks har de tre siste årene, inkludert 2012, vært rangert som gul, og WWF begrunner dette med faren for kollaps i villaksbestandene på grunn av de høye rømningstallene i Norge<sup>9</sup>. Både Riksrevisjonens kritikk, men ikke minst WWFs klassifisering av oppdrettslaks som "vær kritisk-mat" må sees på som en stor utfordring for bransjen, og videre storstilt vekst vil neppe finne sted dersom oppdrettslaks ikke befinner seg i kategorien "spis med god samvittighet" innen få år. Særlig stor blir denne utfordringen dersom vi ser den i sammenheng med den nevnte økende forbrukerbevisstheten i dagens samfunn.

---

<sup>8</sup> World Wide Fund for Nature

<sup>9</sup>[http://www.wwf.no/dette\\_jobber\\_med/hav\\_og\\_kyst/baerekraftige\\_fiskerier/sjomatguiden\\_2012/orange/?31475/Laks-oppdrett](http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/baerekraftige_fiskerier/sjomatguiden_2012/orange/?31475/Laks-oppdrett)



Lakseoppdrett i alle de fire regionene foregår på konsesjon eller konsesjonslignende basis. På grunn av de store forekomstene av lus på oppdrettslaks og stadige rømninger har Fiskeri- og kystdepartementet inntil videre satt en stopper for videre vekst i oppdrettsnæringen ved ikke å tildele flere lisenser. Den norske delen av næringen er avhengig av å få tildelt flere lisenser for videre vekst, men dette vil etter all sannsynlighet ikke skje før rømningstallene kommer drastisk ned.

### 3.3.5 Sosiokulturelle faktorer

Med sosiokulturelle faktorer menes trender og oppfatninger i samfunnet som kan tenkes å påvirke bransjen.

En klar trend i dagens vestlige samfunn er den økte bevisstheten på dyrevelferd fra forbrukernes side. I tillegg til at trenden er lett å observere i mediebildet og samfunnet for øvrig, viser for eksempel tall fra Statistisk sentralbyrå og SIFO<sup>10</sup> at antall vegetarianere doblet seg på 20 år frem til 2004. Et stadig økende salg av økologiske matvarer er også et klart tegn på denne trenden. Med en slik økende bevissthet blant forbrukerne vil negative hendelser som rømninger og dødelighet i lakseoppdrettsnæringen få enda større skadevirkning for lønnsomheten i bransjen.

Parallelt med dette, men også i sammenheng med økt salg av økologiske matvarer, ser vi en trend mot et sunnere kosthold i befolkningen. Helsemyndighetene i Norge har som nevnt anbefalt et ukentlig inntak på 2-3 sjømatmiddager i uken, og mange land har de samme anbefalingene<sup>11</sup>.

Sunnhetstrenden er svært positivt for næringen og danner et grunnlag for høy vekst. Derimot vil et forbrukersamfunn som i tillegg til at maten er sunn krever at produksjonen foregår på en bærekraftig og dyrevennlig måte ikke kjøpe laks dersom næringens rykte på dette området ikke snart bedres.

---

<sup>10</sup> Kilde: <http://veg-veg.no/toppsaker/statistikk>. SIFO står for Statens institutt for forbruksforskning

<sup>11</sup> Kilde: Årsrapport Lerøy 2010

### 3.3.6 Juridiske faktorer

Med juridiske faktorer menes endringer i lover som kan tenkes å påvirke bransjen.

Lakseoppdrett i Norge er underlagt regler om maksimal tillatt biomasse (MTB) per lisens. Denne grensen er på 780 tonn, og eventuell overskridelse medfører tvungen slakting av fisk. Dette er en situasjon oppdretterne ønsker å unngå for enhver pris, og følgelig ligger den faktiske produksjonen alltid under den helt optimale produksjonen pr lisens, som er om lag 1200 tonn<sup>12</sup>. Eventuelle endringer i denne restriksjonen vil påvirke produksjonskapasiteten betydelig, men grensen har ligget stabil i flere år og er ikke ventet å bli endret.

## 3.4 Oppsummering av den strategiske analysen

I bransjeanalysen kom jeg frem til at trusselen fra kunder og intern rivalisering var mellom moderat og høy. Trusselen fra nyetableringer, substitutter og leverandører var relativt lave. Totalt sett gir bransjeanalysen et bilde av en bransje som verken er spesielt tøff eller mild konkurransemessig, noe som gjenspeiles av det middels høye antallet aktører i bransjen. Konklusjonen i bransjeanalysen blir at god lønnsomhet er høyst oppnåelig, men ingen selvfølge, i denne bransjen. Jeg vil trekke frem noen av de viktigste funnene fra bransjeanalysen:

Mulighetene for produktdifferensiering er fraværende, et poeng som går igjen i flere av de fem bransjekreftene. Dette medfører for det første at trusselen fra nyetableringer øker fordi produktdifferensiering kan utgjøre en etableringsbarriere. For det andre øker kundenes forhandlingsmakt fordi samme vare kan kjøpes av alle produsenter, og for det tredje øker rivaliseringen i bransjen fordi aktørene tvinges til å konkurrere på pris i stedet for differensiering.

De siste to årenes utvikling i lakseprisen har ført til at laksen som produkt står i en helt annen posisjon enn for bare to år siden. Laks er nå i gjennomsnitt like billig som sine nærmest konkurrerende matvarer, og har et naturlig konkurransefortrinn ved at den er

---

<sup>12</sup> Salmon Farming Industry handbook 2010, Marine Harvest

ansett som vesentlig sunnere. Den nye prisen gjør at laks stadig trenger inn i nye markeder, noe jeg vil komme tilbake til i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

I internanalysen viste jeg at Marine Harvest har et konkurransefortrinn på kostnadssiden i sin oppdrettsvirksomhet. Fortrinnet er etter all sannsynlighet et resultat av selskapets relative størrelse, noe som i seg selv egentlig er å regne som et fortrinn. Akkurat hvilke interne ressurser som ligger bak fortrinnet er vanskelig å svare på uten bedre innsyn i interne forhold, men det er heller ikke avgjørende for den videre verdsettelsen å finne disse.

PESTEL-analysen peker på flere relevante forhold som vil påvirke bransjen fremover:

- Det spente politiske forholdet mellom Kina og Norge påvirker den norske eksporten svært negativt i dag, og det er uvisst hvor lenge denne situasjonen vil vare. Situasjonen er likevel ikke veldig kritisk for Marine Harvest.
- Gjeldskrisen i Europa synes å ha stabilisert seg, men faren for kollaps i gjelden og økonomisk resesjon er til stede. Likevel har det siste årets prisutvikling gjort at laksen er mye mindre utsatt for generell etterspørselssvikt enn den hadde vært dersom den var vesentlig dyrere enn konkurrerende matvarer.
- Økt forbrukerbevissthet rundt bærekraftighet og dyrevelferd vil øke kravene til bærekraftig drift ytterligere i fremtiden.
- Høye rømningstall har ført til at laks klassifiseres som "vær skeptisk-mat" av WWF, noe som er svært negativt for bransjen, spesielt dersom en ser dette i sammenheng med den økende forbrukerbevisstheten.

## 4 Normalisering av historiske resultater

Hensikten med å normalisere de historiske resultatene er å finne den *underliggende* inntjeningen til selskapet, som i sin tur skal danne grunnlag for prognoseregnskapet. Det er mange grunner til at regnskapstallene kan gi et feilaktig bilde av den underliggende inntjeningen. Blant annet gir reglene for god regnskapsskikk mange alternativer for hvordan verdier, inntekter og kostnader kan måles, der flere av målemetodene gir avvik fra de underliggende verdiene. Regnskapsmanipulasjon er også en mulig kilde til avvik. I tillegg gjør regnskapsloven og internasjonale standarder at selskaper ikke uten videre kan ekskludere helt eller delvis unormale kostnads- eller inntektsposter fra driftsregnskapet. Slike poster kan ha stor innvirkning på driftsregnskapet, men bør trekkes ut dersom de ikke er av gjentakende art (Kinserdal 2011).

I denne verdsettelsen vil jeg, som nevnt i presentasjonen av verdsettelsesteknikker, normalisere EBITDA, det vil si fortjeneste før finansposter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger, som mål på inntjening. Bare ved å bruke nettopp denne størrelsen løser man mange av problemene med eventuelle målefeil i regnskapet, da det blir små forskjeller i dette tallet enten man bruker norske eller utenlandske regnskapsprinsipper (Kinserdal 2011). Likevel er det hensiktsmessig å gjennomgå regnskapstallene og notene som ligger bak hvert års EBITDA, først og fremst for å fjerne eventuelle betydelige engangskostnader eller inntekter.

Valg av normaliseringsperiode avhenger av type virksomhet og bransje. Er virksomheten stabil over tid kan man med fordel se 5-10 år tilbake. Er det derimot snakk om en ustabil virksomhet, med for eksempel nylig foretatte oppkjøp og restruktureringer, vil historien være mindre relevant for fremtiden, og en normaliseringsperiode på 2-3 år vil ofte være tilstrekkelig (Kinserdal 2011). Marine Harvest er en relativt stabil virksomhet, og jeg vil analysere de fem årsregnskapene fra 2007-2011. 2007 er dessuten det første regnskapsåret for det sammenslåtte Marine Harvest slik vi kjenner selskapet i dag, og en eventuell utvidelse av normaliseringsperioden vil derfor medføre betydelige sammenligningsproblemer.

Jeg presenterer først en fullstendig tabell med alle justeringene jeg har kommet frem til. Videre i kapitlet følger en systematisk oversikt med begrunnelser for hvilke poster jeg har justert. Jeg forklarer først hvorfor og hvordan justeringene gjøres generelt, etterfulgt av konkrete justeringer for hvert av årene 2007-2011. Tabellen med alle justeringene ble som følger (alle tall i MNOK, linjer i kursiv er ikke justeringsposter, men inkluderes i illustrasjonsøyemed):

	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	192,1	-1692,2	1347,7	4461,3	1210
+ Av- og nedskrivninger	803,9	2264,7	1060,8	658,1	734
EBITDA	996	572,5	2408,5	5119,4	1944
Verdijustering biomasse	350,4	278,8	-301,2	-1091,7	1514
Tap/gevinst salg av eiendeler	-1,6	-10,3	-4,8	-5,6	-44,3
Resultat fra tilknyttede selskaper	-66,6	-5,8	-69,5	-202	8,5
<i>Resultat TS i % av EBITDA</i>	<i>6,7 %</i>	<i>1,0 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>-0,4 %</i>
<i>Pensjonskostnader</i>	<i>37</i>	<i>48</i>	<i>62</i>	<i>40</i>	<i>62</i>
<i>Pensjonskostnader i % av EBITDA</i>	<i>3,7 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>2,6 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>3,2 %</i>
Betinget utfall			10		
Restrukturering	154	201	127	-42	-26
Bonus/opsjoner				6	2,7
Sykdomskostnader	333	382	418	-100	52
Andre spesielle poster	5	43			
<b>= Normalisert EBITDA</b>	<b>1 770</b>	<b>1 460</b>	<b>2 587</b>	<b>3 684</b>	<b>3 451</b>

#### 4.1 Verdijustering av biomasse

Denne posten er en justering av markedsverdien av fisk som står i sjøen, det vil si varer i arbeid. Her blir fiskens vekst til inntekt og endring i markedspris blir til tap eller gevinst. Posten ansees som mer tilfeldig enn som en del av normal drift, og trekkes derfor ut av EBITDA (Kinserdal 2011). Posten fjernes fra alle regnskapene ved normaliseringen.

#### 4.2 Inntekter fra tilknyttede selskaper

Tilknyttede selskaper er selskaper som Marine Harvest har vesentlige eierinteresser og innflytelse i. Eierandelen i disse selskapene ligger mellom 20 og 50 %. Resultat fra tilknyttede selskaper er normalt en del av konsernets drift og inngår i prinsippet i EBITDA, men den

rapporterte andelen av resultatet fra disse selskapene er derimot etter skatt og finansposter, og eventuell innlemming av dette i Marine Harvests EBITDA, som er før skatt og finansposter, blir dermed feil.

En god løsning på dette problemet er å trekke tilknyttede selskapers resultat ut av den normaliserte EBITDA, og heller behandle selskapene som finansielle eiendeler. Dermed inngår selskapene i verdsettelsen selv om kontantstrømmene utelates. Børsnoterte tilknyttede selskaper er enkle å behandle fordi de er verdsatt til virkelig verdi, mens ikke-børsnoterte selskaper i prinsippet bør verdsettes separat. Derimot, dersom posten er i en uvesentlig størrelsesorden kan man for enkelhets skyld bruke bokførte verdier (Kinserdal 2011). Fra 2007 til 2011 har resultatet fra tilknyttede selskaper, i prosent av Marine Harvests rapporterte EBITDA, utgjort i gjennomsnitt 2,9 % av EBITDA, som det fremgår på egen linje i normaliseringstabellen. Jeg anser postens bidrag som uvesentlig, og verdsetter de tilknyttede selskapene til bokført verdi i henhold til begrunnelsene gitt over. Denne verdsettelsen behandles i kapittel 5, omgruppering av balansen.

### **4.3 Tap/gevinst på salg av eiendeler**

Slike poster inntektsføres i perioden, i henhold til regler for god regnskapsskikk og IFRS. Sannsynligheten for at slike poster er av gjentakende art er svært liten, det vil si at de bør ekskluderes fra normalisert EBITDA. Så lenge de er å regne som engangsgevinster eller tap har de ingenting med den underliggende inntjeningen å gjøre.

Gevinst på salg av eiendeler i 2007-2011 fremgår av normaliseringstabellen. Det justeres for alle gevinstene.

### **4.4 Pensjon**

Bedrifter bruker ofte helt ulike pensjonsforutsetninger, og valgmulighetene for regnskapsføring av disse er mange. Generelt kan man si at flere valgmuligheter gir større rom for manipulasjon, og vi trekker derfor alle pensjonsrelaterte finansinntekter,

finanskostnader og amortisering ut av EBITDA. Da står vi igjen med årets pensjonsopptjening pluss arbeidsgiveravgift.

Marine Harvest har derimot ingen detaljert note som beskriver de ulike elementene i pensjonskostnadene, hvilket medfører at man ikke får justert denne posten. På den annen side har pensjonskostnadene, som vist i normaliseringstabellen, utgjort i gjennomsnitt utgjort 4 % av EBITDA i perioden, og eventuelle justeringer av disse ville neppe medført utslag av betydning.

#### **4.5 Avsetninger**

Bedrifter gjør som regel avsetninger for sannsynlige tap i henhold til forsiktighetsprinsippet. Typisk gjøres avsetninger for ukurans i varelager, usikre kundefordringer, garantier, betingede utfall og usikre hendelser. Ved normalisering analyseres disse postene alltid i prosent av omsetning, og man ser etter unormalt høye eller lave avsetninger (Kinserdal 2011).

Avsetning for dårlige kundefordringer var i 2007-2011 i prosent av omsetning 0,1 % hvert av årene, og følgelig gjøres ingen justering.

