

Masterutredning i økonomi- og administrasjon

Hovedprofil: Økonomisk styring

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Produsert av: Stian Hoddevik



Marine Harvest Group ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent 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

I denne masterutredningen gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av oppdrettsselskapet Marine Harvest Group ASA. Utredningen tar utgangspunkt i offentlig informasjon, hovedsakelig hentet fra presenterte årsrapporter, selskapets hjemmeside, bransjepublikasjoner og avisartikler. Målet med utredningen er å sammenligne selskapets markedsverdi(børskurs) med den fundamentale verdivurderingen. Etter å ha sammenlignet disse størrelsene vil en handelsstrategi velges.

Først presenteres næringen, konkurrenter og selskapet, før det gjennomføres en strategisk analyse av selskapets rammebetingelser. Denne analysen vil sammen med regnskapsanalysen utgjøre fundamentet for å budsjettere fremtidsregnskap og kapitalkrav. Den strategiske regnskapsanalysen konkluderer med at Marine Harvest historisk ikke har hatt noen strategiske fordeler, men at de er ventet å ha det i fremtiden grunnet sin størrelse og konsesjonssystemet. For å verdsette selskapet nyttes både selskaps- og egenkapitalmetoden. Verdsettelse ved disse to metodene gir verdiestimer på henholdsvis 5,68 kroner per aksje og 4,69 kroner per aksje. Ved å konvergere verdiestimatene mot hverandre fastsettes endelig verdiestimat til 4,74 kroner per aksje. Sensitivitetsanalysen identifiserer imidlertid at det er betydelig usikkerhet i estimatet.

Selskapets bokførte egenkapital tilsvarer per Q2 2012 3,048 kroner per aksje. Dette betyr at mitt verdiestimat forutsetter at det finnes betydelige merverdier i selskapet, utover de balanseførte. Disse merverdiene anerkjennes også av markedet, ettersom børskursen per 03.12.2012 er 4,97 kroner per aksje. Handelsstrategien tar utgangspunkt i avviket mellom markedsverdien og det fundamentale verdiestimatet. Disse størrelsene avviker med 5 %, og følgelig anbefales **hold** som handelsstrategi for Marine Harvest Group.

Forord

Som det avsluttende leddet av min mastergrad ved Norges Handelshøyskole har jeg valgt å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse.

Hensikten med en masterutredning er i følge skolens nettsider å gi øvelse i bruk av kunnskaper tilegnet i løpet av studietiden, og valget mitt falt da relativt naturlig.

Regnskapsanalyse og verdsettelse er et emne som spenner bredt, og derfor gjør det mulig å anvende et bredt spekter av opparbeidet teorikunnskap fra mine to studieprofiler, økonomisk styring og finansiell økonomi. Utover anvendelse av det teoretiske fundamentet jeg har opparbeidet meg i løpet av studiet, har utredningen gitt meg en mulighet å opparbeide kunnskap om oppdrettsbransjen og et spennende selskap.

Arbeidet med utredningen har derfor vært både spennende og lærerik, men samtidig veldig krevende. Ettersom jeg har skrevet utredningen alene, har jeg valgt å prioritere de analyseområdene som synes mest relevante for selskapets verdi. Til tross for dette er jeg av den oppfatning at verdiestimatet godt reflekterer den fundamentale verdien til selskapet.

Jeg vil rette en takk til veileder Kjell Henry Knivsflå, for raske og konstruktive tilbakemeldinger i løpet av semesteret.

Stian Hoddevik

Bergen, desember 2012

Innhold

Sammendrag	1
Forord	2
1. Introduksjon	7
1.1 Valg av emne	7
1.2 Formål og avgrensing	7
1.3 Utredningens struktur	8
2. Presentasjon av lakseoppdrettsbransjen og Marine Harvest Group	10
2.1 Oppdrettsnæringen	10
2.1.1 Utvikling	10
2.1.2 Produksjonsprosessen	11
2.1.3 Markedsforhold	15
2.1.4 Produsentene	16
2.2 Presentasjon av utvalgte bransjeselskap	18
2.2.1 SalMar	18
2.2.2 Cermaq	18
2.2.3 Lerøy Seafood Group	18
2.3 Marine Harvest Group	19
3. Valg av verdsettelsesteknikk	21
3.1 Presentasjon av aktuelle teknikker	21
3.1.1 Fundamental verdivurdering	21
3.1.2 Komparativ verdivurdering	22
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering	23
3.2 Valg av teknikk for verdsettelse av Marine Harvest Group	23
3.3 Rammeverk for fundamental analyse	24
4. Strategisk analyse	26
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse	26
4.1.1 Porters femfaktor-modell	27
4.1.2 PESTEL	39
4.2 Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse	43
4.3 Intern ressurs-basert analyse	43
4.3.1 KIKK	44
4.3.2 VRIO	48
4.4 Oppsummering av intern ressurs-analyse	51

5. Regnskapsanalyse av Marine Harvest	52
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	52
5.1.1 Praktiske avgrensinger	52
5.1.2 Analyseperspektiv	52
5.1.3 Analysenivå.....	53
5.1.4 Analyseperiode.....	53
5.1.5 Komparativ bransje	54
5.2 Presentasjon av rapporterte regnskapstall og trailing	54
5.2.1 Trailing	54
5.2.2 Presenterte årsregnskap og balanse	57
5.3 Omgruppering for analyse.....	59
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet	60
5.3.2 Omgruppering av balansen	64
5.4 Analyse og justering av målefeil.....	65
5.5 Omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital	67
5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse	68
6. Analyse av risiko	69
6.1 Analyse av likviditet.....	69
6.1.1 Likviditetsgrad 1:	69
6.1.2 Likviditetsgrad 2:	71
6.1.3 Rentedekningsgrad.....	72
6.2 Analyse av soliditet.....	73
6.2.1 Egenkapitalprosent.....	73
6.2.2 Kapitalstruktur.....	74
6.2.3 Netto driftsrentabilitet	75
6.3 Syntetisk rating.....	76
7. Analyse av historiske avkastningskrav.....	79
7.1 Egenkapitalkrav	79
7.1.1 Risikofri rente	80
7.1.2 Markedets risikopremie	81
7.2 Netto finansielt gjeldskrav.....	83
7.3 Netto driftsbeta	86
7.4 Historiske avkastningskrav	86
7.4.1 Egenkapitalkrav	86

7.4.2 Avkastningskrav til netto driftskapital.....	87
8. Analyse av lønnsomhet	88
8.1 Egenkapitalrentabilitet	88
8.2 Dekomponering av strategisk fordel	91
8.3 Finansieringsanalyse.....	92
8.3.1 Finansieringsfordel	92
8.3.2 Fordel fra finansielle eiendeler.....	93
8.3.3 Fordel fra netto finansiell gjeld	94
8.4 Analyse av driftsfordel.....	94
8.4.1 Bransjefordel drift	96
8.4.2 Ressursfordel drift	97
8.5 Oppsummering av lønnsomhetsanalyse	102
9. Fremtidsregnskap	104
9.1 Analyse av historisk vekst i sentrale verdidrivere	104
9.2 Budsjettering av fremtidsregnskapet	105
9.2.1 Valg av budsjettthorisont	105
9.2.2 Budsjett drivere	106
9.2.3 Oppsummering av budsjett drivere	111
9.3 Budsjetterte størrelser	112
9.3.1 Fremtidsregnskap	112
9.3.2 Fremtidsbalanse	112
9.3.3 Fremtidskontantstrøm	112
9.3.4 Endring i egenkapital fremtid	112
9.4 EPS i forhold til andre analytikers estimat	113
10. Fremtidskrav.....	114
10.1 Estimat på sentrale størrelser i fremtidskravet.....	114
10.1.1 Risikofri rente i fremskrivningsperioden	114
10.1.2 Markedets risikopremie i fremskrivningsperioden	114
10.1.3 Egenkapitalbeta i fremskrivningsperioden.....	115
10.1.4 Finansielt gjeldskrav	115
10.1.5 Finansielt eiendelskrav	116
10.2 Netto finansielt gjeldskrav og gjeldsbeta	116
10.3 Egenkapital krav og krav til nettodriftskapital(WACC).....	117
10.4 Fremtidig egenkapitalrentabilitet relativt til egenkapitalkrav	118

11. Fundamental verdsettelse.....	119
11.1 Egenkapitalmetoden	119
11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden.....	120
11.1.2 Superprofitt fra egenkapital-modellen.....	121
11.2 Selskapskapitalmetoden.....	122
11.2.1 Fri kontantstrøm til netto driftskapital.....	122
11.2.2 Superprofitt fra netto driftskapital.....	123
11.3 Konvergering av verdiestimat	123
11.4 Usikkerhet i verdiestimatet.....	125
11.4.1 Sammenligning av verdiestimatet mot andre analytikers estimater	126
11.4.2 Manuell endring av sentrale verdidrivere	127
11.4.3 Oppsummering av partiell sensitivitetsanalyse	130
11.4.4 Simulering.....	130
11.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse og simulering	133
12 Oppsummering og handelsstrategi	134
12.1 Oppsummering.....	134
12.2 Handelsstrategi.....	134
13 Litteraturliste.....	136
13.1 Bøker	136
13.2 Artikler	137
13.3 Rapporter og forelesningsnotater	138
13.4 Internett-ressurser	138
14. Vedlegg.....	139

1.Introduksjon

I dette kapitlet vil emnevalg, formål med utredningen, avgrensninger og oppgavestruktur presenteres.

1.1 Valg av emne

I min masterutredning ønsker jeg å anvende et bredt spekter av lært teorikunnskap, og samtidig benytte denne i en praktisk kontekst. Valget av strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse som utredningsemne falt da relativt naturlig.

Havbruk og fiske er blant de aller viktigste næringene langs vestlandskysten, og står for en betydelig andel av både verdiskapning og sysselsetting. Da jeg skulle bestemme meg for aktuelle bedrifter å verdsette, innså jeg at jeg ikke hadde den kunnskapen om oppdrettsbransjen jeg ønsket. Anser derfor utredningen som en mulighet til å opparbeide meg relevant bransjekunnskap, samtidig som jeg får anvendt lært teori i praksis. Marine Harvest Group ble et naturlig valg av selskap, ettersom de er verdens største oppdrettsselskap. Selskapet appellerer til meg ved å være betydelig større enn alle sine konkurrenter og ved at det opererer internasjonalt.

1.2 Formål og avgrensning

For å sitere den verdenskjente investoren Warren Buffet¹:

“Price is what you pay. Value is what you get”

Dette oppsummerer ganske godt formålet med denne utredningen. Formålet er å identifisere den underliggende verdien av egenkapitalen i Marine Harvest Group, og sammenligne denne med børskursen på verdsettelsestidspunktet. Med utgangspunkt i sammenligningen mellom markedspris og underliggende verdi, vil jeg så anbefale en handelsstrategi.

Tilnærmingen i oppgaven vil være at jeg representerer en ekstern egenkapitalinvestor/analytiker som vurderer selskapets egenkapitalverdi. Med dette som basis forutsettes det at verdsettelsen i sin helhet baseres på offentlig informasjon. Med offentlig informasjon menes publiserte års- og kvartalsrapporter fra selskap og bransje,

¹ Hentet fra: http://www.brainyquote.com/quotes/authors/w/warren_buffett.html

informasjon fra selskapenes nettside, avisartikler og bransjepublikasjoner. Det vil derfor ikke initieres noen kontakt med noen av selskapets ansatte.

Å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av et selskap er en tidkrevende øvelse. Ettersom jeg skriver denne utredningen alene vil det naturlig nok være områder som ideelt sett skulle vært analysert enda mer inngående. Grunnet knapphet på ressurser anses imidlertid denne analysen som et tilfredsstillende estimat på den underliggende egenkapitalverdien i Marine Harvest Group. I tillegg bør det nevnes at dette er min subjektive oppfatning av egenkapitalverdien til selskapet, og ikke en absolutt sannhet. Brukere av analysen bør derfor behandle verdiestimatet med varsomhet.

1.3 Utredningens struktur

Den videre utredningen kan deles opp i tre deler, og presenteres kort under.

Del én omfatter kapittel to til fire. I kapittel to gjennomføres en kort beskrivelse av oppdrettsnæringen, bransjedeltakerne og Marine Harvest spesielt. I kapittel tre presenteres ulike verdsettelses-teknikker/tilnærminger, før valg av teknikk fattes. Kapittel tre avsluttes(3.3) med en presentasjon av et rammeverk for den valgte verdsettelsesteknikken, som vil legge premissene for den videre utredningen. I kapittel fire gjennomføres en strategisk analyse av Marine Harvest. Både interne- og eksterne forhold analyseres, for å forsøke å identifisere hvorvidt selskapet historisk har hatt strategiske fordeler, og om de vil ha strategiske fordeler i fremtiden.

Del to består av kapittel fem til åtte. Kapittel fem starter med en trailing for 2012, samt en presentasjon av historiske årsregnskap. Disse omgrupperes, normaliseres og justeres så for å gjøres klare for analyse. I kapittel seks analyseres risiko, og det tilegnes en syntetisk rating til selskapet. Kapittel syv tar utgangspunkt i innsiktene fra kapittel fem og seks, og bruker disse til å beregne historiske kapitalkrav for Marine Harvest. I kapittel åtte analyseres selskapets lønnsomhet, gjennom rentabiliteter. Disse blir sammenlignet med de historiske kapitalkravene fra kapittel syv, for å identifisere eventuell superprofitt. Del to vil bekrefte/avkrefte hvorvidt konklusjoner fra den strategiske analysen i kapittel fire er korrekte.

Del tre omfatter kapitlene ni til tolv. I kapittel ni budsjetteres det fremtidsregnskap for selskapet, med utgangspunkt i innsiktene opparbeidet i kapittel to til åtte. I kapittel ni vil

fremtidige kapitalkrav for selskapet estimeres, som sammen med det budsjetterte fremtidsregnskapet brukes i verdsettelsen i kapittel elleve. I kapittel tolv vil en handelsstrategi gis, med utgangspunkt i innsiktene fra kapittel to til elleve.

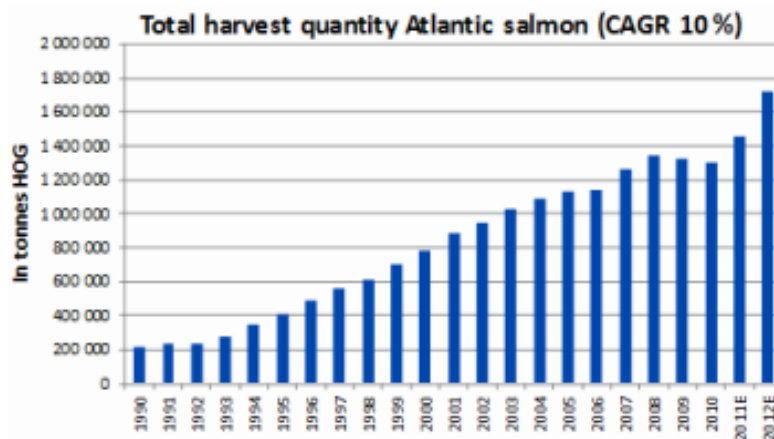
2. Presentasjon av lakseoppdrettsbransjen og Marine Harvest Group

2.1 Oppdrettsnæringen

Laks er en anadrom fiskeart, hvilket betyr at den gyter i ferskvann og lever brorparten av livet sitt i saltvann. Som matkilde er den svært anvendelig, og omsettes både i fersk og frosset form, enten som rund fisk, i skiver eller filet. Fra et ernæringsperspektiv er laks et ypperlig produkt. Den inneholder store mengder Omega-3-fettsyrer, og er rik på de fettløselige vitaminene A og D. På grunn av laksens næringsinnhold, fører konsumpsjon av laks til gunstige effekter med tanke på hjerte- og karsykdommer. Det hevdes også at konsumpsjon har en styrkende effekt på immunforsvaret. I tillegg til helsemessige gevinster er laks en god proteinkilde, og anses som en høykvalitets fiskesort (Eksportutvalget for fisk 2011).

2.1.1 Utvikling

Lakseoppdrett er en relativt ung næring. På slutten av 1960-tallet ble det iverksatt spede forsøk på oppdrett i Norge og i Skottland. Det var imidlertid ikke før mot slutten av 1980-årene i Norge, og i 1990-årene i Chile at oppdrett av laks fikk stort omfang.

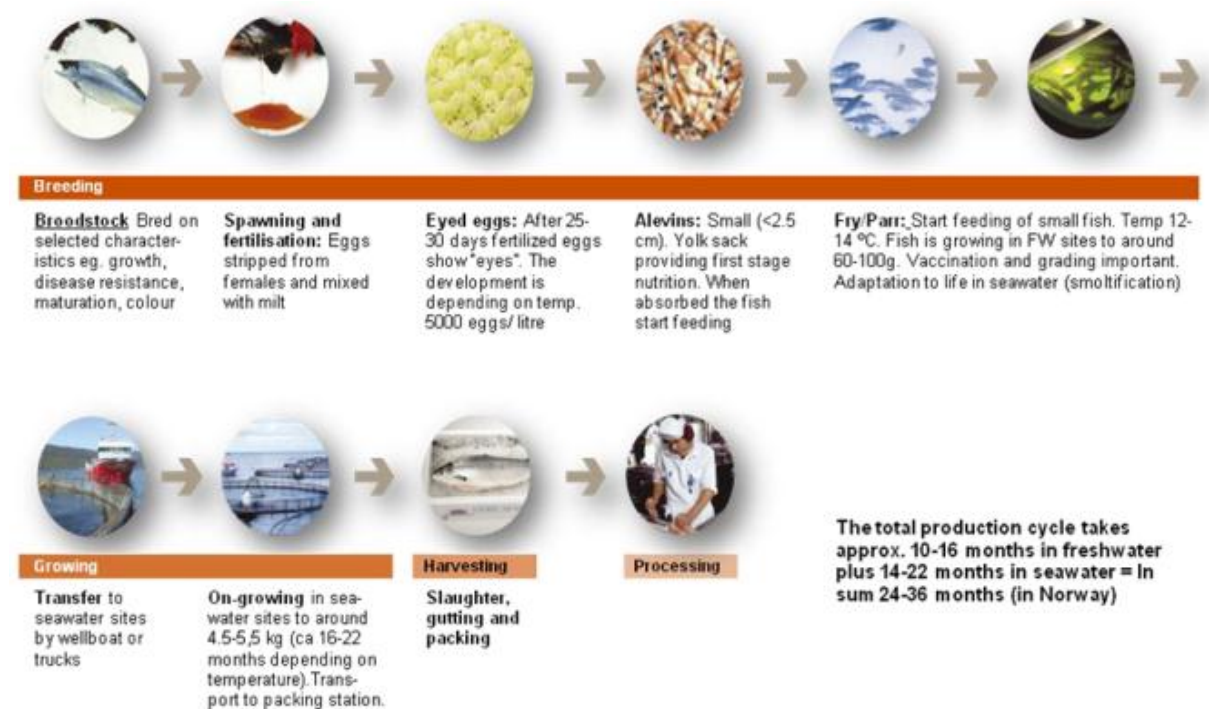


Figur 2.1: Kvantumsutvikling. Hentet fra "Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook"

Som figur 2.1 viser var den totale verdensproduksjonen av laks beskjedne 200 000 tonn i 1990. Siden den gang har næringen opplevd en betydelig kvantumsvekst, og mangedoblet produksjonen. Dersom Kontali Analyses estimat for 2012 innfris, vil produksjonen være nesten ni ganger større enn produksjonen i 1990. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig annualisert årlig vekstrate på omtrent 10 %. Den totale verdensproduksjonen i 2011 var 1 619 000 tonn (Marine Harvest 2012).

Verdensproduksjonen har vært i sterk vekst de fleste perioder siden starten av 1990-tallet, bortsett fra i 2009 og 2010. Dette skyldes i hovedsak en stor forekomst av lakseviruset ISA i Chile, som medførte at store deler av landets bestand måtte slaktes. Landets oppdrettsnæring har imidlertid gjennomført en restrukturering i løpet av de siste to årene, og det er ventet at landet omsider skal klare å redusere sykdomspåvirkningen de kommende årene.

2.1.2 Produksjonsprosessen



Figur 2.2: Produksjonsprosessen. Hentet fra www.marineharvest.no

En produksjonssyklus, fra befruktet egg til slakteklar laks, tar mellom to og tre år. De første fasene av laksens livssyklus foregår i ferskvann, hvor egg utvikles til yngel og videre til parr. Disse fasene foregår i kontrollerte kar innendørs, for å tilføre vekstoptimale vanntemperaturer og fôrmengde. Etter mellom 10 og 16 måneder er laksen klar til å flyttes til saltvann. De siste to månedene før laksen settes i saltvann gjennomgår parren en metaformose, som fysisk tilpasser den livet i havet. Dette kalles for smoltifisering, og opphavet til at saltvannsklar laks kalles smolt. Videre transporteres smolten med brønnbåt til et saltvannsanlegg. Laksen lever så mellom 14 og 22 måneder i saltvannsanlegget før den er slakteklar, optimalt ved en størrelse på mellom 4,5 og 5,5 kilo. Den fraktes da til et slakteri, før den selges hel eller transporteres til et videreforedlingsanlegg.

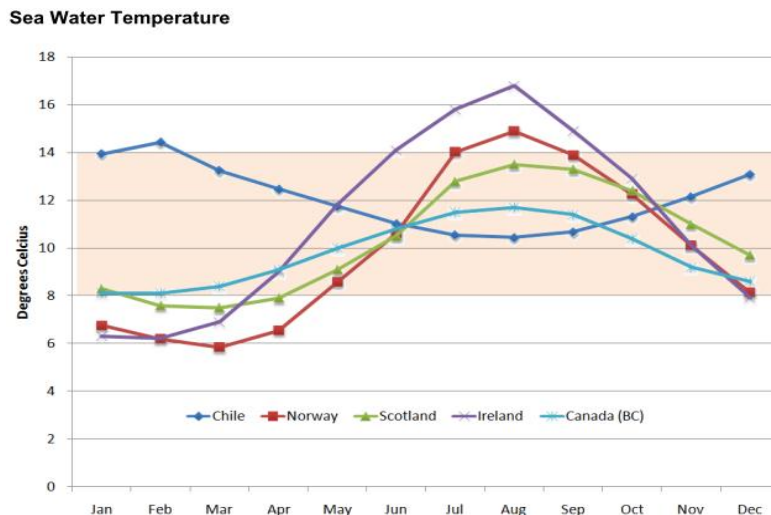
For å oppnå optimal produksjon, kreves det tilstedeværelse av enkelte naturlige faktorer. Eksempelvis er man avhengig av en beskyttet og dyp kystlinje, slik at oppdrettsanleggene ikke skades av været. I tillegg er ulike biologiske forhold i vannet, samt stabil vanntemperatur viktige faktorer for å oppnå optimal lakseproduksjon. Dette er årsaken til at verdensproduksjonen av laks domineres av noen få land, som Norge, Chile, Skottland og Canada.

Område	Antall tonn produsert 2011(HOG)	Andel av verdensproduksjon
Nord-Amerika	130 000	8,0 %
Russland	3 000	0,2 %
Norge	905 000	55,9 %
Sør-Amerika	220 000	13,6 %
EU	170 000	10,5 %
Oceania	36 000	2,2 %
Andre	155 000	9,6 %
Totalt	1 619 000	100,0 %

Tabell 2.1: Produksjon 2011 fordelt geografisk: Hentet fra Kontali Analyse

Norge stod for omtrent 56 % av det totale tilbudet av oppdrettslaks i verden i 2011. De resterende andelene produseres i Sør-Amerika, EU og Nord-Amerika, hovedsakelig representert av henholdsvis Chile, Skottland og Canada. Dette viser at det er aktører fra relativt begrensede geografiske områder som besørger det totale markedstilbudet.

Ettersom laks er en kaldblodig fiskesort, spiller havtemperaturen en stor rolle for veksthastigheten. Temperaturer i intervallet 8 °C - 14 °C fremmer optimal veksthastighet, ifølge Marine Harvests Salmon Farming Industry Handbook 2012, og illustreres ved det mørke området i figur 2.3 under. Havtemperaturene på den nordlige halvkule har større sesongvariasjoner enn på den sørlige halvkule.



Figur 2.3:Havtemperatur. Hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook 2012"

Havtemperaturer er den viktigste konkurransefordelen Chile har i forhold til de andre produksjonsregionene, ettersom stabile havtemperaturer fører til at produksjonstiden reduseres med et par måneder. Det er derfor ventet effektivitetsforbedringer fra de chilenske produsentene de kommende årene, etter at de nå har fått bukt med ISA-viruset.

I tillegg til havtemperaturer og andre naturlige faktorer kreves det en rekke andre innsatsfaktorer for å drive lakseoppdrett. Industrien er svært kapitalintensiv, i den forstand at man investerer i innsatsfaktorer som først vil generere inntekter to til tre år senere. I tabell 2.2 gis en oversikt over kostnader fordelt på ulike kostnadsdrivere for Marine Harvest, ved produksjonen av ett kilo HOG i de ulike landene i 2011 (Marine Harvest 2012).

	Norge(NOK)	Prosent	Canada(CAD)	Prosent	Skottland(GBP)	Prosent	Chile(USD)	Prosent
Fiskefor	11,24	49,6 %	2,16	39,5 %	1,39	37,5 %	2,00	44,6 %
Prosessering	2,3	10,2 %	0,52	9,5 %	0,25	6,7 %	0,06	1,3 %
Smolt	2,08	9,2 %	0,56	10,2 %	0,25	6,7 %	0,46	10,3 %
Lønn til ansatte	1,31	5,8 %	0,52	9,5 %	0,14	3,8 %	0,10	2,2 %
Vedlikehold	0,7	3,1 %	0,17	3,1 %	0,07	1,9 %	0,25	5,6 %
Brønnbåt	0,92	4,1 %	0,2	3,7 %	0,16	4,3 %	0,25	5,6 %
Avskrivning	0,62	2,7 %	0,25	4,6 %	0,1	2,7 %	0,12	2,7 %
Salg og markedsføring	0,44	1,9 %	0,03	0,5 %	0,05	1,3 %	0,16	3,6 %
Død	0,47	2,1 %	0,12	2,2 %	0,01	0,3 %	0,04	0,9 %
Andre kostnader	2,56	11,3 %	0,94	17,2 %	1,29	34,8 %	1,04	23,2 %
	22,64	100,0 %	5,47	100,0 %	3,71	100,0 %	4,48	100,0 %

Tabell 2.2: Kostnadsfordeling 2011

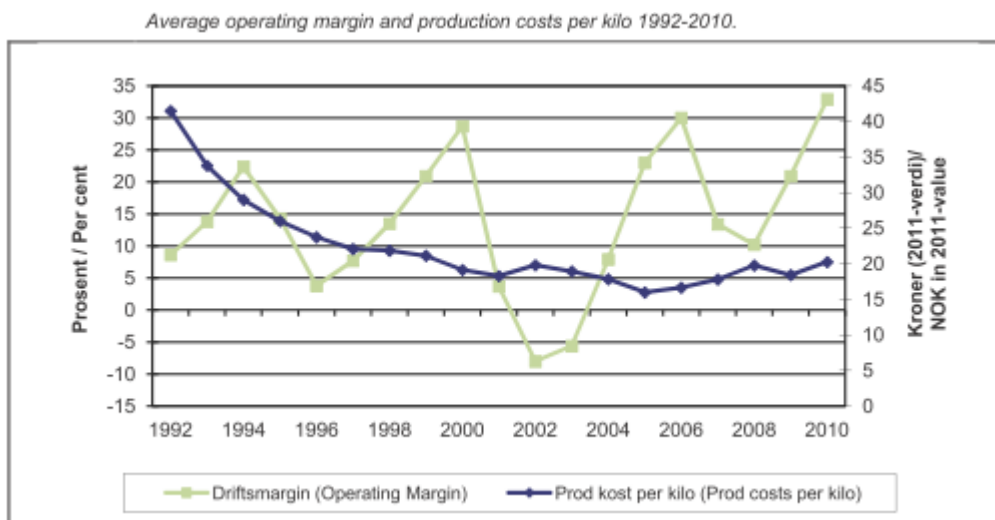
Kostnader knyttet til fiskefôr er den dominerende driveren i alle landene. Historisk har lakseforet i stor grad bestått av fiskeolje og fiskemel. Grunnet lavt tilbud har imidlertid andelen av disse råvarene i foret blitt erstattet av soyaolje, rapsolje, hvete o.l.

Lakseoppdretterne kjøper som regel fôret på kost-plusskontrakter av fôrproduzentene, hvilket medfører at lakseproduzentene eksponeres for volatilitet i råvarepriser.

Lønnskostnader representerer en relativt begrenset del av kostnadene knyttet til produksjonen. Dette skyldes i hovedsak at en stor del av produksjonsprosessen er automatisert, som eksempelvis fôring. Lønnsnivået i de ulike landene er ulikt, men kompenseres for av at det brukes ulike mengder automatiserte prosesser. Eksempelvis har Norge de høyeste lønnskostnadene og den høyeste andelen av automatisering, mens Chile har det motsatte. Videre er det knyttet en andel kostnader til prosessering, som inkluderer kostnader knyttet til slakting, foredling og pakking. Disse er vesentlig lavere i Chile enn i de øvrige landene, hovedsakelig grunnet lavere lønnsnivå.

Kostnader knyttet til produksjon av smolt er en annen faktor av betydning. Det er begrenset tilgang på smolt på verdensmarkedet, og størsteparten av produksjonen skjer innad i bedriften, gjennom vertikalt integrerte selskaper.

Andre kostnader i tabell 2.2 består av andre indirekte og direkte kostnader som ikke fordeles, som administrasjon, produksjonsanlegg og lisenser. Disse utgjør i noen områder en betydelig andel av produksjonskostnadene.