Avsetning for betingede utfall var null i 2007 og 2008. I 2009 gjorde selskapet avsetninger for til sammen 1 780 000 USD, det vil si om lag 10 MNOK, for flere forskjellige betingede utfall. Felles for disse avsetningene er at ingen er av gjentakende art, og EBITDA justeres derfor med beløpet.

#### **4.6 Restruktureringskostnader**

Dette er en vurderingspost. Ofte vil konkrete restruktureringer være engangshendelser, og skal i utgangspunktet trekkes ut av den normaliserte EBITDA. Derimot er det rimelig å anta at det i normale år vil foretas restruktureringer i et så stort konsern som Marine Harvest. Spørsmålet blir hva som er det "normale" nivået på disse kostnadene, i prosent av omsetning.

I 2007 hadde konsernet restruktureringskostnader på 196 MNOK, og det oppgis i noteverket at disse for det meste relaterer seg til restrukturering av administrasjonen og omorganisering av eksisterende fasiliteter i forbindelse med fusjonen som fant sted i slutten av 2006.

I 2008 var restruktureringskostnadene på hele 241 MNOK, der 213 av disse knytter seg til den ekstraordinære situasjonen i Chile med stengninger, reorganisering og nedbemanning.

I 2009 var restruktureringskostnadene på 169,9 MNOK, igjen for det aller meste knyttet til nedskaleringen i Chile, som utgjorde 149,3 av disse.

Restruktureringskostnader i 2010 og 2011 var vesentlig lavere enn de foregående årene, og beløp seg til henholdsvis 4,4 og 21,8 MNOK.

På bakgrunn av de historiske restruktureringskostnadene har jeg utarbeidet følgende tabell. Den viser at disse kostnadene i gjennomsnitt har utgjort 1 % av omsetningen, men som vi har sett var kostnadene i 2007-2009 helt spesielle. I lys av dette, og de relativt lave kostnadene de to siste årene, setter jeg det "normale" nivået til 0,3 % av omsetningen og justerer EBITDA i henhold til tabellen. Restruktureringskostnader på 40-50 MNOK er neppe unormalt for et så stort konsern som Marine Harvest. Justeringen av EBITDA er differansen mellom rapporterte kostnader og det estimerte normalnivået:

<b>Restrukturering</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Omsetning	14 092	13 487	14 500	15 281	16 133
Restruktureringskostnader	196	241	170	4	22
I prosent av omsetning	1,4 %	1,8 %	1,2 %	0,0 %	0,1 %
"Normalt" nivå 0,3%	42	40	44	46	48
Justering av EBITDA	154	201	127	-42	-26

#### **4.7 Kostnader til forskning og utvikling (FoU)**

Forskning og utvikling som gjennomføres i ett år kommer ikke til økonomisk anvendelse før typisk 2-5 år etter. Regnskapsmessig er det derfor riktig å aktivere disse kostnadene, for så å



avskrive dem over den perioden de er ment å gjøre nytte. Det er flere kriterier for at slike kostnader kan aktiveres, og mange selskaper aktiverer dem bare delvis. Problemet som da oppstår i denne verdsettelsesmetoden er at aktiverte FoU-kostnader ikke inkluderes i normalisert EBITDA, selv om de er en del av den langsiktige driften. Løsningen er å flytte hvert års aktiverte FoU-kostnader og utgiftsføre dem som en del av EBITDA (Kinserdal 2011). Med historiske tall for fem år vil man da få et bilde av hvor mye som faktisk brukes på forskning og utvikling årlig.

Forskning og utvikling er en viktig del av Marine Harvests strategi. I årsrapporten for 2010 fremgår det i et eget avsnitt at konkrete FoU-kostnader for året var på minst 30 MNOK, men disse kostnadene blir ikke formelt presentert i verken resultatregnskapene eller noteverket for noen av årsrapportene i perioden, de innlemmes i *andre driftskostnader* uten notehenvvisning. Dermed blir det umulig å finne et "normalt" nivå på disse kostnadene og justere etter dette, selv om dette av ovennevnte grunner hadde vært ønskelig.

#### **4.8 Belønning og opsjoner**

Opsjoner og bonusordninger må analyseres over tid. Unormalt høye utbetalinger må fjernes for å komme frem til et normalt nivå på disse kostnadene.

For perioden 2007-2009 er det ingen spesielle poster. I mars 2010 gikk daværende CEO, Åse Aulie Michelet, av etter styrets ønske. Hennes fallskjerm innebærer at Marine Harvest utbetaler om lag 6 MNOK i 2010 og 2,7 MNOK i 2011, beløp som trekkes ut av normalisert EBITDA.

#### **4.9 Andre spesielle poster**

Bedrifter har som nevnt ikke anledning til å skille ut spesielle poster fra driftsresultatet, men kan opplyse om disse i noteverket. Dermed kan det rapporterte driftsresultatet være preget av store engangshendelser, men disse vil etter all sannsynlighet være redegjort for i noteverket.

I 2007 hadde selskapet en ekstra utgift til revisor i forbindelse med reorganisering og skatteoptimalisering. Jeg anser dette som en engangskostnad og justerer "andre driftskostnader" med 5,4 MNOK.

I 2008 har et transportuhell i Skottland og eksepsjonelle kundekrav og algeproblematikk i Canada redusert driftsresultatet med henholdsvis 40 og 35 MNOK, beløp som justeres.

For årene 2009-2011 oppgir ikke selskapet noen andre spesielle poster enn kostnader til sykdomsbekjempelse og restrukturering, noe jeg behandler separat.

#### **4.10 Sykdomskostnader**

I normaliseringsperioden har Marine Harvest hatt betydelige utgifter til sykdomsbekjempelse, både i forbindelse med den ekstraordinære situasjonen i Chile, men også i vesentlig grad på de andre anleggene.

I 2007 ble varelageret nedskrevet med 126 MNOK, der nedskrivningen i sin helhet tilskrives den ekstraordinære situasjonen i Chile. Nedskrivningen begrunnes med at ferdigvarene i stor grad er basert på liten, det vil si tidlig slaktet fisk, som det har vist seg vanskelig å selge til full produksjonskost. Videre oppgir selskapet at en ekstraordinær nedskrivning av biomassen på 418 MNOK tilskrives Chile-situasjonen og *ikke* er en del av verdijusteringen av biologiske eiendeler, men inngår i posten for endring i varelager. Følgelig beløper sykdomsrelaterte kostnader inkludert i EBITDA for 2007 seg til 544 MNOK.

For 2008 oppgis det at 71,8 MNOK er å regne som unormale kostnader relatert til sykdom i Norge, mens den biologiske situasjonen i Chile har medført unormale kostnader på 512 MNOK. Totale sykdomsrelaterte kostnader for 2008 blir følgelig 584 MNOK.

For 2009 oppgis ekstraordinære sykdomskostnader til 635 MNOK, i all hovedsak relatert til Chile. I 2010 er den totale kostnaden fra ekstraordinære hendelser på 129 MNOK, der beløpet i sin helhet knytter seg til sykdomsbekjempelse eller tap relatert til sykdom. For 2011 oppgir selskapet at kostnader til sykdomsbekjempelse beløp seg til 294 MNOK.

Fra selskapets side oppgis alle sykdomsrelaterte kostnader som ekstraordinære, noe som, dersom en tar selskapets vurdering for god fisk, innebærer at disse skal trekkes ut av

normalisert EBITDA. En slik justering impliserer dog en forutsetning om at *alle* sykdomsrelaterte kostnader ikke blir å regne med i fremtiden. Som det fremgår av tabellen under har disse kostnadene i perioden vært i gjennomsnitt 3 % av omsetningen. Selv om selskapet oppgir kostnadene som ekstraordinære, ser vi at de oppstår hvert eneste år, og det er derfor rimelig å anta at slike kostnader vil forekomme også i tiden fremover.

For å normalisere de historiske resultatene og lage et godt grunnlag for prognoser, må det vurderes hva som er et normalt nivå på disse kostnadene. Som vi har sett er tallene for 2007-2009 preget av situasjonen i Chile, mens resten av perioden bærer preg av at denne situasjonen har roet seg, og tallene har kommet noe ned. Gjennomsnittet på 3 % er derfor trolig for høyt, og i lys av utviklingen de siste tre årene velger jeg å sette det "normale" nivået på disse kostnadene til 1,5 % av omsetningen. Justeringen av EBITDA blir da som det fremgår av følgende tabell, der selve justeringen er differansen mellom rapporterte kostnader og det "normale" nivået (tall i MNOK):

<b>Sykdomskostnader</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Omsetning	14 092	13 487	14 500	15 281	16 133
"Ekstraordinære" sykdomskostnader	544	584	635	129	294
I prosent av omsetning	3,9 %	4,3 %	4,4 %	0,8 %	1,8 %
"Normalt" nivå 1,5 %	211	202	218	229	242
Justering av EBITDA	333	382	418	-100	52

## 5 Omgruppering av balansen for analyseformål

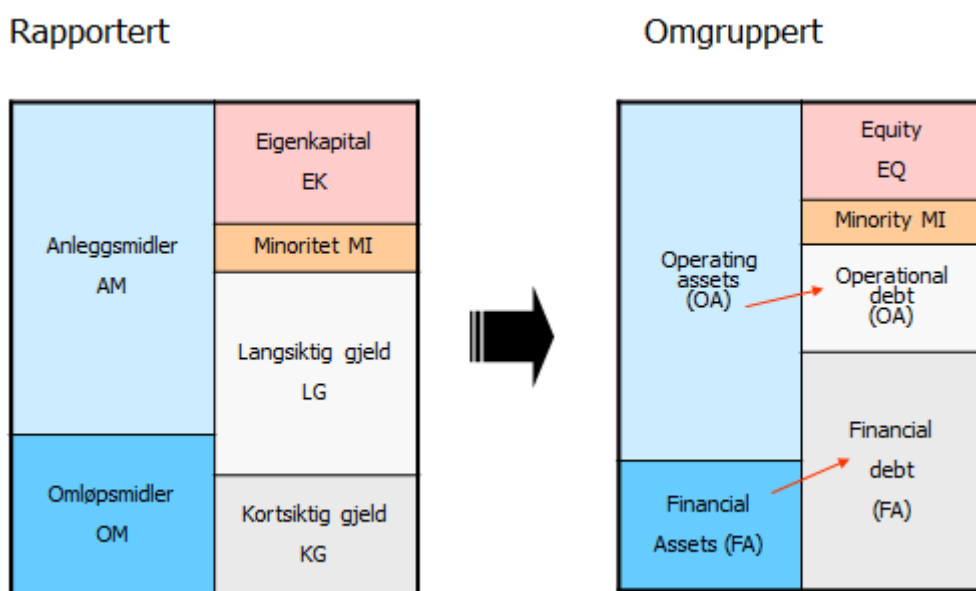
Som nevnt i presentasjonen av verdsettelsesteknikker i kapittel 2, trekkes verdien av netto finansiell gjeld fra nåverdien av fremtidige kontantstrømmer når en verdsetter egenkapitalen ved hjelp av totalkapitalmetoden. I dette kapitlet vil jeg finne nettopp størrelsen på netto finansiell gjeld.

I balansen i det offisielle regnskapet, som rapporteres i henhold til Regnskapsloven og internasjonale regnskapsstandarder, fokuseres det på *likviditeten* til eiendelene og *forfallstiden* på gjelden. Eiendelene klassifiseres som enten anleggsmidler eller omløpsmidler, med henholdsvis dårlig og god likviditet, mens gjelden klassifiseres som langsiktig eller kortsiktig, med henholdsvis lang og kort forfallstid. For å finne netto finansiell gjeld må både eiendeler og gjeld derimot klassifiseres som enten driftsrelaterte eller finansielle. Det er denne klassifiseringen som kalles omgruppering av balansen (Kinserdal 2011).

Driftsrelaterte eiendeler og gjeld er direkte knyttet til driften av selskapet. I et verdsettelsesperspektiv vil det si at verdien av disse hentes ut gjennom fremtidige kontantstrømmer, og dagens *salgsverdi* er derfor helt uinteressant. En typisk driftsrelatert eiendel vil være en maskin som produserer produktet som bedriften selger. Maskinen vil typisk være anskaffet til en viss kjøpesum og inngår i balansen som en eiendel, men å selge den i dag vil forringe den fremtidige produksjonen og dermed kontantstrømmene som ligger til grunn for den beregnede selskapsverdien. Driftsrelatert gjeld er typisk leverandørgjeld, som i prinsippet er en "evig" gjeld på lik linje med de "evige" kontantstrømmene i terminalverdien. Denne skal derfor, i henhold til samme prinsipp, aldri tilbakebetales, og kommer følgelig heller ikke til fratrukk i selskapsverdien.

Finansielle eiendeler og gjeld blir da resten av balansen, det vil si alt som ikke er driftsrelatert. For å illustrere betydningen av disse kan en tenke seg et selskap med store kontantbeholdninger. Bedrifter i dag trenger ikke mye kontanter for å drive sin virksomhet, og slike overskuddskontanter er derfor å regne som rene finansielle eiendeler. Dersom du som investor skal kjøpe selskapet, kjøper du ikke bare nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, men også disse kontantbeholdningene, som da må kjøpes krone for krone. Tilsvarende vil langsiktig rentebærende gjeld være et absolutt beløp som en kreditor

har krav på, og som derfor ikke tilhører eierne av selskapets aksjer. *Netto finansiell gjeld* er da finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Omgrupperingen kan illustreres slik:



Omgruppering av balansen. Kilde: Kinserdal (2011)

Jeg verdsetter som nevnt Marine Harvest pr 2.4.2012. Jeg bruker derfor balansen fra kvartalsregnskapet for første kvartal 2012, som er pr 31.3. Der kvartalsregnskapet mangler noteinformasjon benytter jeg årsrapporten for 2011 og forutsetter at vesentlige endringer ikke har oppstått i løpet av første kvartal.

### 5.1.1 Finansielle eiendeler

Konsesjoner, goodwill, utsatt skatt, andre immaterielle eiendeler og alt av PPE<sup>13</sup> anses som driftsrelaterte eiendeler. Investeringer i tilknyttede selskaper har jeg derimot valgt å verdsette som en finansiell eiendel og trekker deres resultater ut av EBITDA, jamfør diskusjon om tilknyttede selskaper i kapitlet om normalisering av historiske resultater. Andre aksjer er også å regne som en finansiell eiendel.

<sup>13</sup> Property, Plants and Equipment

Varelager, biologiske eiendeler og fordringer er også driftsrelaterte. Når det gjelder kontantbeholdningen kan det diskuteres hvor mye kontanter et selskap trenger til sin drift. En mye brukt tommelfingerregel er at nødvendig likviditet for å dekke normale svingninger i arbeidskapital beløper seg til omtrent 10 % av varelager og kundefordringer, mens overskytende kontantbeholdning da er å regne som en finansiell eiendel (Kinserdal 2011). Bruken av tommelfingerregelen på Marine Harvests balanse pr 31.3.2012 viser at selskapet mangler NOK 60 millioner i kontanter for å dekke 10 % av varelager og kundefordringer. Jeg antar derfor at all cash er driftsrelatert.