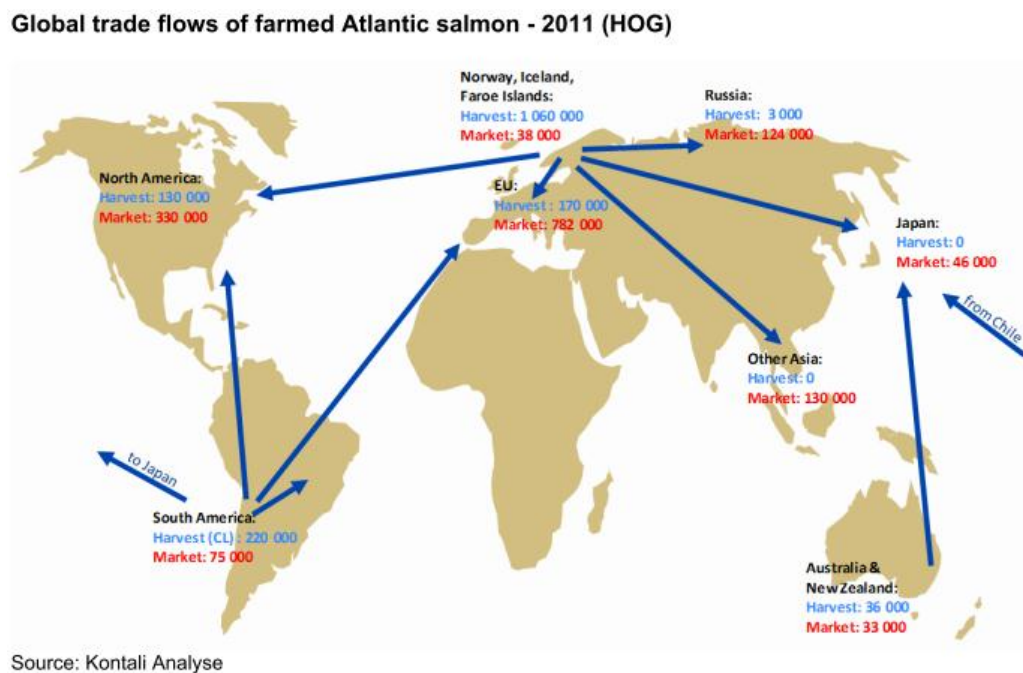
Figur 2.4: :Prisutvikling 1992-2010. Hentet fra Fiskeridirektoratet.no

Bransjen har tilsynelatende hatt et fokus på å redusere kostnader de siste 20 årene. I følge tall fra Fiskeridirektoratet, har de gjennomsnittlige produksjonskostnadene per kilo for norske produsenter blitt redusert fra rundt 30 kr/kg til å nå ligge rundt 21 kr/kg. Dette bør

ses i sammenheng med at læring og teknologisk utvikling har gjort produksjonsprosessen billigere, samt et større kvantum å fordele faste kostnader på (Fiskeridirektoratet 2012).

2.1.3 Markedsforhold

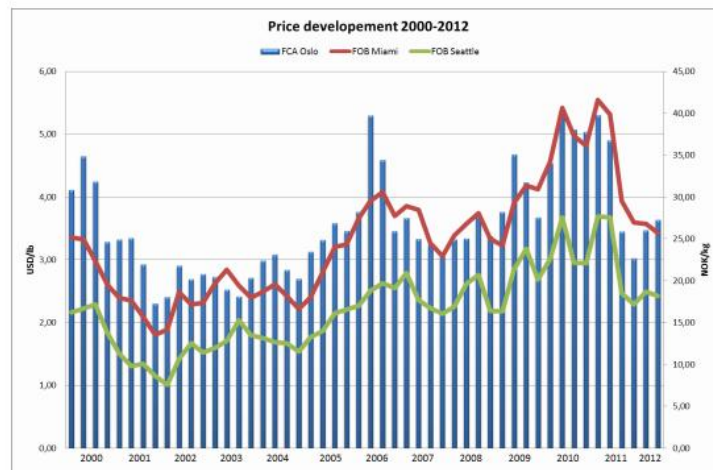
Kjøpergruppen for lakseprodukter er bred, og laks selges både til detaljhandelen, hotell/restaurant og catering. På det europeiske markedet er 61 % av den omsatte laksen fersk, mens de resterende 39 % er frosset. Konsumentenes preferanse for fersk fisk, som er ventet å vedvare også i fremtiden, har ført til at de ulike produksjonslandene har noe adskilte hovedmarkeder. Eksempelvis har de norske produsentene EU, Russland og deler av Asia som sitt hovedmarked, mens produsentene i Chile har sitt hovedmarked i Nord-Amerika, Sør-Amerika og Asia. Produksjonen i Skottland og Canada blir i liten grad eksportert.



Figur 2.5: Fra Kontali Analyse

De seneste årene hevdes det imidlertid at markedet har blitt mer globalisert, ettersom det har oppstått sterk konkurranse mellom de norske og chilenske produsentene på det japanske markedet, samt en økt andel av norsk eksport til Nord-Amerika. Denne konkurransen gjelder i hovedsak frosne produkter. Ettersom fersk laks må konsumeres senest tre uker etter slakting, er det rimelig å tro at de adskilte hovedmarkedene vil fortsette å være gjeldende også i fremtiden, grunnet høye logistikk-kostnader.

Ettersom brorparten av laksen som selges er ferskvare, impliserer dette at laksen som tilbys i en periode også må konsumeres i samme periode. På kort sikt er det vanskelig å endre produksjonsvolumet, ettersom en produksjonssyklus tar to til tre år, hvilket medfører et uelastisk tilbud på kort sikt. Det uelastiske tilbudet, kombinert med en etterspørsel som endres både av sesongvariasjoner og absolutte variasjoner medfører volatilitet i lakseprisen.



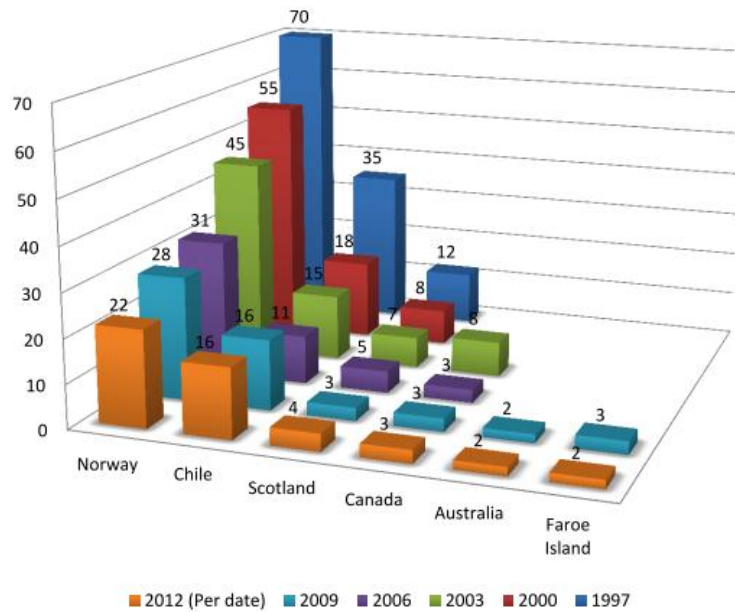
Source: Kontali Analyse

Figur 2.6: Prisutvikling 2000-2012 FCA Oslo, FOB Miami og FOB Seattle

Volatiliteten illustreres over, hvor man viser utviklingen i spot-prisen de siste tolv årene i Oslo, Miami og Seattle. FCA er en forkortelse for *Free Carrier*, og er den prisen oppdretterne får for ett kilo laks, inkludert kostnader knyttet til slakting, sløyning, pakking og transport til Oslo. FOB er en forkortelse for *Free On Board*, og kan tolkes som den prisen oppdretterne får for å levere ett kilo laks på en fraktebåt, klar for eksport i en gitt havn. Prisene over er såkalte referansepriser, og representerer gjennomsnittspriser i bransjen på det angitte geografiske stedet. Oppnådd pris i markedet avhenger av størrelsen og kvalitet på fisken.

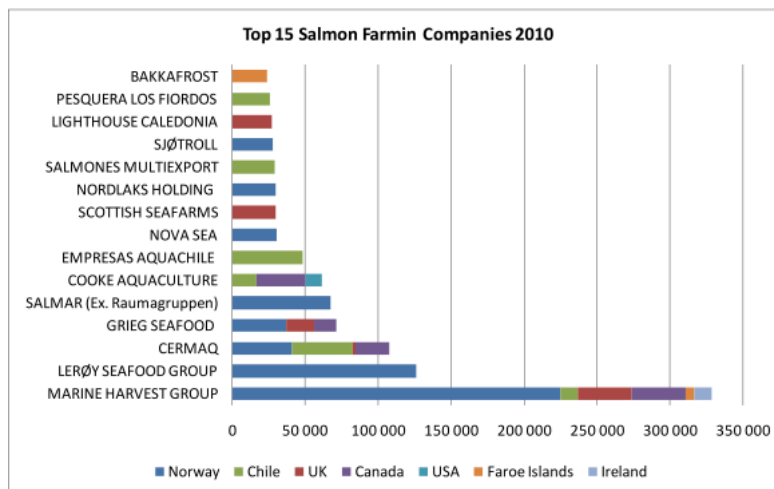
2.1.4 Produsentene

Grunnet politiske desentraliseringsvedtak og konkurransepolitikk har bransjen historisk vært preget av mange små produsenter, spesielt i Norge, men også til en viss grad i Chile og Skottland. Eksempelvis kan ingen enkeltelskaper kontrollere mer enn 25 % av den totale biomassen i Norge. Chilenske myndigheter er noe mindre legislative når det gjelder eierskapsstruktur enn norske myndigheter.



Figur 2.7: Konsolidering. Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

Som vist i figur 2.7 har det vært en markant nedgang i antall produsenter som produserer 80 % av totalproduksjonen i de ulike landene, de siste 15 årene. En oversikt over de femten største produsentene i 2010 er vist under (Kontali Analyse 2011).



Figur 2.8: Oversikt over de 15 største produsentene

Som man ser er Marine Harvest verdens desidert største produsenten av oppdrettslaks. I tillegg til Marine Harvest, vil de selskapene som i den videre utredningen utgjør bransjegjennomsnittet presenteres i kapittel 2.2 og 2.3. Bransjegjennomsnittet representeres av Lerøy Seafood Group, Cermaq og SalMar.

2.2 Presentasjon av utvalgte bransjeselskap

For å identifisere eventuelle strategiske fordeler i Marine Harvest, er det i den videre analysen hensiktsmessig å sammenligne selskapets strategiske forhold og regnskapsdata med et representativt bransjeutvalg. I denne utredningen anses SalMar, Lerøy Seafood Group og Cermaq som representativt for den sammenlignbare bransjen.

2.2.1 SalMar

Dersom man ser på SalMar isolert, er selskapet verdens femte største produsent av oppdrettslaks. Som vist i figur 2.8 er selskapet konsentrert i Norge. I tillegg eier selskapet 50 % av Scottish Seafarms, og har gjennom dette selskapet noe utenlandsk produksjon. Ved å inkludere eierandelen i Scottish Seafarms i selskapets størrelse, er selskapet det fjerde største lakseoppdrettsselskapet i verden. Totalt produserte SalMar 103 900 tonn laks i 2011, i følge selskapets årsrapport. Selskapet er inndelt i fire forretningsområder:

Smoltproduksjon, oppdrett, prosessering og salg & distribusjon. Denne struktureringen er tilnærmet lik Marine Harvests strukturering. Av forskjeller fra Marine Harvest, kan det trekkes frem at selskapet i mindre grad produserer i utlandet, samt at selskapet er betydelig mindre i størrelse enn Marine Harvest.

2.2.2 Cermaq

Cermaq er et internasjonalt fiskeoppdretts- og fiskefôrkonsern som består av datterselskapene Mainstream og Ewos. Selskapet har gjennom Mainstream oppdrettsvirksomhet i Chile, Canada og Norge – og er i den forstand det selskapet som er mest lik Marine Harvest med tanke på internasjonal produksjon. Mainstream solgte i 2011 108 500 tonn laks i følge sin årsrapport, og er med dette det tredje største oppdrettsselskapet i verden. I motsetning til de andre selskapene i bransjeutvalget, har selskapet begrenset andel videreforedling. Selskapet har også egne salgsorganisasjoner i de ulike produksjonslandene. I konsernet Cermaq inngår også Ewos, som er verdens nest største produsent av fiskefôr. Forskjeller fra Marine Harvest er først og fremst størrelse, samt at selskapet også driver produksjon av fiskefôr. Som vist i figur 2.8 har selskapet en større relativ andel av sine salgssinntekter fra utlandet, og har derfor større internasjonal eksponering enn Marine Harvest.

2.2.3 Lerøy Seafood Group

Lerøy Seafood er verdens nest største produsent av oppdrettslaks, og produserte i 2011 136 600 tonn i følge sin årsrapport. Konsernet er inndelt i to kjerneområder:

Salg/distribusjon og produksjon. Selskapet definerer på sin hjemmeside sine kjernevirksomheter som distribusjon, salg, produksjon og videreforedling av sjømat. Som vist i figur 2.8 har selskapet all sin produksjon i Norge. Av forskjeller relativt til Marine Harvest kan i likhet med SalMar størrelse og grad av internasjonal produksjon trekkes frem.

2.3 Marine Harvest Group

Marine Harvest Group ble formelt etablert 29. desember 2006, etter en fusjon mellom de tre selskapene Pan Fish ASA, Fjord Seafood ASA og Marine Harvest N.V. Selskapet hadde ved utgangen av 2011 omtrent 6 300 ansatte, og er børsnotert på Oslo Stock Exchange(MHG). Den største aksjonæren er Geveran Trading CO LTD(17,8 %), som kontrolleres av John Fredriksen. Marine Harvest Group har i følge sin årsrapport for 2011 utstedt 3 581 140 543 aksjer, som i følge hegnar.no har en kurs på 4,97 per 03.12.2012. Dette gir en aksjeverdi på like i underkant av 17,8 milliarder NOK. Bokført verdi av egenkapitalen er etter Q2 2012 like i underkant av 11 milliarder NOK.

Marine Harvest Group er verdens største produsent av oppdrettslaks, og er representert i alle de store oppdrettsregionene i verden. Selskapet slaktet i 2011 rundt 344 000 tonn laks (24 % av det totale tilbudet på verdensmarkedet), og omsatte for rundt 16 milliarder norske kroner.

I 2011 var Marine Harvest den største produsenten i Norge, Storbritannia og Chile, med henholdsvis 24 %, 48 % og 13 % av de respektive områdenes totalproduksjon. Selskapet er i tillegg den nest største produsenten i Nord-Amerika, og produserer omtrent 30 % av områdets totalproduksjon. Konsernet har historisk vært inndelt i fem forretningsenheter, Marine Harvest Norway, Marine Harvest Scotland, Marine Harvest Chile, Marine Harvest Canada og Marine Harvest VAP Europe.

Marine Harvest Norway driver oppdretts- og prosesseringsaktiviteter langs norskekysten. Både den norske enheten og konsernets hovedkontor er lokalisert i Bergen. Videre driver Marine Harvest Norway også med distribusjon og salgsaktiviteter.

Marine Harvest Scotland produserer og prosesserer laks for salg hovedsakelig i EU. Marine Harvest Canada produserer og prosesserer hel laks og fileter for salg. Selskapet er en fullstendig integrert enhet, og har sitt hovedkontor ved Campbell River i Vancouver. Marine Harvest Chile har overordnet ansvar for selskapets operasjoner i Chile og USA. Selskapets

hovedaktiviteter er produksjons- og salgsaktivitetene i Chile, samt salgsaktivitetene i USA. Hovedkontoret ligger i Puerto Montt i Chile. Selskapet har også prosesseringsfabrikker i Los Angeles og Maine i USA.

Marine Harvest VAP driver *Value Added Processing activities* i mange ulike europeiske land, og har sitt hovedkontor i Brugge i Belgia. VAP er videreforedlingsaktiviteter, og selskapet produserer både fileter, ferdigmåltider, fingermat og porsjonsstykker, samt ulike varianter av røykt og gravet laks. Produktene fra Marine Harvest VAP Europe distribueres i hovedsak gjennom europeiske dagligvarekjeder.

Selskapet gjennomførte i april 2011 en reorganisering av forretningsenhetene sine, og endret sin tilnærming fra geografiske enheter til en aktivitetstilnærming. Selskapet er nå organisert med Marine Harvest Sales and Marketing, Marine Harvest Farming og Marine Harvest VAP som egne resultatsentre. Hensikten med denne restruktureringen skal være å bedre spisse kunnskapene i de tre aktivitetsområdene, fremfor å ha en geografisk segregering. Hovedformålet med restruktureringen skal være å skape en mer dynamisk og effektiv organisasjon i fremtiden. Selskapet har imidlertid historisk, også i kvartalsrapportene for 2012, rapportert i tråd med pre-reorganiseringstrukturen. I regnskapsanalysen i kapittel 5 vil derfor de analyserte dataene være presentert på samme måte som de rapporteres.

3. Valg av verdsettelsesteknikk

For å fastsette verdien av et selskap eller en eiendel er det mulig å anvende flere ulike verdsettelsesteknikker. Alle verdsettelsesteknikker har sine styrker og svakheter, og valget av teknikk avhenger både av tilgjengelige ressurser, verdsettelsesformål og hvilket selskap som skal verdsettes (Boye og Dahl 1997). Damodaran(2002) klassifiserer de ulike verdsettelsesteknikkene inn i tre kategorier: fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Disse teknikkene er ikke gjensidig utelukkende, men snarere ment som supplement til hverandre. Under vil det teoretiske fundamentet for de ulike teknikkene presenteres, før et teknikkvalg fattes.

3.1 Presentasjon av aktuelle teknikker

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering er verdivurdering med utgangspunkt i analyse av fundamentale forhold ved et selskap. Med dette menes at det gjennomføres en grundig analyse av underliggende økonomiske forhold, med det formål å lage prognoser for selskapets videre utvikling. Å kjøpe aksjer i et selskap kan anses som å kjøpe en rett til en andel av selskapets kontantoverskudd (Boye og Dahl 1997). Fundamental verdivurdering anerkjenner dette, og verdien til selskapet fastsettes til å være den diskonterte verdien av selskapets fremtidige kontantstrøm eller superprofitt (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Verdien til selskapet kan enten finnes direkte, ved egenkapitalmetoden, eller indirekte gjennom selskapskapitalmetoden. Den åpenbare styrken til teknikken er at ettersom den tar utgangspunkt i fremtidige økonomiske størrelser gir den teoretisk korrekte verdien på en aksje eller eiendel. Dette betinger imidlertid at budsjetteringen av fremtidige størrelser gjøres korrekt, som igjen er ett av ankerpunktene ved teknikken. Dahl og Boye (1997) kritiserer fundamental verdivurdering fordi teknikken tar utgangspunkt i budsjetterte størrelser, fordi disse er vanskelige å estimere korrekt. Med dette tatt i betraktning er det viktig å tuft budsjettestimatet på en solid analyse både av historiske års- og kvartalsrapporter, samt en strategisk analyse. Disse analysene har som hensikt å avdekke fundamentale/underliggende økonomiske forhold ved bedriften, som antas å bedre muligheten for å predikere fremtiden korrekt (Penman, Financial statment analysis and Security valuation, fourth edition 2010). Et annet ankerpunkt ved teknikken er at den er svært ressurskrevende, i form av at analysen er

tidkrevende. I tillegg hevdes det at de fundamentale verdsettelsesteknikkene er best egnet for selskaper som er i en moden livssyklus, med stabile kontantstrømmer og god tilgang på historiske analysemateriale (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002).

3.1.2 Komparativ verddivurdering

Relativ verddivurdering/komparativ verddivurdering prisgir en eiendel eller en aksje relativt til verdien på en sammenlignbar størrelse (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Innenfor komparativ verddivurdering har vi igjen to underkategorier, multiplikatormodeller og substansverdi-modellen. Substansverdi-modellen er en balansebasert modell, og hevder at egenkapitalverdien er lik markedsverdien av eiendelene i balansen minus markedsverdien av gjelden. Modellen har sin styrke i form av at den krever tilnærmet ingen ressurser om det foreligger gode estimater på markedsverdi for eiendelene. Den utelater imidlertid verdien av kunnskap, sterk ledelse og andre potensielle verdidrivere i bedriften som ikke balanseføres. I tillegg kan det tenkes at eiendelene sjelden omsettes, og et anslag på en markedsverdi derfor vil kunne avvike fra virkelig verdi (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010).

Ved multiplikator-verdsettelse finnes verdien til et selskap ved å sammenligne med hvordan komparative selskaper er priset (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Sammenligningsgrunnlaget kan være både selskapenes økonomiske forholdstall, som pris/bok, pris/salgsinntekt – eller ikke-økonomiske forholdstall som pris/antall ansatte (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010). Damodaran(2006) hevder at metoden er den hyppigst brukte verdsettelsesmetoden. Årsakene til dens popularitet tilskrives ofte at den er lite tidkrevende, samt at den er intuitivt lett å forstå (Dyrnes 2004). Spesielt er det hensiktsmessig å bruke denne metoden for ny-opptartede bedrifter, hvor det finnes lite eller ingen historisk analyseinformasjon. Dyrnes(2004) trekker imidlertid frem at det farlig å beregne en gjennomsnittsmultiplikator for alle selskapene i en bransje, og anvende denne i verdsettelsen. Det kan være store variasjoner innad i bransjen når det gjelder størrelsen på verdidriverne – og han anbefaler derfor at de gjøres en grundig analyse av hvor bedriften befinner seg relativt til bransjen når det gjelder sentrale verdidrivere(les: fundamental

analyse). Dersom dette tas i betraktning er ikke multiplikatormetoden særlig mindre ressurskrevende enn fundamental verddivurdering. Dette er også årsaken til at Damodaran (2002) hevder at alle verdsettelsesmetoder bygger på den fundamentale analysen. I tillegg hevdes det at det ikke er gitt at markedet har priset aksjene i som nyttes som sammenligningsgrunnlag korrekt. Dersom disse i utgangspunktet er feilpriset, vil også verdien av verdsettelsesobjektet bli skjev. Ettersom den fundamentale verdsettelsesteknikken tar utgangspunkt i bedriftsspesifikke vekstrater og kontantstrømmer er det mindre sannsynlig at denne typen markedsfeil vil spille inn i verdiestimatet (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002).

3.1.3 Opsjonsbasert verddivurdering

En realopsjon er en rett, men ingen forpliktelse, til å utføre en handling – som for eksempel å ekspandere, avvente eller forlate et prosjekt (Copeland og Antikarov 2003). Copeland og Antikarov (2003) hevdes at verdien av denne fleksibiliteten konsekvent undervurderes ved fundamental verddivurdering. Forfatterne foreslår derfor at egenkapitalverdien fastsettes til fundamental verdi \pm verdien av fleksibilitet. Igjen, som Damodaran (2002) påpeker er bygger denne metoden på fundamental verddivurdering, ettersom metoden krever dyptgående analyse av både strategiske forhold og historiske regnskap. Bruk av teknikken er en fordel dersom antakelsen om at verdien til fleksibilitet undervurderes er valid.

3.2 Valg av teknikk for verdsettelse av Marine Harvest Group

Som vist i utgreiingen over har alle de ulike verdsettelsesteknikkene sine fordeler og ulemper. Marine Harvest Group ASA opererer i en relativt moden bransje, og som allmennaksjeselskap finnes det gode historiske regnskapsdata tilgjengelig. Dette taler for å nytte den fundamentale tilnærmingen i den videre utredningen. Oppdrettsbransjen anses imidlertid som relativt konjunkturutsatt, noe som vil kunne medføre noen problemer om fundamental analyse velges. Bransjens natur kan føre til at fremtidige kontantstrømmer potensielt kan variere noe. Denne volatiliteten vil bli vanskelig å predikere, selv med inngående bransje- og bedriftsspesifikk kunnskap. I mangel på gode alternativer anses imidlertid ikke denne ulempen som stor nok til at den fundamentale teknikken velges bort. De komparative teknikkene synes å være tilknyttet for stor usikkerhet, og undervurderer ressurser ved selskapet som ikke balanseføres. Samtidig synes det krevende å identifisere

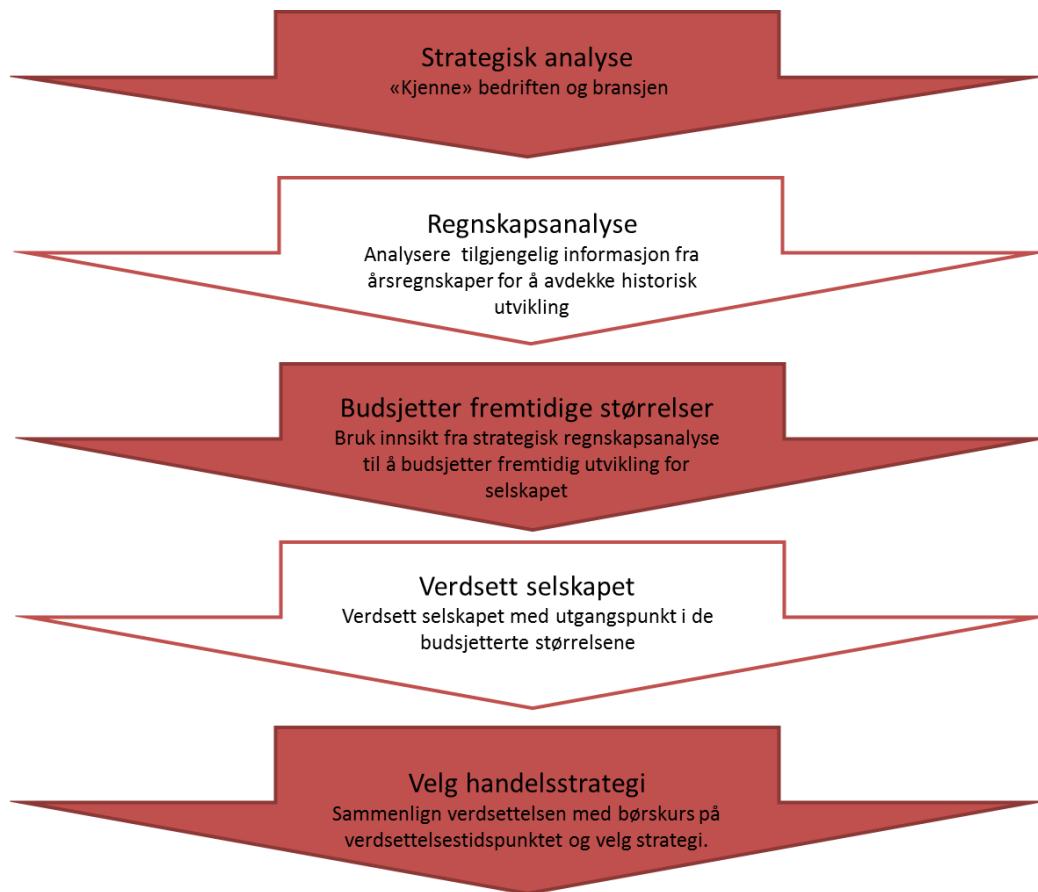
den spesifikke verdien fleksibilitet har for selskapet i et konsern med Marine Harvests størrelse. Fundamental verdivurdering velges derfor som verdsettelsesteknikk i den videre utredningen.

Ideelt sett skulle jeg også benyttet en av/begge de andre verdsettelsesteknikkene som supplement til den fundamentale verdivurderingen. Ettersom jeg skriver denne utredningen alene må jeg imidlertid gjøre enkelte prioriteringer når det gjelder ressursbruk. Velger derfor å ikke gjennomføre en alternativ verdivurdering.

I tilfelle det skulle blitt gjennomført en alternativ verdsettelse ville imidlertid valget falt på opsjonsbasert verdsettelse. Det ville vært spennende å avdekke hvorvidt fleksibilitet i produksjon har en ekstra verdi for selskapet. Marine Harvest hevder selv i "Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 20012" at store selskaper er mer effektive enn små selskaper, som følge av fleksibilitet i produksjonen. Den strategiske analysen i kapittel fire avdekker imidlertid at størrelse ikke synes å være korrelert med effektivitet.

3.3 Rammeverk for fundamental analyse

Ettersom fundamental verdsettelse er lagt til grunn i den videre utredningen, vil en sentral aktivitet være å predikere selskapets fremtidige økonomiske situasjon (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010). Budsjetteringen av de fremtidige størrelsene er drevet av informasjon, og Penman (2010) hevder det er viktig å ha en strukturert og analytisk tilnærming til den tilgjengelige informasjonen. For å imøtekomme dette legges derfor rammeverket for fundamental analyse, presentert i Penman (2010) til grunn i den videre utredningen.

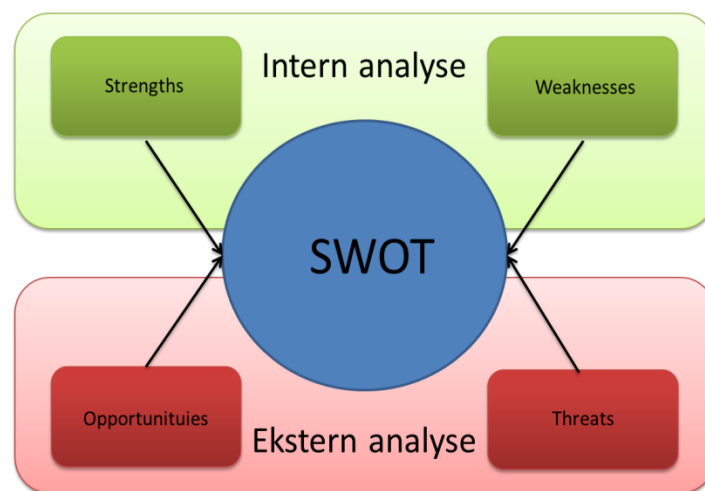


Figur 3.1: Fundamental analyse. Hentet fra Penman(2010)

For å få best mulig beslutningsgrunnlag for å predikere fremtidige økonomiske størrelser for Marine Harvest, vil jeg først gjennomføre en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Disse analysene vil gi innsikt i selskapets styrker og svakheter, og dermed gi innsikt for å budsjettere selskapets utvikling i fremtiden. Verdsettelsen av selskapet tar utgangspunkt i de budsjetterte størrelsene, og bestemmer hvilken handelsstrategi som vil være hensiktsmessig å følge.

4. Strategisk analyse

Når man skal gjennomføre en verdsettelse av et selskap, er det hensiktsmessig å avdekke både selskapets og de øvrige bransjedeltakernes underliggende økonomiske forhold, for å vurdere selskapets relative prestasjoner. For å identifisere et selskaps relative styrke, er det nødvendig å gjennomføre analyse av både selskapets indre ressurser og bransjevilkårene (Shapiro 1993). Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i fremtidsverdier, og i følge Shapiro (1993) er det bare selskaper med strategiske fordeler som vil oppnå ekstraordinær avkastning over tid. Med ekstraordinær avkastning mener forfatteren avkastning utover avkastningskravet.