### 5.1.2 Finansiell gjeld

All langsiktig gjeld anses av nevnte grunner som finansiell. Det gjør også minoritetsinteresser og kortsiktig rentebærende gjeld. Annen, ikke rentebærende kortsiktig gjeld anser jeg som driftsrelatert sammen med leverandørgjelden.

### 5.1.3 Netto finansiell gjeld

Beregningen av netto finansiell gjeld blir da som følger:

<b>Finansielle eiendeler</b>	
Investeringer i tilknyttede selskaper	615
Andre aksjer	150
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>765</b>
<b>Finansiell gjeld</b>	
Ikke-kontrollerende eierinteresser	74
Langsiktig rentebærende gjeld	6021
Annen langsiktig gjeld	115
Kortsiktig rentebærende gjeld	163
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>6373</b>
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>5608</b>

## 6 Avkastningskrav

De fremtidige kontantstrømmene skal som nevnt i presentasjonen av verdsettelsesmetoden neddiskonteres med WACC. Dette avkastningskravet inneholder en rekke størrelser det må tas stilling til for å komme frem til det endelige kravet. WACC ser formelt ut som følger:

$$WACC = \frac{E}{G + E} * r_E + \frac{G}{G + E} * r_G * (1 - \text{nominell skattesats})$$

Der:

E = Markedsverdi av egenkapitalen

G = Markedsverdi av netto finansiell gjeld

$r_E$  = Avkastningskrav til egenkapitalen

$r_G$  = Avkastningskrav til gjeld

Vektingen gjøres som det fremgår av formelen ved at egenkapitalandelen og gjeldsandelen ganges med hvert sitt tilhørende avkastningskrav. Gjeldskravet reduseres også med den nominelle skattesatsen fordi selskaper får skattefradrag for rentebetalinger. I denne verdsettelsen er kontantstrømmene som diskonteres med WACC fratrukket effektiv selskapsskatt. Disse kontantstrømmene skal derimot beskattes enda en gang, på investors hånd, enten de er private eller institusjonelle. Men siden kontantstrømmene er før skatt på investors hånd skal også avkastningskravet være før skatt på investors hånd, og følgelig gjøres det ingen justering for skatt i egenkapitaldelen av WACC.

Bruk av WACC som avkastningskrav forutsetter at Modigliani og Millers kjente teorem holder. Teoremet går kortfattet ut på at verdien av en virksomhet forblir uendret selv om man endrer kapitalstrukturen (Brealey et al. 2007). Dette gjelder dog bare før skatt. På grunn av skattefradraget på rentebetalinger vil WACC endre seg litt ved endringer i kapitalstrukturen, men det er rimelig å anta at WACC er noenlunde uendret dersom kapitalstrukturen ikke endres radikalt.

Markedsverdien av egenkapital finnes på Oslo Børs og markedsverdien av gjelden er den finansielle gjelden jeg kom frem til under kapitlet om omgruppering av balansen. Det gjenstår da å finne estimater for avkastningskrav til egenkapital og gjeld.

I avsnittene som følger begrunner jeg mine valg av egenkapital og gjeldskrav på henholdsvis 10,3 % og 3,5 %. Markedsverdien av egenkapitalen var pr 2.4 NOK 10 492 millioner, mens netto finansiell gjeld var som vist NOK 5608 millioner. Utrengingen av WACC ser da ut som følger:

$$WACC = \frac{10492}{16100} * 10,3 \% + \frac{5608}{16100} * 3,5 \% * (1 - 28 \%) = 7,6 \%$$

## 6.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Avkastningskravet til egenkapitalen finner jeg ved hjelp av kapitalverdimodellen, CAPM<sup>14</sup>:

$$r_E = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta_i$$

Der

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

$\beta_i$  = egenkapitalens beta-verdi

Egenkapitalkravet bestemmes altså av den risikofrie renten pluss et påslag for markedets risikopremie ganget med aksjens betaverdi. Beta er et mål på selskapets systematiske risiko, det vil si hvordan aksjen svinger relativt til markedsporteføljen. Med andre ord får ikke investorene, i henhold til denne modellen, noen kompensasjon for usystematisk risiko, fordi det forutsettes at investorene er risikoaverse og at deres porteføljer derfor er veldiversifiserte (Brealey et al. 2007).

Jeg vil i de tre kommende avsnittene gi begrunnede anslag på risikofri rente, markedets risikopremie og egenkapitalbeta på henholdsvis 2 %, 5,5 % og 1,5. Avkastningskravet til egenkapitalen blir dermed:

$$r_E = 2\% + 5,5\% * 1,5 = 10,3 \%$$

---

<sup>14</sup> Capital Asset Pricing Model



### 6.1.1 Risikofri rente

CAPM er i utgangspunktet en en-periodisk modell. Dersom den anvendes over flere år, som i denne verdsettelsen, skal det i teorien benyttes et eget avkastningskrav for hvert år. Med andre ord er det teoretisk riktig å bruke renter med ulik løpetid for å regne ut én unik WACC for hvert år. Dette er en tidkrevende prosess, men et godt kompromiss er å bruke et vektet snitt av yield-kurven for verdsettelsesperioden (Kinserdal 2011). Denne metoden vil i det minste gi et bedre bilde av den risikofrie renten over perioden enn bruk av dagens rente for hele perioden.

Norske statsobligasjoner er det nærmeste en kommer en helt risikofri plassering i Norge. I februar 2012 lå renten på disse med 3, 5 og 10 års løpetid på henholdsvis 1,58 %, 1,84 % og 2,40 %. Yield-kurven er relativt flat over perioden, og jeg velger å bruke 2 % som risikofri rente i verdsettelsen.

### 6.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en vanskelig variabel å estimere. Historisk har risikopremien på Oslo Børs vært 5,5 % (Kinserdal 2011). Risikopremien er her målt aritmetisk, og er dermed representativ for den forventede fremtidige risikopremien.

Det hevdes at risikopremien er konjunkturavhengig i den forstand at investorer krever en mindre risikopremie i oppgangskonjunkturer og en større premie i nedgangskonjunkturer, en effekt som er med på å forsterke svingningene i aksjemarkedet (Kinserdal 2011). Dette taler i utgangspunktet for bruk av en varierende risikopremie over verdsettelsesperioden. På den annen side, dersom denne teorien stemmer, kan det også argumenteres for at det er naturlig at risikopremien beveger seg rundt og trekkes tilbake til et gjennomsnitt, en effekt som kalles *mean reversion*. Denne effekten taler for bruk av en konstant risikopremie.

På bakgrunn av både den historiske risikopremien, konjunkturavhengigheten og mean reversion velger jeg å bruke en konstant risikopremie på 5,5 % i verdsettelsen.

### 6.1.3 Beta

Beta er som nevnt et mål på systematisk risiko ved å investere i egenkapitalen til bedriften. Nærmere bestemt er den et uttrykk for samvariasjonen mellom avkastningen til bedriften og markedet, relativt til volatiliteten i avkastningen til markedsporteføljen. På lik linje med risikopremien er heller ikke her historiske verdier nødvendigvis representative for fremtiden (Kinserdal 2011). Dersom en skal benytte bedriftens historiske beta, er det under forutsetning om at en tror den vil være den samme fremover.

Estimering av historisk beta bør være på basis av tilstrekkelig historie, det vil si en hel syklus, helst 5-10 år. I tillegg bør denne historien justeres for spesielle forhold, som for eksempel oppkjøp, raid og illikviditet (Kinserdal 2011). Det må også justeres for endring i gjeldsgrad over perioden. Dette er en møysommelig og tidkrevende prosess, og jeg velger i stedet å benytte meg av enkle tommelfingerregler, da dette, ikke minst i et kostnad/nytte-perspektiv, kan være en god løsning (Kinserdal 2011).

Normalt vil beta ligge mellom 0,5 og 1,5. Dagens Næringsliv (23.5.2012) beregner historisk beta for Marine Harvest (24 måneder) til 1,1. Lakseoppdrett er dog en svært syklisk bransje, der en rimelig egenkapitalbeta med en normal gjeldsandel på 50 % ligger på om lag 1,5 (Kinserdal 2011). Egenkapitalandelen er her litt høyere (63 % pr 2.4.2012), men tatt i betraktning min forventning om en relativt turbulent fremtid (se fremtidsregnskap, kapittel 8) mener jeg en beta på 1,5 er rimelig.

## 6.2 Gjeldens avkastningskrav

Det finansielle gjeldskravet til bedriften gis av den risikofrie renten pluss et påslag for kredittrisiko, kalt kredittrisikopremie. Denne premien måles som konkurssannsynligheten ganget med forventet tap ved konkurs, og avhenger av egenkapitalandel, soliditet og operasjonell risiko. Kredittrisikopremien varierer med konjunktorene og var for eksempel høy i etterkant av finanskrisen. Store selskaper har gjerne lavere kredittrisiko.

Kredittrisikopremie til bruk i en verdsettelse kan baseres på selskapets gjeldsrating, men problemet med denne metoden er at ratingen som regel relaterer seg til marginallån. Kredittrisikopremien i WACC skal derimot relatere seg til gjennomsnittsfundingen (Kinserdal

2011). Også her kan enkle tommelfingerregler benyttes (Kinserdal 2011).

Tommelfingerreglene som ble presentert i kurset BUS425 våren 2011 gir følgende anbefalinger til påslag for kredittriskopremie:

+ 1 %: Egenkapitalandel større enn 50 prosent og sunn bedrift og/eller moden bransje

+ 2 %: Egenkapitalandel mellom 20 og 50 prosent og/eller mer syklisk bransje eller nyere bedrift

+ 3 %: Egenkapitalandel mindre enn 20 prosent og/eller for eksempel venture-selskap eller store problemer

Med hensyn til egenkapitalandel hører Marine Harvest definitivt med i gruppen bedrifter som etter disse reglene skal ha én prosent risikopremie. Derimot taler den sterke syklikaliteten i laksemarkedet for et påslag på to prosent, og jeg velger derfor å legge meg midt i mellom og benytte 1,5 % som påslag for risikopremie i denne verdsettelsen.

Avkastningskravet til gjelden blir dermed:

$$r_D = r_f + \text{kredittrisiko} = 2 \% + 1,5 \% = 3,5 \%$$

## 7 Nøkkeltall

En analyse av relevante nøkkeltall for bransjen er hensiktsmessig for å kartlegge selskapets relative posisjon i forhold til sine konkurrenter. Jeg har valgt å sammenligne Marine Harvest med de norske konkurrentene Cermaq, Lerøy, SalMar og Grieg Seafoods. Disse fire, inkludert datterselskaper, står sammen med Marine Harvest for brorparten av den globale produksjonen av laks.

Typiske sammenligningstall for laksebransjen er kroner per kilo slaktet laks. Ett eksempel er fra DN 16. mars der avisen sammenligner de norske lakseoppdretternes marginer for 2011, da i EBIT/kg. Andre aktuelle sammenligningstall kan være kostnader per kilo og inntekter per kilo. Slike sammenligninger kan gi svært interessant informasjon, men det er som jeg vil vise svært viktig at tallene som brukes er direkte sammenlignbare.

Av de fem store aktørene er det bare Cermaq, gjennom sitt datterselskap Mainstream, og Grieg Seafoods som driver utelukkende med *oppdrett* av laks. De andre selskapene har også *videreforedling* av laks som forretningsområde, i likhet med Marine Harvest. En videreforedlingsvirksomhet kjøper laks av oppdrettsenheten til markedspris og har til hensikt å bearbeide laksen og dermed bidra til ytterligere lønnsomhet for konsernet. Den første implikasjonen av dette er at selskaper med videreforedlingsvirksomhet vil få høyere totale inntekter og kostnader pr kg slaktet laks. Den andre er at størrelsen på de totale inntektene og kostnadene ikke lenger er direkte relatert til antall kg slaktet laks, fordi videreforedlingsenhetene står fritt til å kjøpe laks i markedet av andre aktører, og hvor stor andel av konsernets slaktevolum som videreforedles internt varierer fra konsern til konsern. Sammenligninger som bygger på antall kg slaktet laks bør med andre ord være eksklusiv tall fra videreforedlingsvirksomhet.

Jeg har valgt å analysere tre nøkkeltall. Disse er (i) driftskostnader pr kg slaktet laks, (ii) EBITDA pr kg slaktet laks og (iii) EBITDA-margin. Disse nøkkeltallene er relativt kostnadsorientert. Siden lakseprisen er så volatil som den er, og produsentene i prinsippet ikke selv kan påvirke prisen i nevneverdig grad, har jeg valgt å fokusere på selskapenes kostnadsnivå pr kg. Prisen er på mange måter "lik for alle", selv om fastpriskontrakter til en

viss grad kan påvirke inntjeningen, men som jeg kom frem til i internanalysen vil jeg se bort fra eventuell prisopnåelse utover referanseprisene. Dermed er det kostnadsnivået som i stor grad påvirker den relative lønnsomheten på lengre sikt. Lønnskostnader pr kg velger jeg bort grunnet de store forskjellene i automatisering i de forskjellige regionene.

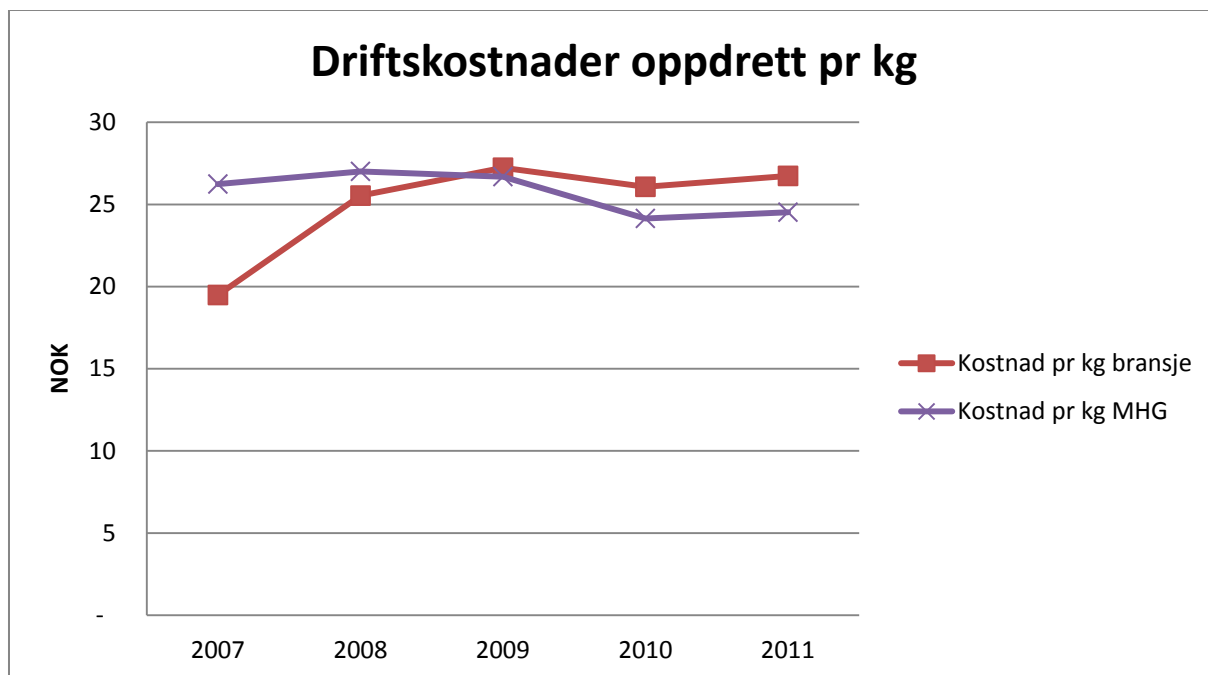
## 7.1 Driftskostnader oppdrett

Driftskostnader er her alle kostnader inkludert i normalisert EBITDA. For å skille oppdrett og videreforedlingsvirksomheten i Marine Harvest har jeg brukt note 4 i årsrapportene (segmentrapportering). Driftskostnader til oppdrett fremkommer da ved å trekke EBITDA i videreforedlingsenheten fra konsernets EBITDA, for deretter å trekke oppdrettsenhetenes EBITDA fra de resterende driftsinntektene.