Figur 4.9: SWOT-analyse. Hentet fra Kotler(2005)

Følgelig vil det derfor være innsiktsfullt å analysere både interne og eksterne forhold ved Marine Harvest, for å identifisere eventuelle historiske konkurransefortrinn – og mulige konkurransefortrinn i fremtiden. Kapittelet vil derfor følge tilnærmingen fra SWOT-analyse (Kotler 2005), og eventuelle strategiske fordeler fra eksterne bransjeforhold og interne ressurser oppsummeres i henholdsvis kapittel 4.2 og 4.4.

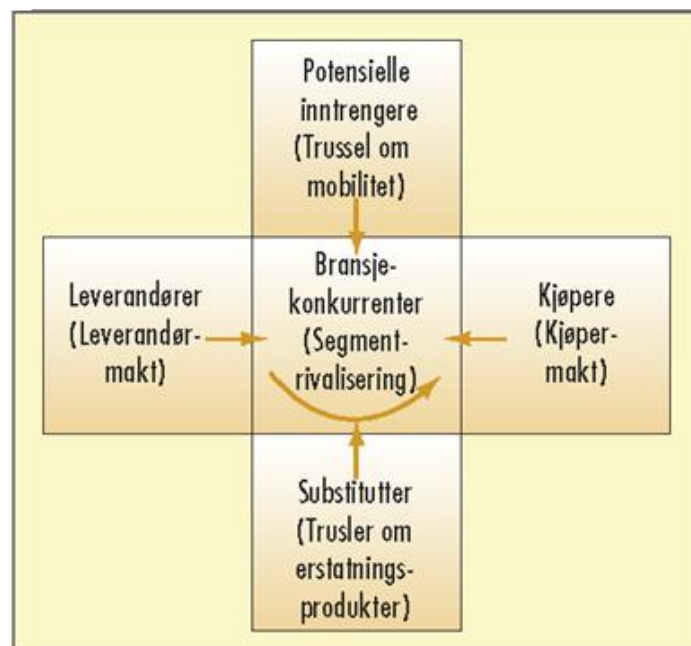
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

For å analysere de eksterne arbeidsbetingelsene, og dermed forsøke å skape et bilde av hvilke krefter som driver lønnsomhet i bransjen, vil jeg gjennomføre Porters femfaktor-analyse og en PESTEL-analyse. Hensikten med denne analysen er å avdekke om oppdrettsbransjen samlet har en strategisk fordel. Lovgivning, rivalitet og andre bransjespesifikke forhold kan føre til at en bransje innehar en bransjefordel, relativt til andre

bransjer. Dette skyldes skjevheter i rammebetingelsene, som fører til at bransjen ikke er i likevekt – slik vi kjenner det fra elementær mikroøkonomi.

4.1.1 Porters femfaktor-modell

Når man skal forsøke å avdekke et selskaps muligheter og trusler, er det hensiktsmessig å støtte seg til et rammeverk for å analysere bransjen selskapet opererer i. Porters femfaktor-modell er et egnet verktøy for å analysere de mekanismene som driver profitabilitet innad i bransjer, og bransjer imellom (Kotler 2005).



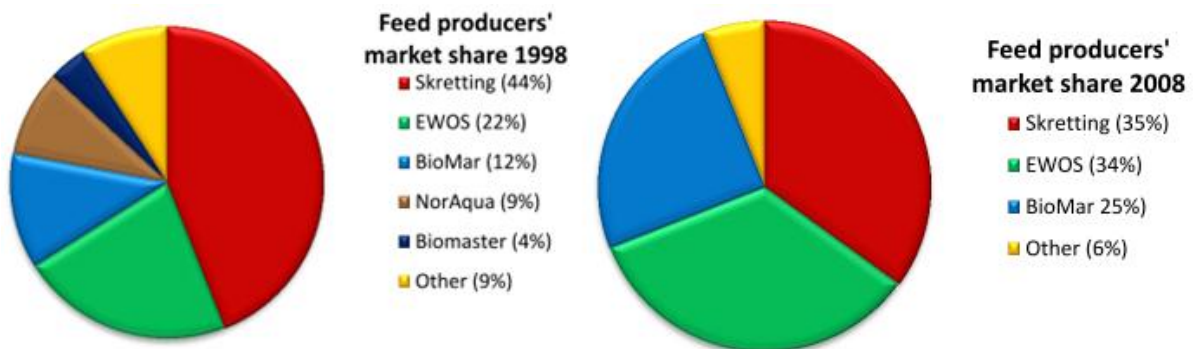
Figur 4.2:Porter-analyse. Hentet fra Kotler(2005)

Porter hevder at bakenforliggende årsaker til positiv og negativ inntjening i en bransje kan forklares ved hjelp av analyse av de fem kreftene i modellen. De fem kreftene er grad av leverandørmakt, trussel fra substitutter, trussel fra eksisterende konkurrenter, trussel fra nyetableringer og trussel fra kunder (Kotler 2005). Under vil en analyse av de ulike konkurransekreftene gjennomføres, for å forsøke å avdekke hvilken påvirkningskraft de har på lønnsomheten i lakseoppdrettsbransjen.

Trussel fra leverandører

I bransjer med høy grad av leverandørmakt, vil leverandørene kapre store deler av profitten. Maktforholdet påvirkes av faktorer som leverandørenes størrelse og antall, produktdifferensiering, muligheter for vertikal integrasjon og byttekostnader (Kotler 2005).

For lakseoppdrettsbransjens vedkommende er brorparten av leverandøraktivitetene knyttet til fôr. Fôrkostnader utgjør som nevnt i kapittel 2.1 omtrent 50 % av Marine Harvests totale produksjonskostnader, og følgelig er markedsmakten til fôrleverandørene en viktig driver for lønnsomheten i oppdrettsbransjen.



Figur 103: Konsolidering blant fôrprodusentene. Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

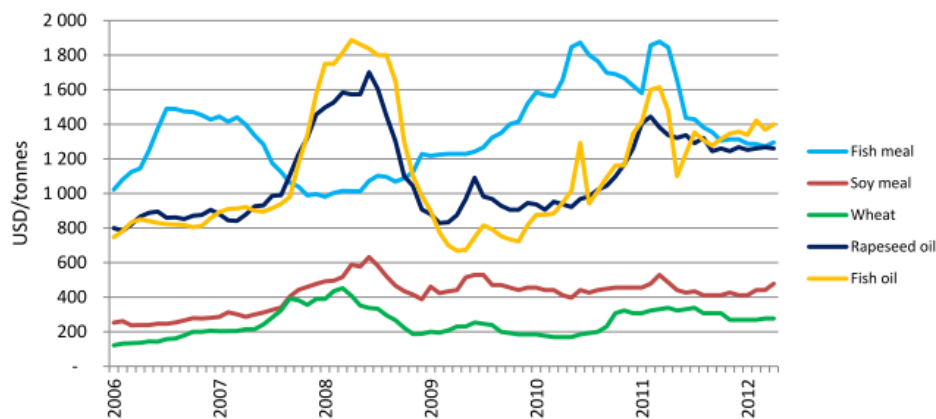
Fôrbransjen har i løpet av de siste femten årene blitt atskillig mer konsentrert, og denne trenden har ført til at det nå i realiteten bare er tre produsenter igjen. De tre ledende produsentene av fiskefôr på det globale markedet er Skretting, EWOS og BioMar. I tillegg finnes det enkelte produsenter som opptrer på de ulike regionale markedene. Det faktum at det i realiteten bare finnes tre tilbydere av fiskefôr, samt at det ikke eksisterer noen reelle substitutter taler for at disse har høy markedsmakt

Fiskefôr er imidlertid i utgangspunktet et relativt homogent produkt, i den forstand at alle de overnevnte tre produsentene leverer fôr som inneholder næringsmidler som fremmer laksens vekst. Selv i bransjer med få produsenter vil det oppstå sterk konkurranse, jamfør Bertrand konkurranse, som hevder at selv med bare to produsenter vil all profitt kunne konkurreres bort (Sørgård 2003). Fôrprodusentene er imidlertid differensierte i sin tilnærming når det gjelder FoU, tilpassede løsninger og rådgivning for oppdretterne.

EWOS er 100 % eid av Cermaq ASA. Cermaq er som vist i figur 2.8 en av Marine Harvests største konkurrenter, gjennom sitt datterselskap Mainstream. Det kan tenkes at det kan oppstå problematiske situasjoner som følge av at en av Marine Harvests største konkurrenter er vertikalt integrert med en fôrprodusent. I en situasjon hvor fôr er en knapp ressurs i markedet, vil det kunne tenkes at EWOS prioriterer å levere til Mainstream, hvilket kan få negative konsekvenser for Marine Harvest. Videre er muligheten for at BioMar og

Skretting inngår eksklusivitetsavtaler eller blir kjøpt opp av Marine Harvests konkurrenter med på å øke konkurranseintensiteten. Den 27. mars 2012 bekreftet imidlertid Marine Harvest i en børsmelding at de har inngått en intensjonsavtale om å starte produksjon av fiskefôr sammen med Felleskjøpet AKRA². Den videre fremgangen i denne saken og dens påvirkning på selskapets lønnsomhet er usikker, men en slik vertikal integrasjon blir isolert sett på som positiv med tanke på å redusere forhandlingsmakten til leverandørene.

Historisk har fôrprodusentene operert med kost-pluss-kontrakter, hvilket innebærer at fiskeoppdretterne bærer risikoen for volatilitet i råvarepriser. De siste fem årene har det vært betydelig volatilitet i råvareprisene, hvilket medfører usikkerhet for oppdrettsselskapene.



Figur 11: Prisutvikling for innsatsfaktorer. Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

At det ikke finnes noen reelle substitutter for fiskefôr taler for at oppdrettsselskapene må akseptere at leverandørene har noe makt.

Oppsummert vil jeg påstå at forhandlingsmakten til fôrprodusentene er moderat til høy, både per dags dato og historisk. En stor del av denne forhandlingsmakten vil imidlertid reduseres dersom Marine Harvest realiserer sin intensjonsavtale om å starte egen produksjon av fiskefôr.

² Informasjon hentet fra: <http://marineharvest.com/en/Investor1/Press-releases/2012/Marine-Harvest-considers-establishing-salmon-feed-company/?feedlanguage=NO>

Substitutter

Et substitutt er tjenester eller produkter som konsumentene vurderer som et alternativ til å konsumere de varene som tilbys i bransjen. Substituttene gir kundene alternativer, og har den effekten at de gir konsumentene økt forhandlingsmakt, gjerne gjennom at forbrukerne blir mer prissensitive (Kotler 2005). I en analyse av substitutter til oppdrettslaks er det hensiktsmessig å se på de produktene som gir konsumentene tilnærmet lik nytte i form av smak, helsegevinst og lignede, i forhold til substituttets pris. Videre vil det være hensiktsmessig å avdekke differensieringsmuligheter - og dermed kundelojalitet, samt byttekostnader for konsumentene.

Dersom man angriper problemstillingen svært bredt, vil det kunne tenkes at alle produkter som kan konsumeres som menneskeføde er substitutter for oppdrettslaks. Dette anser jeg imidlertid som en søkt tilnærming, og velger å fokusere på de produktene som ligger nærmest laks, i den forstand at de dekker tilnærmet det samme behovet. Vil derfor definere øvrige fiskesorter, samt proteinrike kjøttsorter som kylling, svin og storfe som de nærmeste substituttene for oppdrettslaks.

Dersom man primært ser på oppdrettslaks som en proteinkilde, vil det være nærliggende å sammenligne oppdrettslaksen med de overnevnte produktene. Data fra FAO viser at sjømat bare representerer 6 % av verdensbefolkningens proteinkonsumpsjon. Videre representerer laks bare 2,5 % av det totale sjømattilbudet i følge tall fra Marine Harvest Salmon Industry Handbook 2012. Dette medfører at laks enda bare utgjør 0,15 % av den totale proteinkonsumpsjonen i verden, til tross for den store økningen i tilbudet. Noe av årsaken til dette kan være at laks har høyere pris enn de andre proteinkildene, og at konsumentene har innarbeidet en preferanse for de billigere substituttene. Siden 1980 har imidlertid laks blitt relativt billigere i forhold til substituttene, antakelig som følge av at en betydelig økning i tilbudet har ført til reduserte relative laksepriser. Spesielt i forhold til kylling har prisutviklingen vært markant. I 1980 var laks rundt ti ganger så dyrt som kylling, mens det nå bare er omtrent dobbelt så dyrt.

Felles for alle sammenligningene i utvalget er at laks er blitt relativt billigere i forhold de sammenlignbare alternativene i perioden. Til tross for at laks relativt er blitt billigere, er det

fortsatt dyrt i forhold i substituttene. En prissammenligning gjort ved et utvalg dagligvarekjeder, viser følgende substitutt/laks-forhold i juni 2012:

	Salmon/Beef	Salmon/Chicken	Salmon/Pork
UK	0.8	1.4	1.8
US	1.3	2.4	1.9
Belgium	1.2	1.9	1.6
Japan	1.0	2.2	2.0

Figur 12.5: Pris relativt til andre proteinkilder. Hentet fra *Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012*

Som dataene over indikerer er laks fortsatt et dyrt produkt, relativt til sine substitutter. Prisforskjellen indikerer at noen konsumenter anser nytten ved laks som høyere enn ved substituttene, ettersom enkelte konsumenter preferer laks til tross for høyere pris. Denne kan forklares ved attributter ved laksen, beskrevet innledningsvis i kapittel 2.1. Laks er klart differensiert fra de overnevnte produktene grunnet sin høye andel av Omega-3, sunne fettsyrer og næringsinnhold. Spesielt med tanke på Helsedirektoratets og WHO's henholdsvis nasjonale og internasjonale fokus på mat som helsefremmende kilde i de senere år, differensierer laks seg fra de øvrige substituttene. Av øvrige fiskesorter er det heller ingen som har tilsvarende næringsinnhold, bortsett fra makrell og sild. Disse produktene innehar imidlertid ikke det samme eksklusivitets- og kvalitetsstempelen som laks. Dette medfører at laksen også er klart differensiert fra disse produktene.

Disse helsefremmende stoffene kan imidlertid også inntas gjennom kosttilskudd. Dersom det primære målet ved å konsumere laks er å være sunn, vil kosttilskudd være et substitutt. Dette anses imidlertid ikke som særlig aktuelt.

Dersom prisen på laks fortsetter å synke relativt til de andre proteinkildene, vil laks bli et attraktivt substitutt for disse. I motsatt fall vil substituttene bli attraktive i forhold til laks. Enn så lenge mener jeg at laksens attributter knyttet til næringsinnhold skaper balanse mellom pris og nytte, slik at trusselnivået er moderat til lav i sum.

Trussel fra nyetableringer

En nyetablering vil skje dersom nye aktørers irreversible investeringer er lavere enn den forventede profitten ved etablering. Trusselen fra nyetableringer hemmes ved at det foreligger etableringsbarrierer i bransjen, som gjør etablering lite attraktivt. Eksempler på

slike etableringshinder kan være stordriftsfordeler, høye krav til irreversible investeringer og begrensede muligheter for differensiering(kundelojalitet) og legale forhold (Besanko 2010).

Det eksisterer stordriftsfordeler i en bransje når den har avtakende grensekostnader. Med dette menes det at kostnaden ved å produsere én ekstra enhet blir lavere når produserte enheter øker. Det er typisk bransjer hvor man har en betydelig andel faste kostnader, eksempelvis knyttet til produksjonsanlegg, administrasjon og salg, som har stordriftsfordeler. Som vist i tabell 4.1 representerer disse kostnadene relativt store andeler av de totale produksjonskostnadene i alle produksjonslandene.

	Norge(NOK)	Prosent	Canada(CAD)	Prosent	Skottland(GBP)	Prosent	Chile(USD)	Prosent
Andre kostnader	2,56	11,3 %	0,94	17,2 %	1,29	34,8 %	1,04	23,2 %
	22,64	100,0 %	5,47	100,0 %	3,71	100,0 %	4,48	100,0 %

Tabell 4.1: Andel av totale kostnader ved produksjon av 1 kg HOG : Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

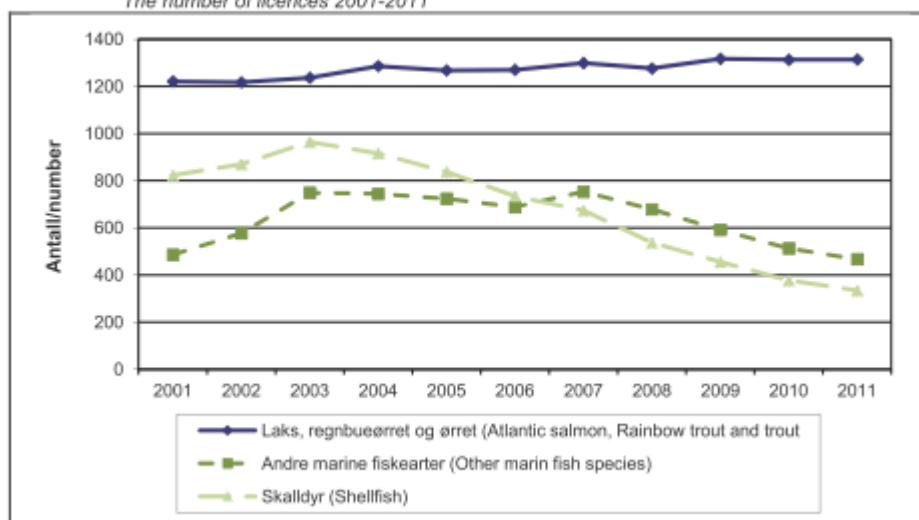
Andre kostnader, som representerer kostnader til administrasjon, lisenser og produksjonsanlegg er prosentvis lavest i Norge. Samtidig vet vi at Marine Harvest har størstparten av sin produksjon i Norge. Dette betyr at det eksisterer stordriftsfordeler i bransjen. Bransjen er imidlertid relativt fragmentert, og består også av familieeide bedrifter som bare opererer ett til to anlegg. All den tid disse fortsatt eksisterer og driver lønnsomt, synes imidlertid ikke dette å være avgjørende for lønnsomhet. Følgelig synes ikke stordriftsfordeler å representere et stort etableringshinder for nyetablerere. Like fullt synes det å være muligheter for lønnsomhetsforbedringer, dersom Marine Harvest bedre klarer å utnytte sin størrelse. I tillegg til fordelene knyttet å fordele kostnadene på flere produserte enheter, representerer størrelse en annen indirekte gevinst. Størrelse, gitt ved at man disponerer flere anlegg, gir fleksibilitet i produksjonen. Ved et eventuelt sykdomsutbrudd eller dårligere vekstforhold enn ventet ved et oppdrettsanlegg, kan de store selskapene overføre konsesjonen til et annet anlegg som står tomt. Selskaper som bare disponerer ett anlegg må henholdsvis vente på å starte opp produksjonen på nytt eller godta dårligere vekstforhold. På denne måten gir størrelse et fleksibilitetsfortrinn ovenfor de små produsentene. Dette er også årsaken til at store produsenter i følge Marine Harvest Salmon Industry Handbook 2012 har bedre kapasitetsutnyttelse per konsesjon enn små selskaper.

Som tidligere nevnt finnes det få muligheter for differensiering i bransjen, ettersom laks er et relativt homogent produkt. Følgelig vil dette ikke representere et etableringshinder for nyetablerere.

Lakseoppdrett er en relativt kapitalkrevende bransje. Det kreves relativt store investeringer i produksjonsanlegg og lignede før man starter produksjonen. Videre følger to til tre år med løpende kostnader før man genererer inntekter. Dette representerer imidlertid ikke et etableringshinder dersom man antar at investor søker å maksimere sin profitt. Det spiller da ingen rolle om investor får sin avkastning i dag eller om tre år, bare vedkommende kompenseres for ventetiden.

Lovgivning, i dette tilfellet konsesjoner, representerer et betydelig hinder for nyetablerere. I alle de geografiske områdene hvor lakseoppdrett drives kreves det lisens/konsesjon. Landene har noe ulik lovgivning, men felles for de alle er at det i liten grad utstedes nye lisenser. I Norge har det eksempelvis ikke vært gitt nye lisenser siden 2009. Som figur 4.6 viser har antall lisenser i Norge blitt holdt relativt stabilt i tidsrommet 2000 – 2011 (Fiskeridirektoratet 2012).

Figur 1. Utvikling i antall tillatelser 2001-2011
The number of licences 2001-2011



Figur 136: Historisk lisensutvikling. Hentet fra Fiskeridirektoratet

Tilsvarende har det ikke blitt gitt nye lisenser i Canada siden 2007. I Skottland og Chile har det imidlertid vært gitt noen, men like fullt få lisenser de siste årene. Denne lovgivningen fører til at nyetablerer i stor grad må kjøpe sine konsesjoner i annenhåndsmarkedet, av de etablerte aktørene.

Dette medfører at de etablerte aktørene i stor grad selv styrer nyetableringene. Elementær økonomisk teori hevder at i bransjer hvor det eksisterer superprofitt, vil nye konkurrenter etablere seg inntil all superprofitt er konkurrert bort (Sørgård 2003). Konesjonssystemet legger en demper på etableringsmuligheten, som igjen muliggjør en strategisk bransjefordel for oppdrettsbransjen. Lovgivningen, kombinert med stordriftsfordeler gjør at jeg anser trusselen fra nyetablering for å være svært lav. Dette tatt i betraktning gjør at jeg venter å identifisere en historisk bransjefordel i regnskapsanalysen i kapittel 5-8. Foreløpig er det også ingen indikasjoner på at konesjonssystemet skal falle bort, og følgelig er denne bransjefordelen ventet å vedvare også i fremtiden. Eventuell utstedelse av nye konesjoner vil imidlertid påvirke trusselen fra nyetableringer, og true bransjefordelens eksistens.

Rivalisering i bransjen

Trusselnivået fra eksisterende konkurrenter bestemmes av konkurranseintensiteten i bransjen. Liten grad av konkurranse øker bedriftenes marginer og fremmer lønnsomhet, mens sterk konkurranseintensitet er med på å redusere bedrifters lønnsomhet.

Rivaliseringen i bransjen foregår ofte i tre dimensjoner, konkurranse på pris, kapasitet og kvalitet. Videre har også etterspørselsforhold påvirkning på konkurranseintensiteten i bransjen (Kotler 2005).

Som tidligere omtalt er laks et relativt homogent produkt. Grunnet streng lovgivning er det relativt små avvik i hvordan produksjonsprosessen utføres i de ulike selskapene i bransjen. Følgelig vil også de produserte enhetene bli relativt like i kvalitet. Dette gir begrensede muligheter for differensiering, som fører til økt konkurranseintensitet. Bedriftene må da konkurrere på pris og/eller kvantum.

Bransjen har som tidligere nevnt i kapittel 2.1.4 vært gjennom en konsolideringsperiode. Dette medfører at det på nåværende tidspunkt er et relativt lavt antall produsenter som står for det totale verdenstilbudet.

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

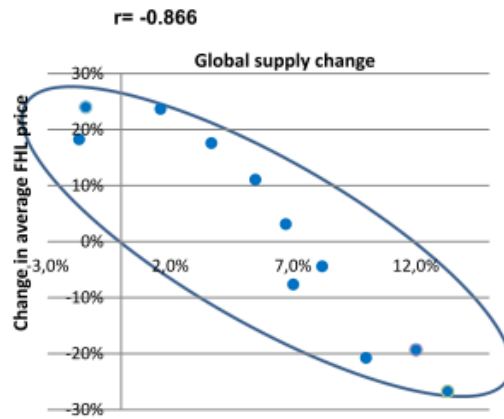
* UK and North American industry are best described by top 5 producers.

Source: Kontali Analyse

Figur 4.714: Oversikt over produsenters størrelse og geografi. Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

Som man ser i figur 4.7 over, var det relativt få produsenter som stod for en betydelig del av det produserte volumet i de ulike regionene i 2011. Til tross for at relativt få produsenter tilbyr majoriteten av det tilbudte kvantumet, ser man at produsentene er relativt jevnstore. Dersom man ser bort fra Marine Harvest, Lerøy Seafood, Salmar og Cermaq produserer de øvrige produsentene i intervallet 20 000 – 30 000 tonn årlig. På bakgrunn av dette vil jeg, til tross for konsolideringstrenden de siste årene, klassifisere bransjen som moderat konsentrert. I tillegg er det begrensede muligheter for ytterligere konsentrasjon i bransjen. I alle produksjonslandene kreves det lisenser for å drive produksjon. I Norge, hvor Marine Harvest har størstedelen av sin produksjon, kan ingen enkelt produsent kontrollere mer enn 25 % av den totale biomassen i landet. Dette impliserer at man alltid vil ha minst fire produsenter, hvilket er med på å begrense konkurranseintensiteten.

Ettersom det er begrensede muligheter for å differensiere produktene, nevner Kotler (2005) pris som en konkurransedimensjon. Prisene for oppdrettslaks, dannes som i andre markeder ved likevekten mellom tilbud og etterspørsel. Ettersom produktene i bransjen er lite differensierte, er det også begrensede muligheter for prisdifferensiering. Dette gjør bransjedeltakerne til tilnærmede pristakere, hvor bransjens totale produserte kvantum bestemmer likevektsprisen. Dette underbygges av funn gjort av Kontali Analyse, publisert i Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012.



Source: Kontali Analyse

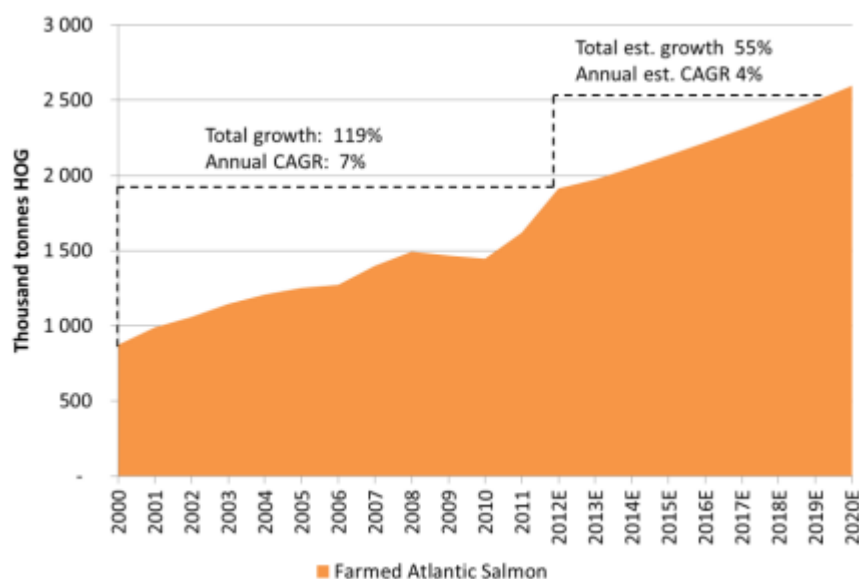
Figur 4.8: Prisregresjon. Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

En regresjonsanalyse av data i tidsrommet 2000 – 2011, viser at endringene i kvantum kan forklare 87 % av prisendringene i samme periode.

Høsten 2011 opplevde oppdrettsbransjen et kraftig fall i spotprisene, som følge av sterk vekst i tilbudet. Dette medførte reduserte priser de siste to kvartalene i 2011, samt de første to kvartalene i 2012 (Marine Harvest 2011). Det er imidlertid ventet at tilbudsveksten avtar(eller reduseres) fra og med 3. kvartal i 2012, kombinert med økt etterspørsel fra konsumentene. Dette vil føre til økning i prisene, og dermed bedre marginer i bransjen fra og med 4. kvartal i 2012. Dette underbygges av terminkontrakter for levering i 1. kvartal 2013, hvor prisen ligger på 29-30 kr/kg.³

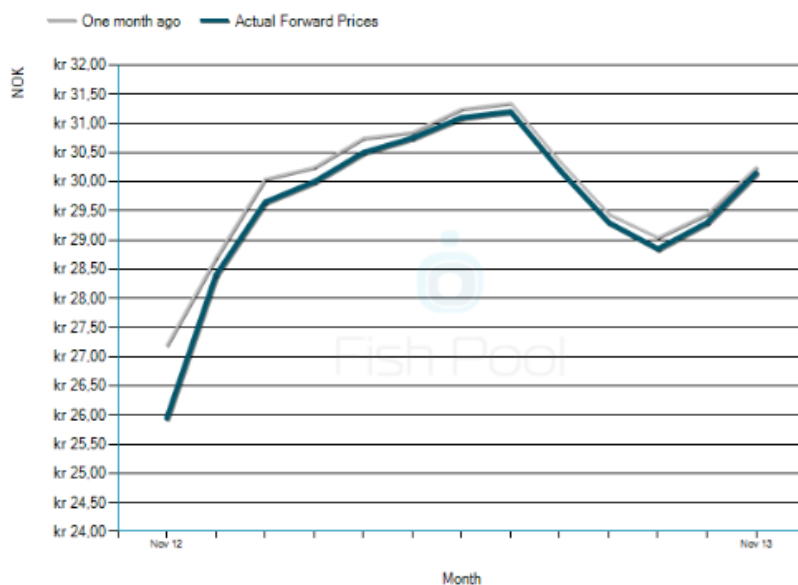
I Norge har man restriksjoner på produsert kvantum per lisens. For å redusere muligheten for sykdomsutbrudd, rømning og lignende, har norske styresmakter vedtatt at hver lisens til enhver tid bare kan ha 780 tonn biomasse stående i merdene. Dette medfører at den gjennomsnittlige produksjonen per lisens i Norge er rundt 1 000 tonn årlig. I følge Morten Vikes, administrerende direktør i Grieg Seafoods kommentar i Bergens Tidende, nærmer man seg nå produksjonstaket i Norge. Følgelig vil kvantumsdimensjonen også være av liten betydning, ettersom enhver produsent tilsynelatende produserer opp mot kapasitetsgrensen. I følge data fra Kontali Analyse forventes det derfor en lavere kvantumsvekst de neste ti årene.

³ Informasjon hentet fra: <http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Norsk-lakseoppdrett-har-nadd-taket-2753884.html>



Figur 4.915: Kvantumsutikling. Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

Den moderate veksten avhenger av Chiles restrukturering, da mye av veksten forventes å komme i denne regionen. Dersom man på nytt skulle få sykdomsutbrudd i denne regionen vil kvantumsveksten bli enda lavere, noe som vil kunne påvirke bransjens marginer i positiv retning. Det faktum at konsesjonssystemet begrenser kvantumsveksten i fremtiden, gjør at det ventes høyere laksepriser de kommende periodene. Forward-priser hentet fra Fishpool.no viser at kontrakter for levering i 2013 prises betydelig høyere enn dagens priser.