Hvor mye av normaliseringseffektene fra forrige seksjon som gjør seg gjeldende i henholdsvis oppdrettsenhetene og videreforedlingsenheten er vanskelig å si nøyaktig. Jeg har valgt å bruke den normaliserte EBITDA som *konsernets EBITDA* i forrige avsnitt. På den måten er det i hvert fall delvis de normaliserte driftskostnadene til Marine Harvest som inngår i den videre analysen. Regnskapene til konkurrentene er ikke normalisert, men ved å bruke gjennomsnittet vil eventuelle unormale effekter i hvert fall til en viss grad utjevnes (Kinserdal 2011).

Konkurrenten Lerøy deler konsernet inn i to enheter, (i) produksjon og (ii) salg og administrasjon. I rapporterte tall for produksjonsenheten inngår alt av direkte salg av slaktet fisk og videreforedling, hvilket medfører at å skille disse virksomhetene blir umulig. Heller ikke SalMar rapporterer separate tall for oppdrettsvirksomheten. Dermed vil jeg bruke tall fra Mainstream og Grieg Seafoods som sammenligningsgrunnlag mot de rapporterte tallene fra oppdrettsvirksomheten i Marine Harvest.

Jeg har laget et gjennomsnitt av driftskostnader pr kg for Mainstream og Grieg Seafoods, i figuren kalt *bransje*, og sammenligner med tall for Marine Harvest (MHG):

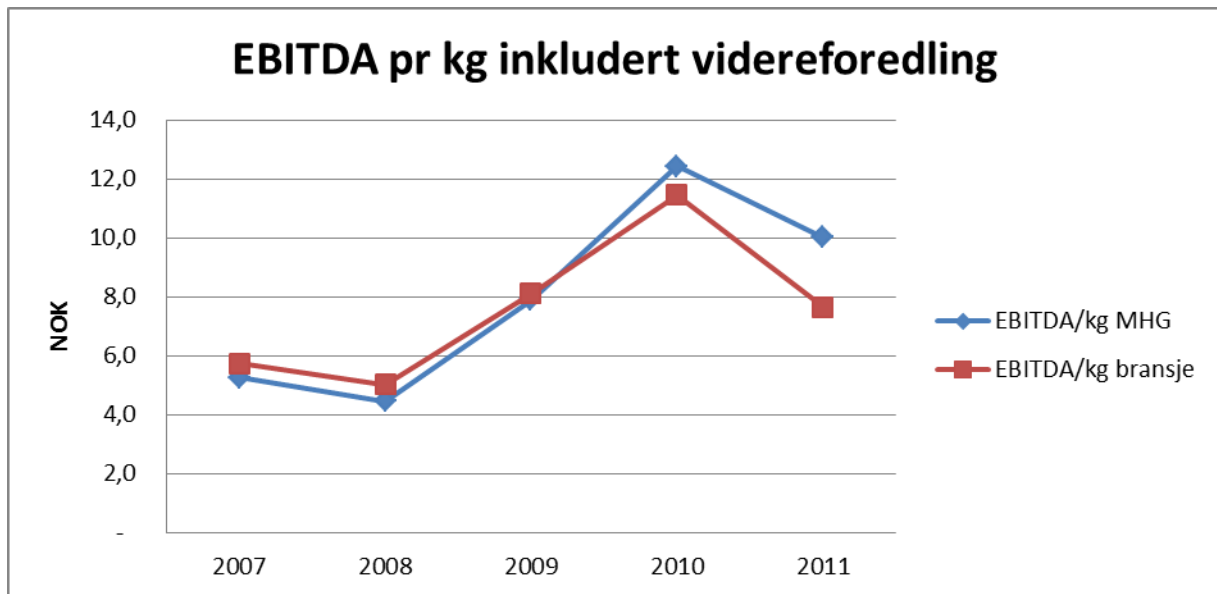


Marine Harvest har siden 2009 ligget under gjennomsnittet av de to konkurrentene i driftskostnader pr kg slaktet fisk. Forskjellen kan som nevnt i internanalysen etter all sannsynlighet tilskrives stordriftsfordeler, da Marine Harvest årlig slakter om lag tre ganger så mye som Mainstream og seks ganger så mye som Grieg Seafoods. Marine Harvest har som vi ser de siste to årene ligget under 25 kr/kg i kostnadsnivå, mens de to konkurrentene ligger noen kroner høyere. En annen ting vi merker oss er at Marine Harvests kostnader er redusert siden 2007, i en periode der begge konkurrentene har hatt en drastisk økning i kostnader. Dette gir selskapet en sterk relativ posisjon i markedet.

## 7.2 EBITDA pr kg inkl. videreforedling

Videreforedlingsenheten til Marine Harvest, MH VAP Europe, er en stor del av konsernets virksomhet, med årlige inntekter på i overkant av fire milliarder kroner de siste årene. Videreforedlingsenhetene til Lerøy og SalMar er som nevnt ikke mulig å skille fra oppdrettsvirksomheten, men siden begge har videreforedling som en del av konsernet innebærer det at de kan sammenlignes med Marine Harvests samlede EBITDA, det vil si fra både oppdrett og videreforedling. Jeg har her valgt å sammenligne selskapenes EBITDA pr kg slaktet fisk, som et estimat på hvilke verdier, inkludert videreforedling, selskapene klarer å generere pr kg fisk som slaktes. En direkte sammenligning blir da under forutsetning om at

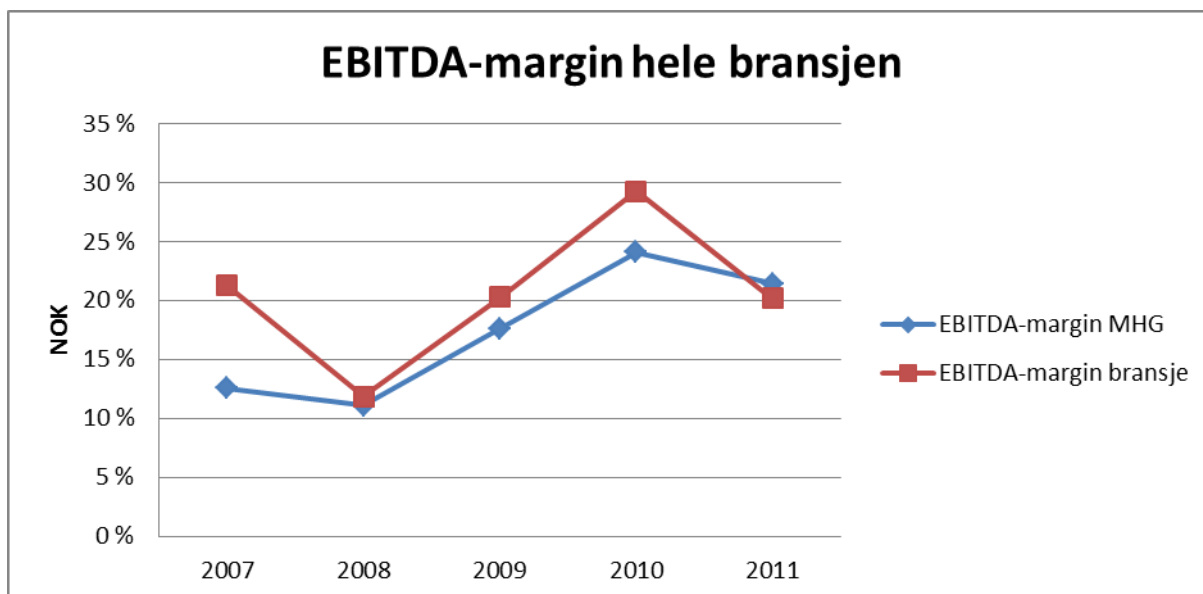
selskapenes respektive videreforedlingsenheter kjøper det aller meste av sine råvarer fra konsernets egen oppdrettsvirksomhet. Lerøy og SalMar rapporterer som nevnt ingen informasjon om dette, men segmentrapporteringen til Marine Harvest avslører at oppdrettsenhetenes inntekter fra internt salg passer godt inn i videreforedlingsenhetens driftskostnader. Jeg mener derfor at det er rimelig å anta at også Lerøy og SalMar videreforedler hovedsakelig sin egen fisk. Sammenligningen blir som følger:



Vi ser at utviklingen de siste to årene har vært gunstig relativt sett for Marine Harvest også i forhold til disse konkurrentene. Bransjen som helhet er rammet av lakseprisfallet i 2011, men Marine Harvest kommer vesentlig bedre ut relativt sett. Dette er også positivt med tanke på selskapets relative posisjon.

### 7.3 EBITDA-margin

Jeg har også sammenlignet Marine Harvest med bransjens gjennomsnittlige EBITDA-margin, det vil si EBITDA/omsetning. Nøkkeltallet har et bredere perspektiv på lønnsomheten, og sammenligner hvor mye selskapene faktisk sitter igjen med pr omsatte krone. Her har jeg inkludert alle de fire konkurrentene i bransjegjennomsnittet:



Her ligger Marine Harvest under bransjegjennomsnittet i hele perioden frem til og med 2010. Grunnen til at selskapet ikke er "best i klassen" her er videreforedlingsenhetens relativt svake EBITDA-margin. Mens resten av oppdrettsenhetene i 2011 oppnår en EBITDA-margin på hele 28 % av eksternt salg, oppnår videreforedlingsenheten kun 4 %. Det er lett å tenke at videreforedlingsvirksomheten trekker ned lønnsomheten i konsernet og kanskje burde vært avviklet, men sånn er det ikke. VAP-enheten kjøper laks internt av oppdrettsenhetene til markedspris, og så lenge de klarer å generere overskudd fra videreforedlingen vil dette bidra positivt til konsernets absolutte lønnsomhet, selv om de relative målene forverres.

Som forklart er det flere problemer med bruken dette nøkkeltallet, og jeg vil ikke trekke noen bastante konklusjoner fra det. Likevel kan det være verdt å merke seg at Marine Harvest også her oppnår en bedring i forhold til konkurrentene i 2011.

## 7.4 Oppsummering nøkkeltall

For å oppsummere nøkkeltallsanalysen kan vi konkludere med at Marine Harvest

1. har lavere oppdrettsrelaterte kostnader pr kg slaktet laks enn sine sammenlignbare konkurrenter
2. har høyere verdiskapning inkludert videreforedling pr kg slaktet laks enn sine sammenlignbare konkurrenter



3. har en total fortjeneste pr omsatte krone som i dag er på samme nivå som konkurrentene, men som har bedret seg relativt sett det siste året

Jeg vil videre i verdsettelsen benytte meg av disse resultatene i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

## 8 Fremtidsregnskap og verdsettelse

Fremtidsregnskapet, det vil si mine prognoser på fremtidige kontantstrømmer, vil danne grunnlaget for selve verdsettelsen av Marine Harvest. Jeg vil i det følgende utarbeide detaljerte og begrunnede prognoser på de forskjellige postene, for avslutningsvis å sette disse sammen til et endelig fremtidsregnskap. Prognosene bygger dels på historiske analyser som utføres i dette kapitlet, dels på den strategiske analysen og analysen av nøkkeltall.

Som jeg nevnte i presentasjonen av verdsettelsesmetoder kan man lage spesifikke prognoser for flere år fremover, men selve verdsettelsen baserer seg på forventinger om kontantstrømmer for resten av selskapets levetid, så på ett eller annet tidspunkt må det settes en terminalverdi for selskapet, en verdi som skal gjelde for resten av levetiden. Denne terminalverdien settes med forutsetning om at selskapet er i såkalt "steady state", det vil si at den aktuelle kontantstrømmen kan antas å gjelde for resten av levetiden, med en konstant vekst. I prognoseperioden før terminalverdien vil en operere med variabel vekst på budsjettet, men det er viktig at denne henger sammen med terminalverdien, slik at budsjettperioden "bygger bro" mellom den variable og den konstante veksten (Kinserdal 2011).

Bransjens pågående innhenting etter krisen i Chile og endringer i etterspørselen i form av sterkt voksende markeder i Asia taler for at bransjen på ingen måte er i steady state i dag. Ideelt sett bør en prognoseperiode være på 6-10 år, men det mest brukte blant finansanalytikere er en periodelengde på 4-5 år (Kinserdal 2011).

Laksebransjen er som nevnt, med sine store svingninger på tilbudssiden, en svært syklisk bransje. Jeg tror 2012 vil markere bunnen på den pågående nedgangstiden i bransjen, og at markedet deretter gradvis vil hente seg inn igjen og nå steady state i 2016. Markedet vil selvfølgelig fortsette å fluktuere, men steady state-nivået i 2016 er representert da et estimat på hvilket nivå markedet vil *fluktuere rundt*, altså et gjennomsnittsnivå med konstant vekst. Jeg vil derfor fremskrive kontantstrømmene for de neste fem årene, der overgangen fra 2015 til 2016 vil markere den nevnte "brobyggingen" mellom den variable og konstante veksten.

## 8.1 Driftsinntekter

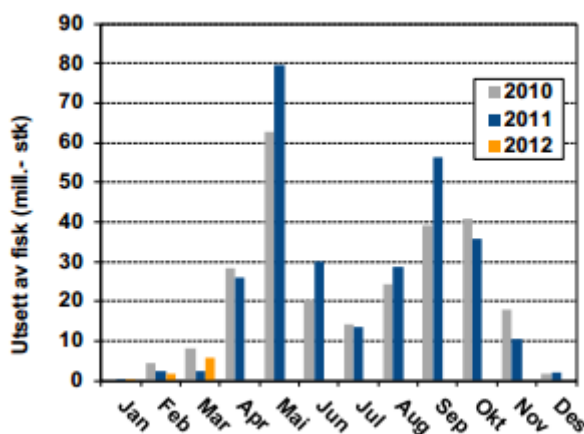
Driftsinntektene kan i utgangspunktet deles inn i volumvekst i markedet, markedsandel og pris. På den måten vil man kunne vurdere hver av disse tre variablene hver for seg, og på bakgrunn av det komme frem til totale driftsinntekter. Tall for markedsandeler for denne bransjen er krevende å utarbeide. Det norske analyseselskapet Kontali Analyse er verdensledende innen analyse av akvakultur, og leverer ukentlige, månedlige og årlige analyser av det globale markedet for laks. Både eksterne analytikere og ikke minst selskapene selv benytter seg av disse analysene i sitt daglige virke. Også Marine Harvests Industry Handbook 2010, som jeg har benyttet mye blant annet i den strategiske analysen, er i stor grad basert på analyser fra Kontali. Tilgang til disse analysene hadde definitivt både lettet mitt arbeid, men ikke minst kunnet utvide mine muligheter for analyse, spesielt med tanke på markedsandeler. Analyseselskapet er derimot privat, og en rapport som for eksempel "Salmon World 2012", som gir en *"oppdatert oversikt over markedet for laks globalt og omfatter produksjon, fangst, etterspørsel, handel og priser for alle kommersielle laksearter"* koster NOK 4500 og er dermed uaktuell for meg. Jeg anser det dessuten som en rimelig forutsetning at markedsandelene i bransjen i stor grad er "satt" med tanke på at driften er konsesjonsbasert og at nye konsesjoner, som nevnt i strategikapitlet, i liten grad utstedes.