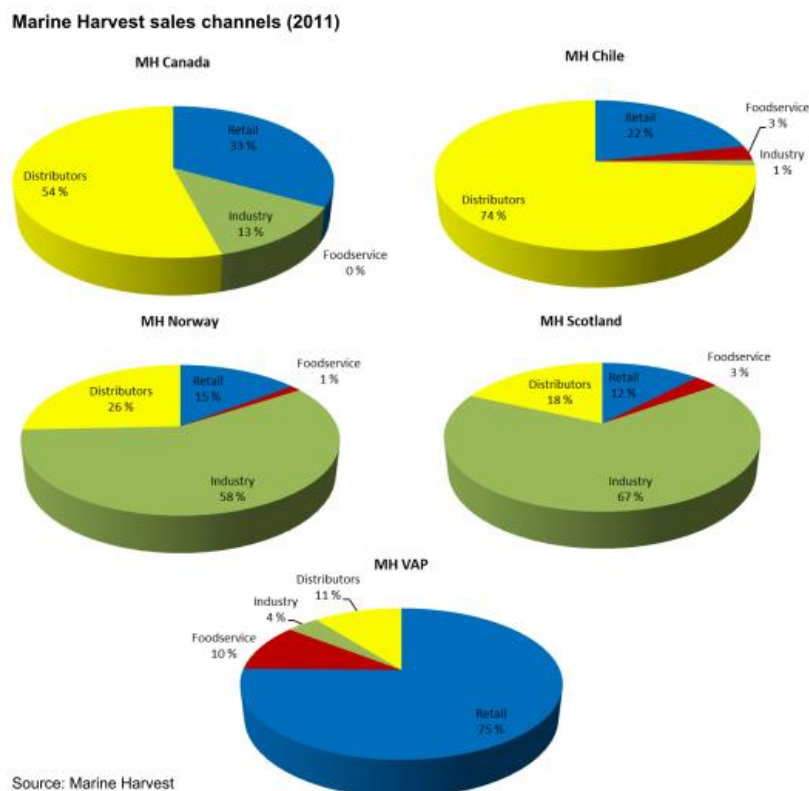
Figur 4.1016: Forwardpriser. Hentet fra Fishpool.no

Konkurransenintensiteten fremover i bransjen synes å være forutbestemt, noe som medfører at bedriftenes tilsynelatende største konkurrent er dem selv. Bransjefokusert tenderer i stor

grad til å gå mot kostnadsreduksjon og innovasjon. Produktets homogenitet burde isolert sett medføre stor grad av bransjerivalitet, men lovgivning er i betydelig grad med på å redusere denne konkurransen. I sum synes rivaliteten i bransjen å ligge på et moderat til lavt nivå. Historisk har sterk tilbudsvekst, spesielt i 2011, ført til reduserte priser og dermed lave marginer i bransjen. Etersom tilbudsveksten er ventet å avta, er det i fremtiden ventet noe høyere marginer.

Kunder

Maktforholdet til kundene har betydning for lønnsomheten i en bransje. Kunder med stor makt vil kunne kapre betydelige andeler av profitten til en bedrift. Typisk er graden av kundemakt høy i markeder hvor produktet som tilbys er homogent, og hvor det finnes mange tilbydere. I motsatt fall vil kundemakten reduseres dersom man har en stor andel kunder, og avhengigheten til den enkelte kunde reduseres (Kotler 2005).



Figur 17:Salgskanaler. Hentet fra Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2012

Som man ser i tabell 4.11, er det stor spredning i kundenes attributter. Man har både kunder innen videreforedling, distribusjon, dagligvarekjeder og hotell/restauranter. Det faktum at kundenes attributter er noe forskjellig er isolert sett positivt for bransjen, i den forstand at

man har “flere ben å stå på”. Det er imidlertid ikke særlig relevant, all den tid laks er et relativt homogent produkt. Dette medfører at kundene har relativt lave byttekostnader ved å velge en annen produsent, og dette er i så måte med på øke kundemakten. Kotler (2005) hevder at prisdiskriminering er en effektiv måte å begrense kundemakt på. Dette er det imidlertid relativt små muligheter for i oppdrettsbransjen, ettersom globaliseringen i markedet har gjort at bedriftene i stor grad er pristakere – styrt av tilbudt kvantum. Trusselen fra kunder anses derfor som moderat til høy.

4.1.2 PESTEL

En PESTEL-analyse er en analyse som anvendes for å avdekke makroøkonomiske forhold, som har påvirkningskraft på bransjens rammevilkår. PESTEL er en forkortelse av ulike analyseområder: Politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige-, og juridiske faktorer (Johnson, Scholes og Whittington 2009). Disse analyseområdene vil i den videre teksten gjennomgås hver for seg.

Politiske faktorer

Nobelkomiteens tildeling av Nobels Fredspris til den kinesiske opposisjonspolitikeren Liu Xiaobo i 2010, har ført til at forholdet mellom Norge og Kina har kjølnet. E24.no kunne i 2011 melde at det samlede eksportkvantumet av laks fra Norge til Kina var over halvert fra 2010 til 2011⁴. Dette skyldtes i følge Eksport-utvalget for fisk(EFF) at kinesiske myndigheter i kjølvannet av tildelingen innførte strenge importrestriksjoner for norsk laks. Norsk Sjømatråd presenterte imidlertid oppdaterte eksportdata 5. september 2012, som viser at lakseeksporten til Kina nå er tilbake på nivået før tildelingen.⁵ Følgelig synes ikke kinesiske myndigheter å være like restriktive i forhold til norske produkter som tidligere, hvilket er gode nyheter for næringen. Kina er ett av landene med raskest voksende middelklasse, og vil potensielt være et viktig marked for oppdrettsbransjen i fremtiden.

18. september 2012 melder Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening(FHL) at den norske regjeringen har vedtatt å øke tollsatsene for import av biffkjøtt, lammekjøtt og oster.⁶ Dette er varer som i stor grad importeres fra Europa, som er Marine Harvests desidert største marked. FHL og NHO Mat og drikke er bekymret for at regjeringens proteksjonistiske vedtak vil føre til at de Europeiske landene vil innføre tilsvarende restriksjoner mot norsk sjømat.

⁴ Informasjon hentet fra: <http://e24.no/boers-og-finans/norsk-lakseeksport-til-kina-halvert/20056095>

⁵ Informasjon hentet fra: <http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article1355457.ece>

⁶ Informasjon hentet fra: <http://www.fhl.no/hovedsiden/oeekt-toll-truer-norsk-matproduksjon-article4125-5.html>

Dette vil potensielt kunne skade etterspørselen etter norsk laks i fremtiden. Oppsummert har påvirkningen fra politiske vedtak historisk vært liten både i positiv og negativ forstand, bortsett fra konsesjonssystemet som nevnt i Porter-analysen. Før EU eventuelt iverksetter proteksjonistiske tiltak mot norsk oppdrettslaks, er det også ventet at den politiske påvirkningen skal være liten i fremtiden.

Økonomiske faktorer

Prisutviklingen i laksemarkedet har historisk vært svært volatil. Dette skyldes i hovedsak tilbudsendringer, som vist i regresjonsanalysen til Kontali Analyse vist i kapittel 4.1.1. Etterspørselen antas å være jevnere, dog noe eksponert for sesongvariasjoner. For at etterspørselsnivået skal opprettholdes eller vokse, er bransjen avhengig av henholdsvis stabilitet eller vekst i makroøkonomiske forhold i sentrale markeder. De seneste årenes utvikling i eurosonen kan potensielt skade bransjens etterspørsel dersom krisen videreutvikler seg. Laks har som nevnt høyere pris enn sine substitutter, noe som antas å i stor grad skyldes næringsinnhold og eksklusivitet. Det hevdes at konsumenter i krisetider kutter luksusvarer fremfor varer som dekker primærbehov. Eurosonen er Marine Harvests desidert største marked, og følgelig vil en forverring av konsumentenes velferd i dette markedet kunne føre til redusert etterspørsel etter bransjens produkter.

Den makroøkonomiske veksten i den øvrige verden vil også ha betydning for etterspørselen etter bransjens produkter. Økt velferd vil kunne føre til økt konsum av laks, ettersom dette produktet har noe høyere pris enn sine nærmeste substitutter. Følgelig vil den økende middelklassen i de voksende markedene Kina, Brasil, India og lignende kunne være med på å drive opp etterspørselen etter bransjens produkter. Økt etterspørsel, kombinert med at bransjen tilnærmet har nådd sitt produksjonstak, vil kunne føre til høyere priser og bedre lønnsomhet for bransjedeltakerne.

Videre er bransjen eksponert for valutakursutvikling, ettersom majoriteten av laksen som produseres i de ulike landene eksporteres. Det beste estimatet på morgendagens valutakurs hevdes å være valutakursen i dag (Meese og Roghoff 1983). Dette understreker at valutakursutviklingen er vanskelig å spå, og bransjedeltakerne er dermed eksponert for endringer i kursene. Følgelig blir det også vanskelig å forutse hvordan dette vil påvirke lønnsomheten i bransjen i fremtiden. Kursvolatiliteten er imidlertid mulig å beskytte seg mot, ved å bruke ulike finansielle sikringsinstrument. Reduksjon i tilbudsveksten kombinert

med økt velferd gir grunn til å tro at lakseprisen vil øke de kommende årene, som igjen vil kunne føre til høyere marginer i bransjen.

Sosiokulturelle faktorer

Analysen av sosiokulturelle faktorer handler om å avdekke sosiale trender som potensielt kan påvirke bransjens rammevilkår. Den siste tiårsperioden har man i økt grad opplevd et fokus på helse og fysisk aktivitet både i Norge og verden for øvrig. Ettersom laks er et produkt med helsefremmende attributter, kan det tenkes at etterspørselen i fremtiden vil øke i takt med økt fokus på helse. Validiteten i dette utsagnet er imidlertid i beste fall diskutabelt, og uten støttende forskning. Dette vektlegges følgelig ikke noe særlig i den videre teksten.

Teknologiske faktorer

Teknologiske innovasjoner har vært relativt få i bransjen de siste 30 årene, og produksjonen foregår på tilnærmet samme måte som ved starten på 1980-tallet. Den innovasjonen som har forekommet, har i stor grad vært knyttet til fôr. Selve fôringen har blitt automatisert, og utføres nå av maskiner som administreres av mennesker. Dette medfører at det er enklere å tilføre laksen vekstoptimal mengde fôr, samt at det har redusert behovet for menneskelig arbeidskraft (og dermed lønnskostnader). Den øvrige innovasjonen har forekommet i den forstand at fôrprodusentene har utviklet fôrprodukter som bedre fremmer vekst. Dersom man ser bort fra dette har ikke bransjen i nevneverdig grad vært påvirket av teknologisk utvikling.

Bergens Tidende hadde imidlertid 31. mars 2011 en reportasje om umodne innovasjoner i bransjen⁷. Eksempelvis eksperimenterer selskapet Preline i samarbeid med Lerøy gruppen om å lage et lukket oppdrettssystem for å erstatte de tradisjonelle merdene. Dette vil føre til redusert eksponering for lus- og smittekilder, samt minimere problemer knyttet til rømming. Videre skrev avisen at selskapet Ocean Globe forsøker å produsere et oppdrettsanlegg som kan senkes ned i vannet. Dette vil eventuelt føre til at det naturlige konkurransefortrinnet til de nåværende produksjonslandene viskes ut, ved at man ikke lenger trenger stille fjordarmer

⁷ Informasjon hentet fra: http://tomcat-pm.intermedium.com/pdf/Bergens_Tidende/2011/03/31/Bergens_Tidende.2011-03-31.1-1-1-1.1-1-1.16-17.pdf

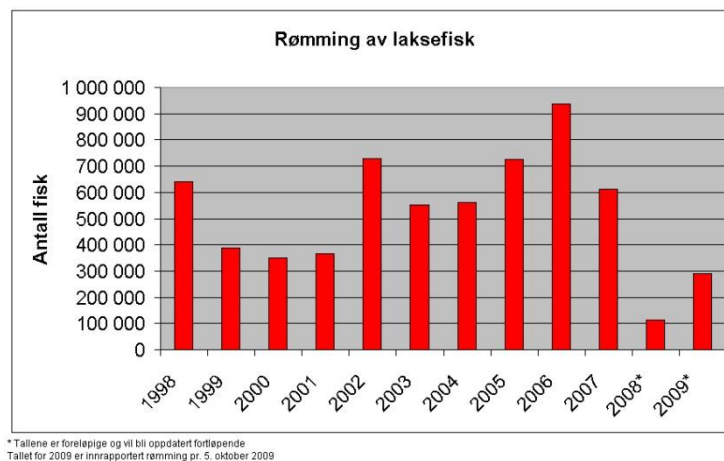
for å drive oppdrett. Produksjonen vil da kunne flyttes til land med enda mer stabile vanntemperaturer enn de nåværende produksjonslandene.

Selskapet Niri AS planlegger å bygge oppdrettsanlegg på land i Irland. Det hevdes at dette er kostnadseffektivt i forhold til produksjon i sjø dersom det gjøres i stor skala, ettersom man bedre kan styre temperaturer (reduere veksttid) og ekskluderer problematikken knyttet til rømming og smitte.

Det foreligger imidlertid lite informasjon om hvorvidt disse innovasjonsforsøkene har vært vellykkede etter overnevnte avisomtale. Dette kan tyde på at forsøkene ikke har vært like vellykkede som avisartikkelen skulle tilsi. Skulle imidlertid noen av disse prosjektene vise seg å være gjennomførbare og lønnsomme, vil det potensielt ha stor betydning for bransjen. Foreløpig er produksjonslandene beskyttet ved at de innehar naturlige konkurransefortrinn. Disse vil kunne bli visket ut, og føre til betydelig hardere konkurranse fra produksjonsområder hvor det generelle kostnadsnivået er lavere.

Miljømessige faktorer

Lakseoppdrett påvirker miljøet på ulike måter. Spesielt opplever bransjen problemer knyttet til sykdommer og rømming, hvilket kan føre til at sykdommer spres til villfisk eller genetisk påvirker villfisken på andre måter. I følge tall fra Fiskeridirektoratet er det betydelige mengder laks som rømmer fra oppdrettsanlegg i Norge hvert år.



Figur 182: Rømming Norge. Hentet fra Fiskeridirektoratet

Både Bellona, Fiskeridirektoratet og ulike aviser har i de siste årene presentert artikler hvor de påpeker at miljøpåvirkningen fra oppdrettsbransjen er stor. Gjentatte negative oppslag kan føre til at konsumentenes persepsjon av bransjen blir dårlig, noe som kan føre til

reduisert konsum. Følgelig blir det derfor viktig for bransjen å forsøke å redusere både rømming og sykdomsutbrudd. Marine Harvest søker imidlertid å etterleve FNs Global Compact-retningslinjer for å redusere miljøpåvirkningen til ett minimum (Marine Harvest 2011). I tillegg har selskapet samarbeidsavtaler med Senter for Lakselus-forskning, Fiskeridirektoratet og Verdens Helseorganisasjon.