Jeg vil derfor anta en konstant markedsandel, og fremskrive Marine Harvests volum og markedsprisen på laks, basert på mine forventninger om fremtidig tilbud og etterspørsel i det globale markedet. Videreforedlingsenheten og dens bidrag til konsernets EBITDA vil jeg analysere separat, i den grad det lar seg gjøre.

### 8.1.1 Volum oppdrett

En god ledende indikator for slaktevolum på mellomlang sikt er statistikk for utsett av smolt, da det som nevnt tar i gjennomsnitt 18 måneder fra utsett til slakting (MHG Industry Handbook 2010). Marine Harvest oppgir derimot ikke konkrete tall for hvor mye smolt som settes ut i sine årsrapporter, men kommenterer hvorvidt årets utsett er høyt eller lavt. I

årsrapporten for 2011 opplyser selskapet at blant “tiltak for å styrke kontantstrømmen” i 2012 var en reduksjon av antall utsatte smolt med 3,8 millioner i 2011 og hele 7,5 millioner i 2012. Denne beslutningen ble tatt i tredje kvartal 2011, og med de nevnte 18 månedene det tar fra utsett til slakting vil reduksjonen i 2011 påvirke slaktevolumet i 2013 og reduksjonen i 2012 påvirke slaktingen både i 2013 og i 2014. Med en snittvekt på 4,5 kg pr slakteferdig fisk, som er den mest normale slaktestørrelsen, gir de planlagte reduksjonene i utsett av smolt henholdsvis 17 000 og 34 000 tonn mindre slakteferdig fisk i de nevnte periodene. Statistikk fra FHL<sup>15</sup> for årets første tre måneder viser derimot at antall utsatt smolt i Norge (alle produsenter) har økt med 48 % sammenlignet med samme periode i fjor:



Utsett av fisk i Norge. Kilde: FHL

Jeg tror derfor ikke Marine Harvest går “mot strømmen” og gjennomfører like drastiske reduksjoner i utsett i 2012 som de i tredje kvartal 2011 bestemte seg for. Jeg legger derfor til grunn en reduksjon i smoltutsett i 2012 på 3,8 millioner, tilsvarende reduksjonen i 2011. Videre tror jeg at myndighetenes kritiske blikk på manglende bærekraft i bransjen, som diskutert i den strategiske analysen, vil begrense mulighetene for utvidelse av kapasitet i den nærmeste fremtid, i hvert fall i Norge. Prognosen på volum for Marine Harvest ser da slik ut:

	2012 E	%/pr kg	2013 E	%/pr kg	2014 E	%/pr kg	2015 E	%/pr kg	2016 E	%/pr kg
Slaktevolum (tonn)	380 000	11 %	363 000	-4 %	346 000	-5 %	360 000	4 %	369 000	2,5 %

Prognosen for 2012 baserer seg på selskapets egne forventninger i henhold til den første kvartalsrapporten for 2012 og burde være relativt sikker. I tallene for 2013 og 2014 har jeg

<sup>15</sup> Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening

innarbeidet mine prognoser på de ventede effektene av reduksjonene i utsett av smolt. Som nevnt i den strategiske analysen har "den nye prisen" medført et markant økt forbruk av laks globalt, og jeg tror Marine Harvest fort vil justere volumene tilbake til nivåene for 2012, etter et lite "dip" i 2013-2014. For 2015 har jeg lagt til grunn en volumvekst på 4 %, mens veksten i 2016 er lik den konstante veksten, 2,5 %, som jeg kommer tilbake til. Marine Harvest vil da være tilbake på 2012-volumene i løpet av 2017.

Den nevnte misnøyen med næringens bærekraft tror jeg vil fortsette å gjøre seg gjeldende i flere år fremover, og produksjonen vil neppe kunne økes mye utover 2012-nivået før næringens rykte bedrer seg og nye lisenser tildeles i Norge. Dette støtter min beslutning om å sette det langsiktige nivået på volum til cirka 370 000, med en konstant vekst fra og med 2016.

### **8.1.2 Pris**

Som vist i presentasjonen av bransjen har tilbudet svært stor betydning for markedsprisen på laks; den lange ledetiden fra smoltutsett til slaktning gjør det vanskelig for aktørene å matche tilbud og etterspørsel, og prisen blir dermed svært volatil. I den strategiske analysen viste jeg at manglende mulighet for produktdifferensiering medfører at produsentene konkurrerer nesten utelukkende på pris og at den interne rivaliseringen derfor er relativt hard i bransjen. Like fullt avhenger prisen også av etterspørselen, der oppdretterne i det siste har sett og i fremtiden venter vesentlige endringer.

Grafen under er hentet fra nettsidene til Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (FHL) og viser den såkalte FCA Oslo-prisen på laks. Prisen er som vi ser en vektet gjennomsnittspris, og grunnen til dette er at norsk laks selges i mange størrelsesklasser. Likevel er det fisk på ca 4,5 kg det selges aller mest av, og jeg velger å se bort fra prisforskjellene for de ulike størrelsene og bruker gjennomsnittsprisen som en referansepris.

Denne prisen gjelder naturligvis bare for Norge. Likevel viser tall for korrelasjon mellom den norske FHL-prisen og den amerikanske FOB Miami-prisen (Chilensk og Kanadisk laks), at FHL-prisen er velegnet som referansepris for det globale markedet (MHG Industry Handbook 2010).

## Gjennomsnittspris til oppdretter (vektet)

Kilde: NOS, FHL



Som grafen viser var prisnivået i 2010 meget gunstig, og var et resultat av et knapt tilbud grunnet nedskaleringen i Chile (MHG Årsrapport 2010). I tredje kvartal 2011 falt prisen drastisk igjen, denne gangen som et resultat av en kraftig økning i slaktevolum i Chile og dermed markedstilbudet (MHG Årsrapport 2011). I løpet av fjerde kvartal 2011 kom prisene noe opp igjen (ca NOK 25), og har kommet på et enda litt høyere nivå i løpet av første kvartal 2012 (ca NOK 27).

Det globale slaktevolumet, og dermed tilbudet (alle produsenter), økte med 12,3 % i 2011 i forhold til 2010, som en følge av gjenoppbyggingen av næringen i Chile. Prisene falt som vi har sett drastisk som en følge av dette, men de økte volumene fordelte seg på en interessant måte geografisk. De største markedene, EU og USA, absorberte naturlig nok mest av de økte volumene i antall tonn, men den prosentvise veksten var generelt mye høyere i de små og mellomstore markedene (MHG Årsrapport 2011). Russland, Asia og Brasil økte sitt forbruk av laks med henholdsvis 24 %, 15-45 % og 25 % i 2011.

Den formidable forbruksveksten i de små og mellomstore markedene er ifølge konsernsjef i MHG, Alf Helge Aarskog (DN.no 9.5.2012), et resultat av både økt tilgjengelighet som en følge av bedre distribusjon og ikke minst den lave prisen. Denne "nye" prisen gjør ifølge konsernsjefen at laksen når ut til et større antall forbrukere i de nye markedene, samtidig som hver kunde spiser mer laks. I strategikapitlet, under diskusjonen om substitutter til laks,

henviste jeg til en artikkel i DN 16.5.2012 som påpekte at laksen som en følge av fjorårets prisfall står sterkere relativt til sine konkurrerende matvarer. Samme artikkel viser til en forbruksvekst i det europeiske laksemarkedet for første kvartal 2012 på hele 29 % i forhold til første kvartal i fjor. Den formidable veksten er ifølge Lerøy-sjef Henning Beltestad en *forsinket* effekt av prisfallet sommeren 2011, fordi laksen har vært solgt til EU-markedene på lange kontrakter.

De voldsomme volumøkningene i 2011 og første kvartal 2012 har med andre ord blitt absorbert i markedet i form av økt forbruk. Spørsmålet blir hva som skjer ved en eventuell prisoppgang når kunder som har begynt å kjøpe laks til lave priser opplever at laksen blir dyrere. Tatt i betraktning det *dramatiske* prisfallet (ca 30 %), er det økte forbruket trolig i stor grad en ren tilpasning *langs* tilbudskurven, og hvorvidt det har vært et skift i den underliggende etterspørselen er vanskelig å si noe om. Mine analyser har dog ikke gitt noen gode argumenter for et vesentlig skift i underliggende etterspørsel, og de budsjetterte volumene vil dermed neppe kunne absorberes til en mye høyere pris.

Dagens prisnivå (25-27 kr) er også meget utfordrende for bransjen, og trolig vil prisene komme noe opp i løpet av et års tid. Forward-prisene på laks levert i mai 2013 støtter den prediksjonen, da de ligger på om lag NOK 28 (fishpool.eu 11.5.2012). Jeg tror som nevnt at 2012 vil markere bunnen på denne syklusen i markedet, men at prisene neppe kommer mye over 30-tallet igjen på mellomlang sikt. Jeg legger derfor følgende årlige gjennomsnittspriser til grunn for resten av verdsettelsen:

	2012	2013	2014	2015	2016
Pris pr kg	27	27	28	30	30

### 8.1.3 MH VAP Europe

Marine Harvest deler i noteverket opp de rapporterte driftsinntektene etter segmenter:

(NOK MILLIONER)								
2010	MH NORWAY	MH SCOTLAND	MH CANADA	MH CHILE	MH VAP EUROPE	ANNET	ELIMINERINGER	SUM
Eksterne driftsinntekter	4 797,2	1 062,3	1 319,9	2 261,8	4 248,2	1 591,8		15 281,2
Interne driftsinntekter	3 283,4	114,5	51,0	32,0	285,0	179,7	-3 945,6	0,0
Operasjonelle driftsinntekter	8 080,6	1 176,8	1 370,9	2 293,8	4 533,3	1 771,5	-3 945,6	15 281,2
Operasjonell EBITDA	2 611,5	350,0	336,1	197,9	235,9	112,9		3 844,3

Det er denne inndelingen, gjennom å trekke eksterne driftsinntekter fra operasjonell EBITDA for alle enheter unntatt MH VAP Europe, som gjør det mulig å isolere de totale driftskostnadene før avskrivninger i oppdrettsvirksomheten, som jeg gjorde i analysen av nøkkeltall. VAP-enhetens mål er som tidligere diskutert å generere verdier utover de verdiene selskapet genererer bare ved oppdrett, og ideelt sett ville jeg derfor analysert VAP-enhetens bidrag som en historisk EBITDA-margin, og fremskrevet denne. Dermed ville denne posten i fremtidsregnskapet blitt et spørsmål om nettopp hvilke ekstra verdier jeg forventer at VAP-enheten klarer å generere i fremtiden.

Segmentrapporteringen viser derimot, som det fremgår av utsnittet, ingenting om de forskjellige *kostnadspostene* i hver enhet, men gir kun mulighet for å regne ut den totale driftskostnaden i enheten. For eksempel inneholder konsernregnskapspostene *varekostnad* og *lønnskostnader* tall fra både oppdrettsenhetene og VAP-enheten, uten at det er mulig å si noe om hvor store andeler som kommer fra hvilke enheter. Dette medfører at dersom VAP-enheten skal analyseres som forklart i avsnittet over, fordrer dette at også oppdrettsvirksomheten blir analysert som et rent EBITDA-bidrag, og at jeg dermed ikke kan si noe konkret om hvilke forventninger jeg har til for eksempel fremtidige vare- og lønnskostnader i konsernet.

VAP-enheten kunne som nevnt med fordel vært analysert som en ren EBITDA-bidragspost, men å slå sammen alle driftskostnader i oppdrettsvirksomheten synes jeg blir i overkant forenklet. Løsningen blir dermed å fremskrive de eksterne *driftsinntektene* for VAP-enheten separat. Kostnadene i VAP-enheten vil bli analysert sammen med konsernets andre kostnader og analysert post for post, i henhold til resultatoppstillingen i årsregnskapet.

Marine Harvest har oppgitt VAP-enhetens totale salgsvolum i antall tonn siden 2008, hvilket gjør det mulig å analysere hvilken gjennomsnittlig kilopris enheten har oppnådd på sine



produkter. Denne prisen avhenger selvfølgelig også av produktmiksen som selges, men denne er det vanskelig å si noe fornuftig om, og jeg velger å fremskrive enhetens inntekter i form av én prognose på volum og én prognose på gjennomsnittlig kilopris:

	2007 pr kg		2008 pr kg		2009 pr kg		2010 pr kg		2011 pr kg		Trend
Salgsvolum VAP			54 867		58 159		63 500		64 000		→
Omsetning VAP Europe	3 724		3 714	68	4 079	70	4 248	67	4 392	69	→

Som vi ser har VAP-enheten hatt en total volumøkning på over 16 % siden 2008, men de to siste årene har salget flatet ut. Enhetens salgsvolum synes også å være relativt uavhengig volumene i oppdrettsvirksomheten, da disse har svingt betydelig i samme periode.

Kiloprisene i 2010-2011 var ifølge selskapets årsrapporter relativt sett høye, og henger sammen med enhetens høye råvarepriser (for det meste sløyd laks) i samme periode. I andre halvdel av 2011 falt lakseprisen som kjent betraktelig, og enheten har i den forbindelse også senket prisene på de videreforedledede produktene. Selskapets første kvartalsrapport for 2012 avslører en skuffende inntjening med en realisert pris på NOK 65 pr kg. Jeg tror en kilopris på rundt dette nivået er noe selskapet må regne med i fremtiden dersom volumveksten i de små og mellomstore markedene skal fortsette som forventet på lang sikt.

VAP-enheten åpner i andre kvartal 2012 et nytt prosesseringsanlegg i Boulogne i Frankrike. Selskapet mener selv at dette vil *“bidra til at konsernet kan videre utnytte kundeporteføljen og legge til rette for vekst i markedet for produkter pakket i modifisert atmosfære (MAP), et marked med attraktive vekstrater og marginer”* (MHG Årsrapport 2011). Hvor stor påvirkning på resultatet det nye anlegget vil ha er vanskelig å si, men jeg tror en eventuell mer gunstig produktmik i beste fall vil hindre dagens oppnådde kilopris fra å falle.

På bakgrunn av de siste års utvikling, den forventede etterspørselsveksten og den forestående åpningen av nytt prosesseringsanlegg fremskriver jeg en volumvekst i takt med den voldsomme volumveksten i laksetilbudet i 2012, med deretter en svak volumvekst på 2 % årlig kombinert med en pris i 2012 på NOK 66, som mot 2015 vil stabilisere seg, i takt med lakseprisen, på om lag NOK 70:

	2012 E %/pr kg		2013 E %/pr kg		2014 E %/pr kg		2015 E %/pr kg	
Salgsvolum VAP (tonn)	70 000	9 %	71 400	2 %	72 828	2 %	74 285	2 %
Omsetning VAP Europe	4 620	66	4 784	67	4 952	68	5 200	70

## 8.2 Kostnader

Konsernets kostnader grupperes i fremtidsregnskapet som i rapportert konsernregnskap.

Følgende poster er inkludert i EBITDA:

	2007 %/pr kg		2008 %/pr kg		2009 %/pr kg		2010 %/pr kg		2011 %/pr kg		Trend
Varekostnad	9 147	65 %	8 505	65 %	8 828	60 %	7 781	51 %	8 399	52 %	→
Lønn	2 165	15 %	2 140	16 %	2 167	15 %	2 197	14 %	2 175	14 %	→
Restrukturering	42	0,3 %	40	0,3 %	44	0,3 %	46	0,3 %	48	0,3 %	→
Andre produksjonskostnader	966	7 %	969	7 %	1 021	7 %	1 553	10 %	2 011	12 %	→

Som tidligere nevnt gir Marine Harvests rapportering ingen mulighet for å skille hvor store andeler av de enkelte kostnadspostene som kommer fra henholdsvis oppdretts- og videreforedlingsenheten. Dermed inneholder postene tall fra begge enheter, og jeg har derfor valgt å analysere disse kostnadene i forhold til totale driftsinntekter i konsernet. Ideelt sett ville jeg analysert hver av disse kostnadspostene hver for seg i oppdrettsenheten og VAP-enheten i forhold til henholdsvis antall kilo slaktet fisk og solgte produkter, men siden separate tall ikke foreligger er den beste løsningen å analysere i prosent av totale driftsinntekter (Kinserdal 2011). Dermed vil også prognosene på disse kostnadene basere seg på de fremskrevne driftsinntektene.

### 8.2.1 Varekostnad

Årsrapportene til selskapet sier ingenting om hvilke konkrete kostnader som er inkludert i disse postene. Etter all sannsynlighet inneholder varekostnadene kostnader til fôring av fisk og produksjon av smolt. I tillegg inngår VAP-enhetens varekostnad, slaktet laks, i konsernets varekostnader (MHG Årsrapport 2011).

Varekostnaden har som vi ser av tabellen i innledningen til dette kapitlet blitt redusert betraktelig i prosent av salg siden 2009, i en periode der råvareprisene for både oppdrettsenheten (fôrkostnader) og videreforedlingsenheten (lakseprisen) har økt (MHG Årsrapport 2011). Den prosentvise reduksjonen er dog helt naturlig tatt i betraktning den store prisoppgangen på slaktet laks, og en isolert analyse av effekter av utvikling i

varekostnader er av nevnte grunner umulig. På bakgrunn av min internanalyse og nøkkeltallsanalyse, der jeg viste at MHG de siste årene har vært mer kostnadseffektive enn sine konkurrenter både i oppdrettsenheten og samlet sett, tror jeg varekostnaden i prognoseperioden blir som følger:

	2012 E	%/pr kg	2013 E	%/pr kg	2014 E	%/pr kg	2015 E	%/pr kg	2016 E	%/pr kg
Varekostnad	9 672	65 %	9 480	65 %	9 223	63 %	9 920	62 %	9 912	60 %

Varekostnaden går trolig kraftig opp i prosent av salg i 2012 i forhold til 2011, som en følge av prisfallet. Jeg legger til grunn en varekostnad i prosent av salg på 65 % for 2012. Tall for første kvartal 2012 viser en varekostnad på 61 % av salg, i et kvartal der prisene delvis har vært "reddet" av en høy andel salg på kontrakt (MHG 1. kvartalsrapport 2012). En lavere realisert gjennomsnittspris for hele 2012 vil trolig bidra til en varekostnad på 65-66 % av salget. Videre forventer jeg at varekostnaden vil reduseres gradvis og ende opp i "steady state" til 60 % av salg, der lakseprisen antas å være NOK 30 og kilopris for videreforedledede produkter NOK 70.

### 8.2.2 Lønnskostnader

Kostnader til lønn og godtgjørelser har som vi ser av tabellen på side 72 vært relativt stabil i prosent av salg over normaliseringsperioden. Trolig vil de to siste årenes andel på 14 % være for lavt grunnet forventninger om lavere omsetning. I 2008 var realisert pris på laks NOK 29, og lønnskostnadene 16 % av salg. Jeg tror fremtidige lønnskostnader vil ligge på dette nivået, kanskje noe lavere, og at en svak lønnsvekst vil motvirkes av effektivitetsforbedringer:

2012 E	%/pr kg	2013 E	%/pr kg	2014 E	%/pr kg	2015 E	%/pr kg
2 185	15 %	2 139	15 %	2 146	15 %	2 437	15 %

### 8.2.3 Restruktureringskostnader

Restruktureringskostnadene satte jeg i kapitlet om normalisering av historiske resultater til et "normalt" nivå på 0,3 % av salg:

	2012 E %/pr kg		2013 E %/pr kg		2014 E %/pr kg		2015 E %/pr kg	
Restrukturering	44	0,3 %	43	0,3 %	43	0,3 %	49	0,3 %

### 8.2.4 Andre produksjonskostnader

Denne kostnadsposten har økt betraktelig de to siste årene i prosent av salg. De rapporterte absolutte tallene har egentlig vært relativt stabile, men i perioden 2007-2009 var mange av disse kostnadene knyttet til den uvanlige situasjonen i Chile, og er dermed normalisert bort fra EBITDA. Likevel har konsernet hatt andre produksjonskostnader i samme størrelsesorden som under krisen i både 2010 og 2011. Likevel tror jeg disse kostnadene kommer noe ned i løpet av 2013-2014 som en følge av at situasjonen i Chile stabiliserer seg ytterligere:

	2012 E %/pr kg		2013 E %/pr kg		2014 E %/pr kg		2015 E %/pr kg	
Andre produksjonskostnader	1 748	12 %	1 284	9 %	1 288	9 %	1 462	9 %

### 8.3 Normalinvesteringer

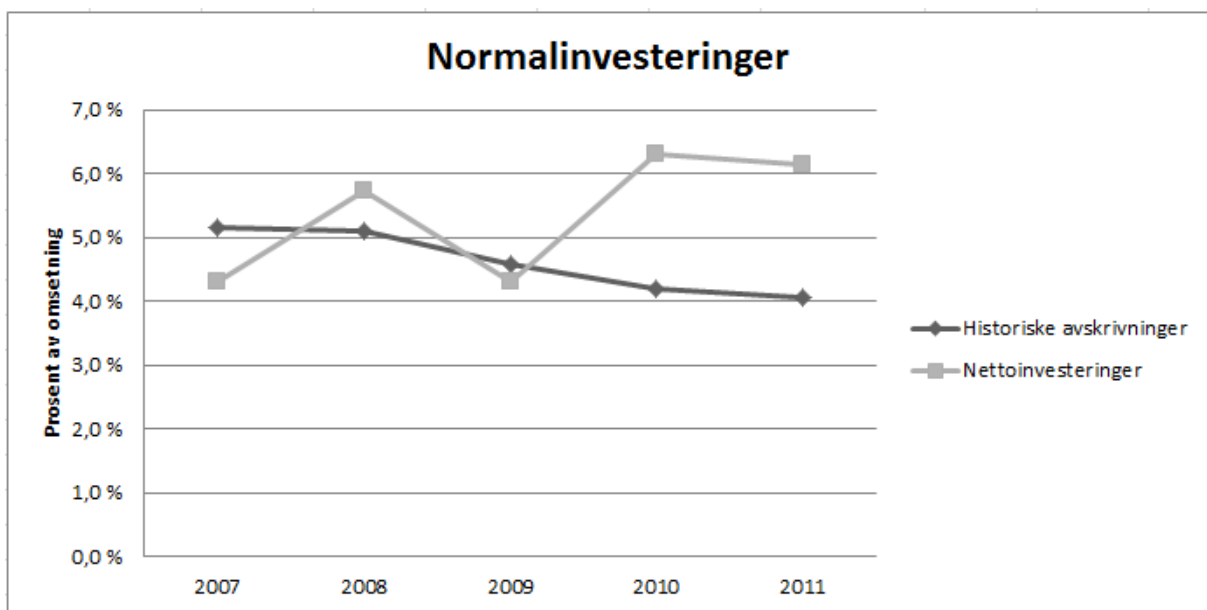
EBTIDA er som kjent et tall rensert for avskrivninger og investeringer. I utarbeidelsen av prognoseregnskapet må vi likevel ta hensyn til de forventede fremtidige investeringene, da dette naturligvis påvirker virksomhetens kontantstrøm og dermed verdi. Spørsmålet vi må stille er hvilke investeringer vi mener vil være nødvendige i fremtiden for å oppnå den EBITDA vi har prognostisert. Man bør da se på både historiske avskrivninger av og investeringer i driftsmidler (Kinserdal 2011).

Avskrivninger er ment å gi et estimat på driftsmidlenes årlige kostnad fordelt over deres forventede levetid. I teorien bør dette være et godt mål på fremtidig årlige investeringer, men vi vet at regnskapsmessige avskrivninger kan avvike betydelig fra driftsmidlenes faktiske kostnad. For eksempel hender det ikke sjelden at driftsmidler som er i full anvendelse er avskrevet til null, og dermed ifølge årsregnskapet ikke har noen årlig kostnad.

Historiske nettoinvesteringer i driftsmidler hentes fra årsrapportens kontantstrømoppstilling. Her får vi et bilde av hvilke faktiske transaksjoner i forbindelse med kjøp og salg av

driftsmidler som har vært gjennomført de siste årene. Dette tallet bør også i teorien gi en god pekepinn på fremtidige investeringer, men vi bør være oppmerksomme i denne analysen. Blant annet må alle investeringer i driftsmidler som skriver seg fra oppkjøp holdes utenfor; de er ikke en del av den normale driften. En må også huske på at vi er på jakt etter de *løpende normale* investeringene, og at spesielle kjøp og salg eller engangsforhold derfor må holdes utenfor.

Jeg har gjennomgått regnskapene for 2007-2011 og fremstilt avskrivninger og nettoinvesteringer, i prosent av normalisert omsetning, i følgende graf:



Vi ser at avskrivningene for det meste har ligget på et litt lavere nivå enn normalinvesteringene. Spørsmålet blir nå hvor det fremtidige investeringsnivået vil ligge i forhold til disse grafene. Historiske avskrivninger er som oftest lavere enn fremtidige nødvendige investeringer, og det er tre gode grunner til dette (Kinserdal 2011):

1. Vi har inflasjon, og driftsmidler kjøpt for 5-15 år siden vil dermed normalt være dyrere i dag enn anskaffelseskosten som avskrivningene baseres på.
2. Ofte er noen anleggsmidler i bruk nedskrevet til null.
3. Dersom det forutsettes at bedriften er i vekst vil det være behov for kapasitetsinvesteringer, oppkjøp og lignende, og historisk avskrivningsnivå er dermed ikke representativt.

I vurderingen av om historiske nettoinvesteringer er representative for det fremtidige investeringsbehovet må det vurderes om de siste årenes investeringer har vært relativt høye eller lave. For eksempel kan det nylig ha vært investert i fabrikker eller maskiner som vil gjøre de kommende årenes investeringsbehov lavt. På den annen side vil bedrifter med dårlig råd typisk underinvestere, og opplever da et etterslep på investeringssiden med dertil høyere behov fremover.

Av grafen ser vi at investeringsnivået har vært noe høyere de to siste årene enn de tre foregående, men Marine Harvest ikke foretatt noen helt spesielt store investeringer i driftsmidler. Avskrivningene er på sin side som vi ser i en fallende trend i prosent av salg, men alt i alt synes et fremtidig investeringsnivå på 5 % av omsetningen å være rimelig. Dette nivået ligger litt over de historiske avskrivningene og litt under de to siste årenes relativt høye nettoinvesteringsnivå.

#### **8.4 Engangsinvesteringer i perioden**

Marine Harvest opplyser ikke i sine årsrapporter om noen forestående engangsinvesteringer i overskuelig fremtid. Derimot, som nevnt i strategikapitlet under “trussel fra leverandører”, har selskapet inngått avtaler som åpner for muligheten til etablering av et ledende norsk laksefôr-selskap med en årlig produksjon på opp mot 500 000 tonn laksefôr. Jeg velger dog å støtte meg på markedets negative reaksjon og det nevnte utspillet fra analytikeren i Norne Securities, som begge tyder på at en slik investering neppe vil føre til økt lønnsomhet for Marine Harvest. Med andre ord forutsetter jeg at selskapet ikke benytter seg av denne muligheten i fremtiden.

#### **8.5 Endring i arbeidskapital**

Arbeidskapital er midler som er bundet opp for at selskapet skal kunne drive. Varelager er den mest typiske arbeidskapitalen. Netto arbeidskapital kan defineres som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. I en verdsettelse vil kun *endringene* i arbeidskapitalen innvirke på verdien av selskapet. Det er også viktig å skille mellom ulike typer arbeidskapital; det er kun arbeidskapital som endrer seg med endret omsetning som vil påvirke verdien, det vil si den

vekstavhengige arbeidskapitalen. Metoden for å finne denne er å analysere det historiske nivået på vekstavhengig arbeidskapital, og fremskrive endringene deretter.

Som nevnt har produksjon av laks en betydelig ledetid, og det påløper kostnader i flere år før fisken selges. Marine Harvests varer i arbeid, det vil si fisk i sjøen, blir dermed av en betydelig størrelsesorden. Oppdrettsnæringen er som nevnt i normaliseringskapitlet pålagt å resultatføre prisendringers påvirkning av dette varelageret, endringer hvis natur er uavhengig den underliggende driften og dermed normaliseres bort fra EBITDA. Posten må likevel inkluderes i arbeidskapitalen, fordi den representerer det nevnte varelageret til selskapet, og dermed gir et bilde av hvilke midler som årlig ligger bundet opp i denne delen av produksjonen. Store svingninger vil kunne gi et skjevt bilde av hvert års arbeidskapital, men jeg bruker gjennomsnittet av de historiske tallene, og effektene av enkeltsvingninger blir dermed dempet. Resultatet av beregning av historisk vekstavhengig arbeidskapital ser ut som følger (fullstendig tabell i vedlegg 1):

	2007	2008	2009	2010	2011
Netto vekstavhengig arbeidskapital	6774	6738	6274	8280	7284
I prosent av salg	48 %	51 %	43 %	54 %	45 %
<b>Gjennomsnittlig arbeidskapital i pst av salg</b>	<b>48 %</b>				

Det er ingen veldig store enkeltutslag i prosentvis arbeidskapital for perioden, og følgelig vil jeg bruke gjennomsnittet, 48 %, som et estimat på hvilken arbeidskapital som er bundet opp for hvert år, og justere den operasjonelle kontantstrømmen med de tilhørende *endringene* fra år til år, som jeg viser i det endelige fremtidsregnskapet i slutten av dette kapitlet.

## 8.6 Effektiv skatt

I denne modellen beregnes skatten av prognostisert EBTIDA fratrukket normale investeringer. Den effektive skattesatsen har variert veldig i normaliseringsperioden. Jeg beregnet hva faktisk skattekostnad for hvert år ville utgjort i prosent av normalisert EBITDA, og resultatene sprikte mellom (-51 %) i 2008 og 39 % i 2010. Dette viser at skattekostnaden ofte fremstår som helt løstrevet, i hvert fall fra den normaliserte EBITDA. Spørsmålet er som

nevnt hva den effektive skattesatsen blir fremover, og i stedet for å bruke historiske tall kan man med fordel bruke enkle tommelfingerregler (Kinserdal 2011).

Én av disse tommelfingerreglene relaterer seg direkte til lakseoppdrett, og sier at ved drift i Norge, der den nominelle skattesatsen er 28 %, blir effektiv skattesats for oppdrettere omtrent 20 %. Grunnen til dette er verdijusteringen av de biologiske eiendelene, som ikke er med i den normaliserte EBITDA.

Akkurat denne proSENTSatsen gjelder naturlig nok bare for oppdrett i Norge, og Marine Harvest har som kjent virksomheter i mange land. Jeg har utarbeidet en tabell basert på segmentrapporteringen fra årsrapporten 2011, der jeg beregner en veid nominell skattesats for konsernet, basert på hver enhets andel av konsernets EBITDA og skattemessige tilhørighet (vedlegg 2). Beregningen gir en veid nominell skattesats for konsernet på 27 %.

Hvorvidt og i hvilken grad de samme skattemessige effektene gjør seg gjeldende i de utenlandske enhetene, og at effektiv skattesats dermed er betydelig lavere enn den nominelle er vanskelig å si noe om, men siden den norske enheten bidrar med 67 % av konsernets EBITDA vil tommelfingerregelen gjelde i stor grad uansett. Jeg legger derfor til grunn en effektiv skattesats på 20 % i verdsettelsen.



## 8.7 Endelig fremtidsregnskap

	2012 E	%/pr kg	2013 E	%/pr kg	2014 E	%/pr kg	2015 E	%/pr kg	2016 E	%/pr kg
Slaktevolum (tonn)	380 000	11 %	363 000	-4 %	346 000	-5 %	360 000	4 %	369 000	2,5 %
Omsetning oppdrett	10 260	27	9 801	27	9 688	28	10 800	30	11 070	30
Salgsvolum VAP (tonn)	70 000	9 %	71 400	2 %	72 828	2 %	74 285	2 %	76 142	2,5 %
Omsetning VAP Europe	4 620	66	4 784	67	4 952	68	5 200	70	5 330	70
Varekostnad	9 672	65 %	9 480	65 %	9 223	63 %	9 920	62 %	9 912	60 %
Lønn	2 232	15 %	2 188	15 %	2 196	15 %	2 400	15 %	2 460	15 %
Restrukturering	45	0,3 %	44	0,3 %	44	0,3 %	48	0,3 %	49	0,3 %
Andre produksjonskostnader	1 786	12 %	1 313	9 %	1 318	9 %	1 440	9 %	1 476	9 %
<i>Totale kostnader pr kg</i>	<i>31</i>		<i>30</i>		<i>31</i>		<i>32</i>		<i>31</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>1 146</b>	<b>8 %</b>	<b>1 561</b>	<b>11 %</b>	<b>1 859</b>	<b>13 %</b>	<b>2 192</b>	<b>14 %</b>	<b>2 503</b>	<b>15 %</b>
Normale investeringer	744	5 %	729	5 %	732	5 %	800	5 %	820	5 %
Netto driftsavhengig arb.kap	7 142	48 %	7 001	48 %	7 027	48 %	7 680	48 %	7 872	48 %
Endring i arbeidskapital	-142		-142		27		653		192	
Effektiv skatt	80	20 %	166	20 %	225	20 %	278	20 %	337	20 %
<b>Operasjonell kontantstrøm etter skatt</b>	<b>463</b>	<b>3 %</b>	<b>807</b>	<b>6 %</b>	<b>875</b>	<b>6 %</b>	<b>461</b>	<b>3 %</b>	<b>1 154</b>	<b>7 %</b>

## 8.8 Verdsettelse

Selskapsverdien til Marine Harvest beregnes etter følgende formel:

$$EV = \frac{CF_{2012}}{1+r} + \frac{CF_{2013}}{(1+r)^2} + \frac{CF_{2014}}{(1+r)^3} + \frac{CF_{2015}}{(1+r)^4} + \frac{CF_{2016}}{(1+r)^4} \frac{r-g}{r-g}$$

Der

- CF<sub>x</sub> er den operasjonelle kontantstrømmen etter skatt for år x
- r = WACC = 7,6 %
- g representerer den langsiktige veksten i kontantstrømmene

Den langsiktige vekstkomponenten i terminalverdien,  $g$ , består av to typer vekst: realvekst og inflasjon. Å påstå at et selskap skal kunne vokse mer enn økonomien på lang sikt er helt urimelig (Kinserdal 2010), og jeg setter derfor denne til min forventning om langsiktig vekst i økonomien. Inflasjonsmålet til Norges Bank er på 2,5 %, men inflasjonen i Norge har vært vesentlig lavere de siste årene. Markedet til Marine Harvest er uansett i all hovedsak utenfor Norges grenser, og inflasjonen har også her vært svært lav de siste årene. Jeg tror inflasjonen som vil gjøre seg gjeldende for Marine Harvest vil ligge på rundt 1,5 % på lang sikt, mens den reelle veksten i lakseproduksjonen vil ligge på om lag 1 %. Dermed setter jeg den langsiktige veksten,  $g$ , til 2,5 %.

Verdsettelsen av egenkapitalen til Marine Harvest blir da som følger:

<b><u>Verdsettelse</u></b>	
Verdi prognoseperiode	2 176
+ Terminalverdi	17 051
- Netto finansiell gjeld	5 608
= Verdi av egenkapital	13 618
<b>Pr aksje</b>	<b>3,80</b>

## 9 Komparativ verdsettelse

Jeg vil som nevnt innledningsvis i oppgaven benytte meg av komparativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Jeg har valgt de norske, børsnoterte lakseoppdrettskonsernene Lerøy Seafood Group, Grieg Seafood, SalMar og Cermaq som sammenlignbare selskaper. Som jeg nevnte i analysen av nøkkeltall skiller disse selskapene seg noe fra hverandre hva gjelder virksomhetsområder. For eksempel driver Cermaq både med oppdrett og fôrproduksjon, mens SalMar, Lerøy og Marine Harvest har både oppdrett og videreforedling. Grieg Seafood er et rent oppdrettskonsern. Like fullt driver disse selskapene i høyeste grad i samme bransje, med hovedsakelig de samme operasjonelle risiki

og verdidrivere. Derfor egner disse selskapene seg uansett godt som sammenligningsgrunnlag i en komparativ verdsettelse.

Som argumentert for tidligere i oppgaven er EBITDA et tall som i stor grad er fritt for poster av vurderingsmessig karakter. Jeg har derfor valgt multiplikatoren EV/EBITDA som hovedfokus i den komparative verdsettelsen. EV står for Enterprise Value, og er altså egenkapitalens markedsverdi justert for netto finansiell gjeld. Bakgrunnen for denne justeringen er at EBITDA er inntjening før rentekostnader, altså inntjening som skal fordeles på både eiere av egenkapitalen og gjelden. EBITDA-tallene for konkurrentene bør være normalisert, men siden en benytter et gjennomsnitt av flere konkurrenter behøver ikke tallene å normaliseres like nøye som ved en fundamental verdsettelse av ett selskap (Kinserdal 2011). Jeg har derfor renset EBITDA-tallene for engangsgevinster og tap. Jeg har brukt tall fra både årsrapportene for 2011 og den første kvartalsrapporten for 2012 for alle selskapene, unntatt SalMar, som pr 24. mai ikke hadde publisert sin kvartalsrapport. Aksjekursene jeg har benyttet er pr 30.3.

I tillegg til EV/EBITDA har jeg inkludert flere multiplikatorer, med den hensikt å få et bedre helhetsbilde. Følgende multiplikatorer er inkludert, der alle resultat/fortjeneste-tall er før verdiendringer i biologiske eiendeler og engangsgevinster/tap:

- **P/E:** Pris/fortjeneste. Måler markedsprisen på egenkapital relativt til årets totalresultat (bunnlinjen)
- **EV/EBIT:** Samme som EV/EBITDA, men inkludert av- og nedskrivninger
- **Pris/bok:** Måler markedsprisen relativt til den bokførte verdien av egenkapitalen

Resultatene av analysen ble som følger:

	<b>P/E</b>	<b>EV/EBIT</b>	<b>EV/ EBITDA</b>	<b>Pris/ bok</b>
Cermaq	5,5	5,4	4,3	1,2
Lerøy	4,9	4,8	3,7	0,8
Grieg Seafood	2,8	6,5	3,5	0,4
SalMar	5,9	8,0	5,9	1,4
<b>Bransjegjennomsnitt</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>4,4</b>	<b>1,0</b>
<i>Marine Harvest</i>	3,7	5,4	4,1	1,0

Aksjekursen til Marine Harvest pr 30.3 var NOK 2,94. Som det fremgår av tabellen kan selskapet virke å være noe underpriset i forhold til gjennomsnittet i bransjen. Dette støtter også den fundamentale verdien jeg har kommet frem til i verdsettelsen, NOK 3,80.

## 10 Sensitivitetsanalyse

Verdien jeg har kommet frem til i den fundamentale verdsettelsen, NOK 3,80 pr aksje, baserer seg på mine forventninger om fremtidig inntjening og et estimat på avkastningskravet. Med andre ord er alle parametere og verdier som ligger bak verdsettelsen mine beste estimater, mens systematisk risiko som nevnt er tatt høyde for i avkastningskravet. En sensitivitetsanalyse er likevel hensiktsmessig fordi den kartlegger hvordan små endringer i disse usikre estimatene vil påvirke den fundamentale verdien av selskapets egenkapital.

Jeg har analysert de parameterne jeg mener er de viktigste for verdien av selskapet. På EBITDA-siden har jeg valgt å vurdere prosentvise endringer i oppnådde markedspriser, volum og kostnader. I tillegg har jeg vurdert endringer i WACC og langsiktig vekst.

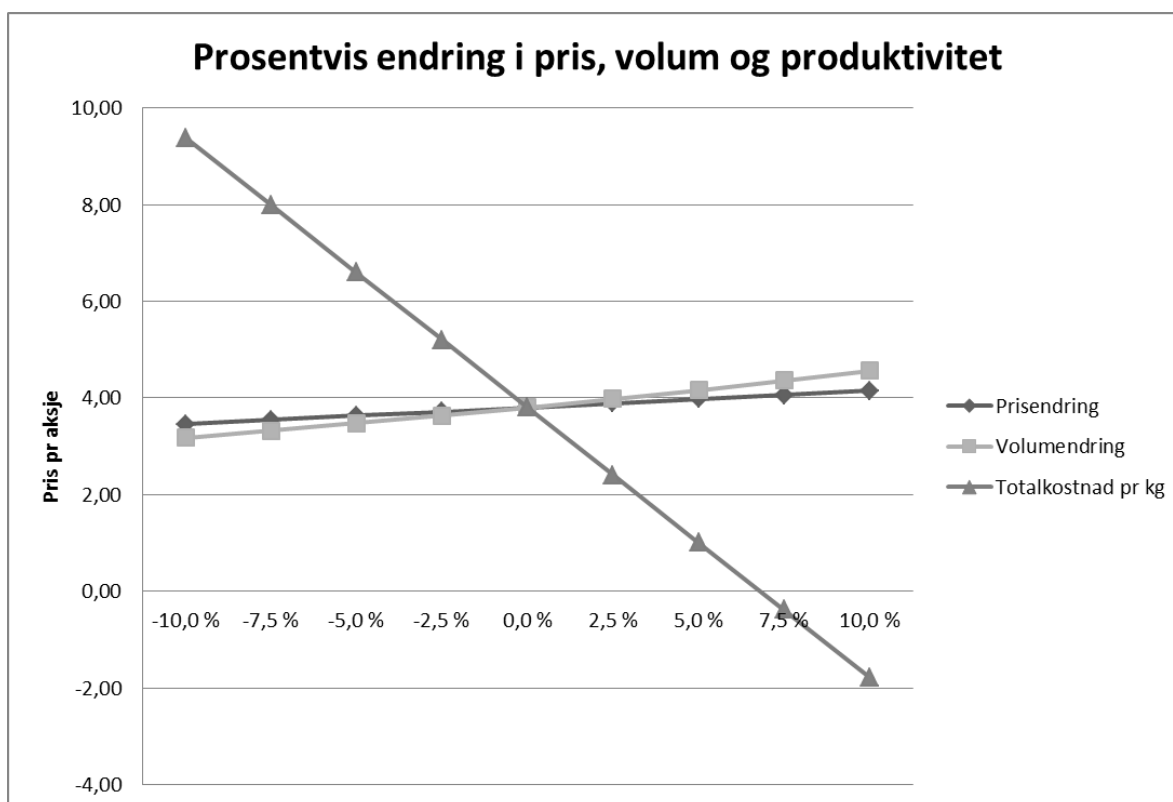
### 10.1 Pris, volum og kostnader

Endringer i pris har jeg analysert ved å la både lakseprisen og prisen på videreforedledede produkter endre seg samtidig. Enhver prisendring har jeg latt påvirke hvert års pris og den langsiktige prisen med den aktuelle prosentsatsen. Selv om lakseprisen og prisen på de videreforedledede produktene som tidligere nevnt virker å være relativt uavhengige, gir denne analysen et godt bilde av i hvilken grad prisendringer påvirker verdien.

Endringer i volum har jeg, som for prisene, latt endre seg med samme prosentsats både for oppdrettsenheten og videreforedlingsenheten. De samme argumentene gjelder for volum som for pris.

Kostnadene som inngår i EBITDA har jeg analysert samlet. Dette gir et godt bilde av hvordan generelle endringer i kostnadsnivå vil kunne påvirke verdien. Jeg har dividert hvert års totale driftskostnader på hvert års totale salgsvolum (oppdrett og videreforedling). Dermed vil denne analysen gi et bedre bilde av endringer i produktivitet enn dersom analysen var gjennomført i prosent av omsetning, som jo er veldig avhengig av prisfluktasjoner.

Sensitivitetsanalysen av disse parameterne ser slik ut grafisk:



Prosentvise pris- og volumendringer viser seg å påvirke verdien av selskapet i langt mindre grad enn tilsvarende prosentvise produktivitetsendringer. Resultatet er dog ikke overraskende med tanke på at både pris- og volumendringer også øker det absolutte kostnadsnivået i min modell, fordi kostnadene i fremtidsregnskapet står i prosent av omsetning. Totalkostnaden pr kg derimot, analysert som her, viser at selv små endringer i produktivitet gir store utslag i pris pr aksje.

Resultatet bør dog sees i sammenheng med den relative *sannsynligheten* for utslag i disse tre parameterne. Som nevnt falt lakseprisen bare i løpet av noen få måneder i 2011 med om lag 50 %, mens produktiviteten, som analysert her i kostnader pr kg totalt, kun har variert mellom NOK 30 og NOK 31 i løpet av hele normaliseringsperioden. Beregnet aksjekurs er med andre ord relativt sett mye mer sensitiv for endringer i totalproduktivitet, men fluktasjoner i denne er langt mindre sannsynlig enn fluktasjoner i pris og volum.

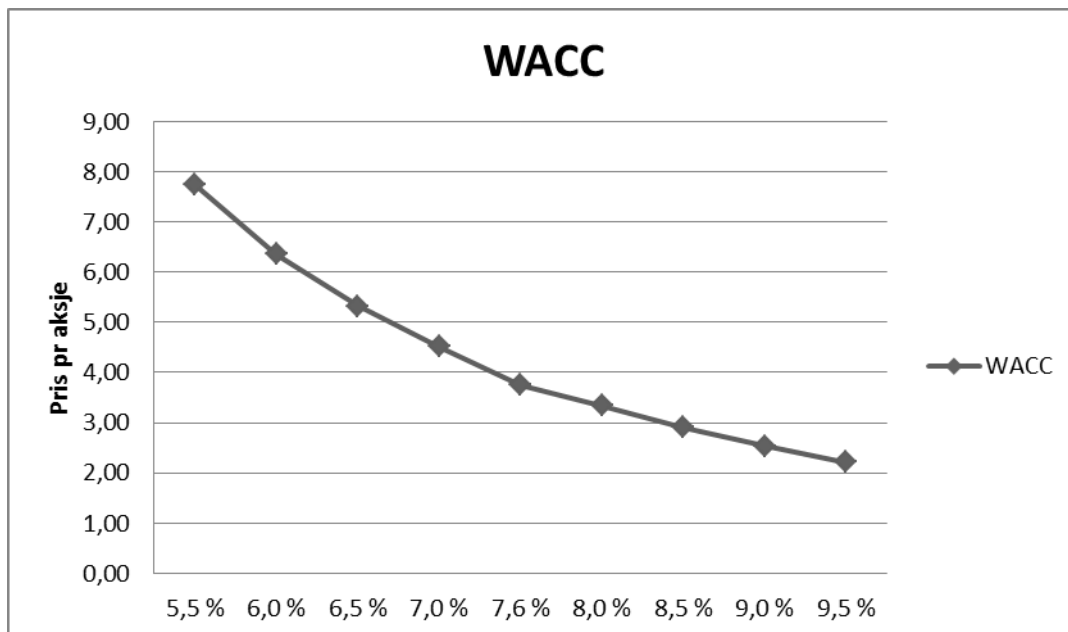
Siden jeg her viser at beregnet aksjekurs er svært sensitiv for endringer i totalproduktivitet, synes jeg det er på sin plass med en rimelighetsvurdering av mine kostnadsprognoser i fremtidsregnskapet, siden disse ikke relaterer seg til salgsvolum i seg selv, men totale

driftsinntekter. I det endelige fremtidsregnskapet (kapittel 8.7) viser linjen *totale kostnader pr kg* at mine prognoser gir en tilnærmet lik fremtidig totalproduktivitet som den historiske, med en totalproduktivitet på NOK 30-32. Prognosene synes derfor å være rimelige, også i et produktivitetperspektiv.

Det kan argumenteres for at helt isolerte prisendringer eller volumendringer vil ha like stor effekt som produktivitetsendringer, men det er i så fall under forutsetning om at alle kostnader pr kg forblir konstante. I tillegg forutsetter en slik argumentasjon at volum (pris) holdes konstant når pris (volum) endrer seg isolert. Dette er en helt urimelig forutsetning, ettersom prisendringene i markedet, som jeg har vist, i all hovedsak styres av tilbudsendringene. Det er derfor lite trolig at Marine Harvest vil kunne opprettholde en gitt pris (volum) dersom volumene (prisene) endrer seg vesentlig. Dermed virker denne analysen alt i alt å gi et godt bilde av sensitiviteten til de aktuelle parameterne.

## 10.2 WACC

Sensiviteten i WACC har jeg analysert som absolutte endringer, fordi prosentvise endringer i en prosentsats er vanskelige å tolke:

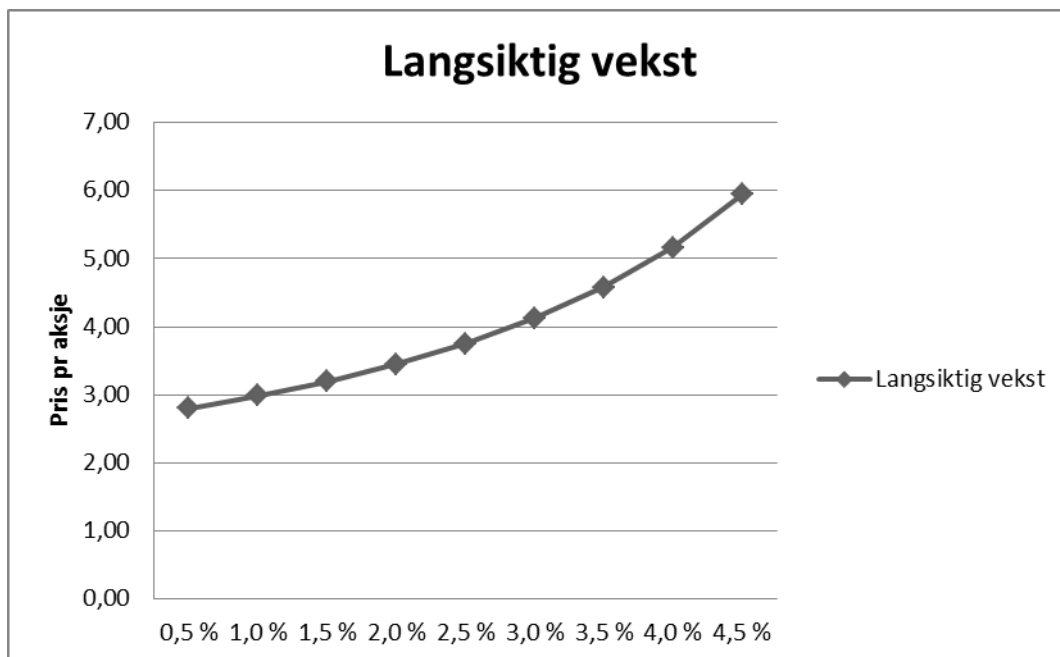


Endringer i WACC, som i utgangspunktet er 7,6 %, gir som vi ser store utslag i beregnet verdi av selskapet. WACC inneholder som vi har sett også mange usikre parametere, og dette viser at verdien av selskapet er svært avhengig av hvilken WACC som brukes.

Spesielt valget av beta-koeffisienten har stor innvirkning på WACC, og dermed aksjeverdien. Som beskrevet i beregningen av avkastningskrav har jeg satt beta til 1,5, hvilket er i det øvre sjiktet av hva som anses som normalt. I DN var som nevnt 24-måneders beta beregnet til 1,1. En eventuell reduksjon av beta-koeffisienten i denne verdsettelsen vil redusere avkastningskravet, og dermed, som vi ser av grafen, øke den beregnede verdien av selskapet betraktelig. Siden aksjekursen var NOK 2,94 på samme tidspunkt som jeg beregnet den til å være NOK 3,80, vil en reduksjon i beta dermed ytterligere styrke aksjens oppside.

### 10.3 Langsiktig vekst

Den langsiktige veksten er i likhet med WACC en prosentsats, og sensitiviteten analyseres også her i absolutte prosentsatser:



Aksjeverdien er som vi ser også svært følsom for endringer i langsiktig vekst. Min vurdering av den langsiktige veksten ligger fem år frem i tid. Dette gjør naturligvis at anslaget er høyst usikkert, men dette er en del av verdsettelsens natur. Verdien av selskapet er nåverdien av fremtidig inntjening, og mesteparten av denne verdien, i dette tilfellet 89 %, ligger fra fem år



frem i tid og utover. Vi ser at for eksempel en økning i forventet langsiktig vekst (realvekst + inflasjon) på ett prosentpoeng, fra 2,5 % til 3,5 %, ville utgjort en økning i verdi på i underkant av én krone, eller 25 %.

## 11 Konklusjon

På bakgrunn av min fundamentale verdsettelse har jeg beregnet en verdi på NOK 3,80 pr aksje for Marine Harvest ASA. Pr 1.4.2012 stod aksjen på Oslo Børs i NOK 2,93. Med andre ord representerer min verdsettelse en oppside på 30 %, og en anbefaling om kjøp av aksjen. Verdien bygger på prognoser om fremtidig inntjening som igjen baserer seg på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse.

I den strategiske delen fant jeg at bransjen Marine Harvest opererer i verken er spesielt tøff eller mild konkurransemessig, og at selskapet, i kraft av sin relative størrelse, har til dels lave kostnader sammenlignet med gjennomsnittet i bransjen. Videre går laks som produkt inn i en spennende fase med et sterkt økende globalt forbruk, men som jeg har vist går dette på bekostning av marginene i bransjen og for selskapet. Jeg forventer derfor høye volumer og stabilt lave priser i fremtiden. Den totale produktiviteten til selskapet forventer jeg vil holde seg på dagens nivå fremover. Bransjen er også avhengig av å bedre bærekraftigheten, med andre ord redusere rømmingstall og sykdomsutbrudd for å opprettholde volumene i fremtiden.

Den komparative analysen, basert på relative lønnsomhetsmultipler i bransjen, støtter min verdsettelse i den forstand at Marine Harvest fremstår som noe underpriset i forhold til sine konkurrenter.

Verdien er basert på mine estimater på fremtidig inntjening og avkastningskrav. Som jeg viste i sensitivitetsanalysen vil selv små endringer i disse estimatene gi til dels store utslag i beregnet aksjeverdi, noe som gjør den beregnede verdien relativt usikker.

Sensivitetsanalysen gir dermed støtte til typiske utsagn om verdsettelse av selskaper som at det er *“kvalifisert gjetning”* eller *“like mye kunst som vitenskap”* (Kinserdal 2011). Like fullt

er alle estimater etter beste evne begrunnet og argumentert for, og den beregnede aksjekursen representerer følgelig mitt beste estimat på verdien av selskapet pr 1.4.2012.

## 12 Referanser

### Bøker

Bodie Zvi, Kane Alex & Marcus Alan J. (2009): Investments, 8th ed., McGraw-Hill, Boston, MA

Brealey, Richard A. et al. (2007): Fundamentals of Corporate Finance. 5<sup>th</sup> ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.

### Artikler

Chen, Long, Da, Zhi og Priestley, Richard, *Dividend Smoothing and Predictability* (November 19, 2010). Tilgjengelig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1280833> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1280833>

Jakobsen, E. & Lien, L (2001). Ekspansjon. Kap. 4: "Konkurransefortrinn i nye markeder" s. 74-100

### Avisartikler

Aftenposten. (2012): Norsk eksport i dypfryseren (27.3.2012)

Dagens Næringsliv. (2012): Vil ha høring om laks og oppdrett (25.4.2012)

Dagens Næringsliv. (2012): Euro-appetitt på laks (16.5.2012)

Dagens Næringsliv. (2012): Havbruket får riksrefs (7.3.2012)

Dagens Næringsliv. (2012): Refser laksegigantene (2.5.2012)

Dagens Næringsliv. (2012): Pøser ut mer laks (1.3.2012)

DN.no. (2012): Russiske proserter for Marine Harvest (9.5.2012)

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2393052.ece>

Hegnar.no. (2012): - Hvorfor vil Marine Harvest inn i fôr? (29.3.2012)

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

## Forelesningsnotater

Bergstrand, J (2010): Forelesningsnotater fra BUS400N - Styring av større foretak, NHH Høsten 2010

Kinserdal, F (2011): Forelesningsnotater fra BUS425 - Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse, NHH Våren 2011

Stensaker, I (2010): Forelesningsnotater fra SOL040- Strategi, NHH Våren 2010

## Andre kilder

Fiskeri og havbruksnæringens landsforening (FHL.no)

Følgende selskapers års- og kvartalsrapporter fra 2007-2012: SalMar, Lerøy, Grieg Seafood, Cermaq, Marine Harvest.

Helsedirektoratet (2012): <http://helsenorge.no/Helseogsunnhet/Sider/Fisk.aspx>

Marine Harvest Industry Handbook 2010. Tilgjengelig på <http://www.marineharvest.com/en/Investor1/Industry-Handbook/>

Oslo Børs (2012) (kursdata): <http://www.oslobors.no/>

World Wide Fund for Nature (2012): [http://www.wwf.no/dette\\_jobber\\_med/hav\\_og\\_kyst/baerekraftige\\_fiskerier/sjomatguiden\\_2012/orange/?31475/Laks-oppdrett](http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/baerekraftige_fiskerier/sjomatguiden_2012/orange/?31475/Laks-oppdrett)

## 13 Vedlegg

### Vedlegg 1: Beregning av vekstavhengig arbeidskapital

<b>Vekstavhengig arbeidskapital</b>	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Vekstavhengige omløpsmidler:</b>					
Varelager	917	1075	742	776	783
Kundefordringer	1883	1903	1672	1845	1915
Operasjonell likviditet	280	297,8	241,4	262,1	269,8
Forskuddsbetaling kunder	53	86	61	68	65
Biologiske eiendeler	5554	5621	5351	7278	6285
<b>Vekstavhengig kortsiktig gjeld:</b>					
Leverandørgjeld	1350	1729	1340	1450	1482
Skyldig skatt/MVA	165	60	64	93	117
Betalbar skatt	76	70	51	50	87
Skyldig lønn/feriepenger (10 % av lønnskostnad)	217	214	217	219,7	217,53
Normale avsetninger (garantier etc)					
<b>Netto vekstavhengig arbeidskapital</b>	<b>6774</b>	<b>6738</b>	<b>6274</b>	<b>8280</b>	<b>7284</b>
I prosent av salg	48 %	51 %	43 %	54 %	45 %
<b>Gjennomsnittlig arbeidskapital i pst av salg</b>	<b>48 %</b>				

### Vedlegg 2: Beregning av veid nominell skattesats

<b>Forretningsenhet</b>	<b>Skattemessig tilhørighet</b>	<b>Andel rapportert EBITDA</b>	<b>Nominell skattesats</b>
MH Norway	Norge	67 %	28 %
MH Scotland	Skottland	17 %	26,5 %
MH Canada	Canada	4 %	25 %
MH Chile	Chile	6 %	20 %
MH VAP Europe	Frankrike/Polen	6 %	26 %
<b>Veid nominell skattesats</b>		<b>27 %</b>	