Legale forhold:

Lakseoppdrettsbransjen er som tidligere nevnt pålagt en rekke lover og retningslinjer for å kunne drive produksjon. Både maksimal tillatt biomasse, konsesjoner og kvalitetsretningslinjer legger føringer for produksjonen. Ettersom bransjen i Norge nå nærmer seg den maksimale produksjonen, vil dette potensielt kunne føre til en utvidelse av maksimal tillatt biomasse eller utstedelse av nye lisenser. Hovedargumentet for å innføre maksimal tillatt biomasse er å redusere rømming og sykdommer, og følgelig er sannsynligheten for at systemet endes liten. Hvorvidt det skal utdeles nye lisenser, eller om produksjonen i rådende myndigheters øyne har nådd et ønsket nivå er vanskelig å forutse. Dette vil som nevnt i Porter-analysen eventuelt påvirke trusselen fra nyetableringer.

4.2 Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse

Produktets homogenitet og relativt sterk leverandørmakt er faktorer som åpenbart burde tilsi at bransjens arbeidsforhold er harde, og følgelig skulle true en eventuell bransjefordel. Konsesjonssystemet skaper imidlertid en skjevhet, som muliggjør at det eksisterer en bransjefordel i oppdrettsbransjen. Systemet reduserer trusselen fra nyetableringer til å være tilnærmet ikke-eksisterende, og følgelig vil tilbudt kvantum kunne avvike fra optimalt kvantum i likevekt. Dette leder meg til å tro at det historisk har eksistert en bransjefordel i oppdrettsbransjen. Med tilgjengelig informasjon til grunn er det samtidig lite som tyder på at konsesjonssystemet vil endres i overskuelig fremtid, og bransjefordelen ventes derfor å vedvare. Bransjefordelen er imidlertid relativt liten, ettersom de øvrige konkurransekraftene er sterke. Det er derfor ventet at den totale bransjen vil oppnå en egenkapitalrentabilitet noe over egenkapitalkravet i fremtiden.

4.3 Intern ressurs-basert analyse

Et firmas ressurser er alle eiendeler, evner, kompetanse, organisering, attributter, kunnskap og lignende som er kontrollert av et selskap, og muliggjør implementering av strategier som øker selskapets effektivitet (Kotler 2005). Hensikten med en intern analyse er å kartlegge

hvilke ressurser en bedrift innehar/mangler, i forhold til bransjedeltakerne, samt identifisere hvilke eventuelle fordeler og ulemper dette avviker medfører. Jeg vil derfor i analysen av interne arbeidsforhold forsøke å kartlegge hvilke ressurser Marine Harvest Group innehar, samt avdekke eventuelle konkurransefortrinn disse ressursene gir Marine Harvest i forhold til bransjedeltakerne. Analysen av de interne arbeidsforholdene gjøres ved hjelp av KIKK-modellen og en VRIO-analyse.

4.3.1 KIKK

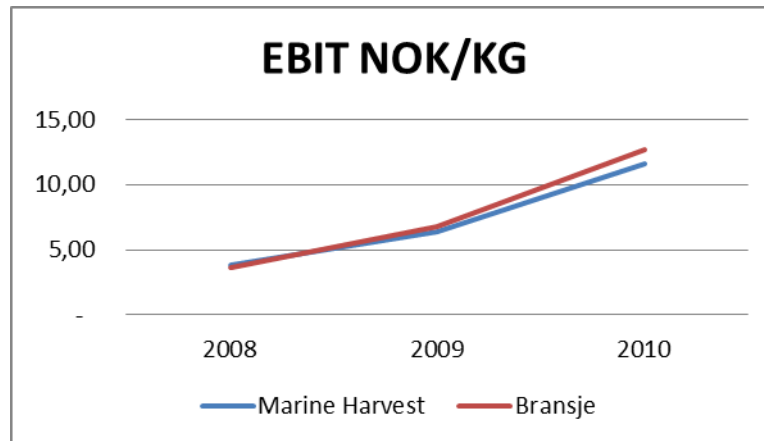
KIKK modellen er et verktøy for å identifisere hvor en bedrift eventuelt har konkurransefortrinn, og hvilke ressurser som driver et eventuelt fortrinn. Modellen hevder at et selskaps strategiske fordeler har sitt utspring fra fire kilder: Kostnadsstruktur, Innovasjonsevne, Kvalitet og Kundeorientering. For å avgjøre hvorvidt disse ressursene kan skape et varig konkurransefortrinn, må de analyseres i sammenheng med de øvrige bransjedeltakernes data.

Kostnadsstruktur

Et selskaps kostnadsstruktur kan være kilde til konkurransefortrinn, dersom kostnadsstrukturen fører til at selskapet allokterer sine kostnader mer effektivt enn sine konkurrenter. Med dette menes at det foreligger et konkurransefortrinn dersom selskapets forhold mellom produksjonsoutput og kostnader er høyere enn konkurrentenes. Effektiviteten kan komme til syne både ved arbeidskraftens relative produktivitet, lavere innkjøpskostnader eller stordriftsfordeler.

Ettersom Marine Harvest er verdens desidert største oppdrettsselskap, burde selskapet intuitivt sett ha lavere enhetskostnader enn de mindre konkurrentene i bransjen. Dette begrunnes med at størrelsen medfører at selskapet har flere produserte enheter å fordele de faste kostnadene på, samt at selskapet er en storforbruker av råvarer – noe som burde gi forhandlingsmakt ovenfor leverandørene. Funn i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 indikerer at det kan foreligge stordriftsfordeler hos Marine Harvest. Ved å sette opp Marine Harvest og det representative bransjeutvalgets regnskaper på common size form, identifiseres det at selskapet har rundt 3,7 % lavere varekostnader i forhold til sine konkurrenter. Dette indikerer klart at det finnes muligheter for å oppnå stordriftsfordeler i oppdrettsbransjen. En studie fra Kontali Analyse indikerer imidlertid at selskapet til tross for denne stordriftsfordelen, historisk ikke har hatt bedre marginer enn den øvrige bransjen.

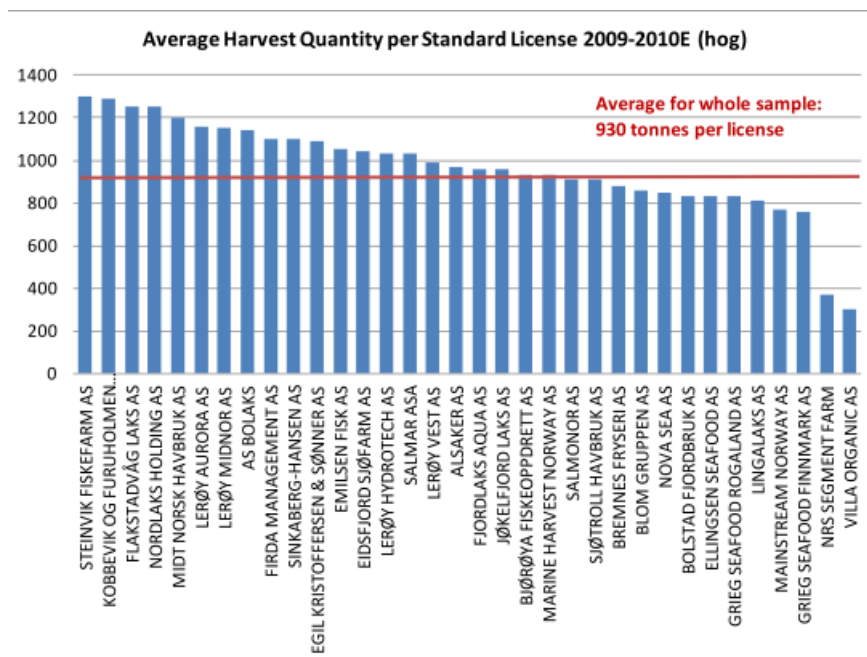
Analysebyrået presenterer årlig en rapport hvor de analyserer de ulike selskapers prestasjoner, med utgangspunkt i publiserte årsrapporter (Kontali Analyse 2011). I denne rapporten presteres nøkkelfunn for det som analyseselskapet definerer som "Large companies", som er norske selskaper som innehar seks eller flere lisenser. Til sammen står disse selskapene for 740 600 tonn av den norske produksjonen. Rapporten viser data for EBIT per kilo. Funnene vises i grafen under.



Figur 19: EBIT/Kilo Norge. Hentet fra Kontali Analyse

Man ser her at selskapets marginer er omtrent lik bransjeutvalget i analyseperioden. Tatt i betraktning at til selskapet tilsynelatende har en stordriftsfordel, har de historisk ikke evnet å utnytte denne i form av marginer høyere enn bransjeutvalget. Hvordan Kontali Analyse har behandlet regnskapsdataene er imidlertid uvisst, og i tilfelle de ikke er normaliserte og justerte er dette en svakhet ved estimatet. Lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 vil imidlertid kunne bekrefte validiteten i overnevnte analyse.

Som en underkategori av kostnadsstruktur, er det hensiktsmessig å analysere selskapets effektivitet. Som nevnt i analysen av Trussel for nyetableringer i kapittel 4.1, hevdes det at store selskaper kan oppnå en gevinst ved at de har fleksibilitet i produksjonen. Dette fordi man har flere produksjonslokaliteter å fordele lisensene på, og dermed oppnå høyere kapasitetsutnyttelse. Etersom Marine Harvest er verdens desidert største produsent av oppdrettslaks i volum, og innehar både flest lisenser og produksjonslokaliteter, skulle man tro at selskapet har et konkurransefortrinn her. Et mål på hvorvidt denne fleksibiliteten kommer til anvendelse, er utnyttelse av maksimal tillatt biomasse (MAB). I data fra Kontali Analyse har man målt utnyttelsesgrad som gjennomsnittlig slaktekvantum per lisens de siste to årene (en lisens er som tidligere nevnt 780 tonn).



Figur 4.1420: Gjennomsnittlig produksjon per lisens Norge. Hentet fra Kontali Analyse

Ser i figur 4.14 at Marine Harvest Norge har kapasitetsutnyttelse omtrent i tråd med gjennomsnittet i bransjen, og synes dermed ikke å ha et konkurransefortrinn som følge av fleksibilitet. I tillegg registrerer man at Mainstream, som også er en storvolum-produzent har lavere kapasitetsutnyttelse enn bransjen. Dette underbygger påstanden om at størrelse ikke nødvendigvis gir bedre kapasitetsutnyttelse. Lerøy og SalMar, som også inngår i bransjeutvalget, synes å ha bedre kapasitetsutnyttelse enn Marine Harvest Norway. Samtidig kan det tenkes at ettersom dette er data rimelig kort tid etter fusjonen av Marine Harvest i november 2010, er Marine Harvests effektivitet noe lavere enn den sammenlignbare bransjen fordi organisasjonsstruktur på tidspunktet ikke var fullstendig innarbeidet. Som nevnt har den nye reorganiseringen av organisasjonsstrukturen som hensikt å bedre effektiviteten i selskapet, og følgelig kan det ventes at effektiviteten vil bedres noe de kommende årene.

I motsetning til Lerøy og SalMar, er Marine Harvest i stor grad eksponert for sykdomstilfeller i Chile. Ettersom disse to produsentene har sentrert sin produksjon i Norge, og dermed ikke har vært eksponert for ISA-viruset i samme grad som Marine Harvest, er det ventet at bransjeutvalget historisk har vært mer effektive. Ved sykdom må produsentene som nevnt slakte hele eller deler av bestanden – og i beste fall reduseres veksthastigheten/kvaliteten. Dette tatt i betraktning gjør at det ventes at lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 vil avdekke at

selskapets effektivitet er lavere relativt til det representative bransjeutvalget. Dette er imidlertid en faktor jeg ønsker å analysere videre i VRIO-analysen.

Innovasjonsevne

Dersom en bedrift er mer innovativ enn sine konkurrenter kan dette være en kilde for å oppnå et konkurransefortrinn. Som tidligere nevnt har det ikke vært store teknologiske revolusjoner i bransjen, og snarere en kontinuerlig svak utvikling i løpet av bransjens levetid. Dette er en indikator på at Marine Harvest ikke er mer innovative enn de øvrige bransjedeltakerne hva teknologi angår. Mot slutten av 2011 inngikk imidlertid Marine Harvest et partnerskap sammen med Universitetet i Bergen, kalt *Sea Lice Research Centre* (Marine Harvest 2011). Hensikten med dette prosjektet er å opparbeide kunnskap for forebygging av luseforekomster i oppdrettsnæringen. Marine Harvests største konkurrenter i Norge, SalMar og Lerøy driver imidlertid også med kontinuerlig FoU-aktiviteter for å redusere problemer knyttet til sykdom. Det er derfor lite som indikerer at Marine Harvest har et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter når det gjelder innovasjon.

Kvalitet

Dersom et selskap tilbyr produkter som enten oppleves eller faktisk innehar høyere kvalitet enn konkurrentene, kan dette gi muligheter for et konkurransefortrinn. Ettersom et gjennomgående tema i utredningen så langt har vært å understreke graden av homogenitet mellom de ulike bransjedeltakernes produkter, er det vanskelig å identifisere noen konkurransefortrinn når det gjelder kvalitet. Streng lovgivning legger føringer for produksjonsprosessen, og følgelig blir de produserte enhetene relativt like. Kvalitet er snarere en nødvendighet i denne bransjen enn en kilde til vedvarende konkurransefortrinn. Dette medfører derfor svært begrensede muligheter for Marine Harvest å oppnå konkurransefortrinn i forbindelse med kvalitet.

Kundeorientering

Et selskaps kundeorientering kan gi konkurransefortrinn i den forstand at kundeaktiviteter kan føre til at kundene foretrekker Marine Harvest fremfor konkurrentene. Eksempler på kundeorientering i denne bransjen kan være produkter tilpasset kundens ønsker og utvidet service. Igjen begrenses mulighetene til å differensiere seg fra konkurrentene av produktets homogenitet. All den tid det er lite rom for å gjøre produkttilpasninger, reduserer dette muligheten for å skape gevinster ved kundeorientering. Man ser imidlertid i større grad enn

tidligere at ulike dagligvarekjeder selger oppdretternes produkter under eget navn. Dette er et eksempel på tilpasninger som gjøres for å tilfredsstille kundenes ønsker, uten å differensiere produktinnholdet. Det er imidlertid lite informasjon tilgjengelig som tyder på at Marine Harvest er dyktigere enn sine konkurrenter på denne typen tilpasninger.

All den tid det er begrensede muligheter for tilpasning av det fysiske produktet, vil de potensielle gevinstene ved kundeorientering oppstå i interaksjonen mellom selger og kunde. Marine Harvest hevder i sin årsrapport for 2011 at en av årets oppnådde prestasjoner var "å ytterligere styrke relasjonene med nøkkelukunder". Som en direkte følge av dette hevdes det i rapporten at selskapet i løpet av 2011 opparbeidet seg en sterk portefølje av langsiktige kontrakter, med priser over bransjegjennomsnittet (Marine Harvest 2011). Selskapet melder i sin årsrapport at de i 2011 oppnådde priser som i gjennomsnitt er seks prosent høyere enn referanseprisene. Dette kan være en indikator på at selskapet innehar ressurser i form av en god salgstab eller andre kilder til kunderelasjoner, som fører til at kundene er villige til å betale en premie for Marine Harvests produkter, utover referanseprisen i markedet. Dette er derfor en ressurs jeg ytterligere vil undersøke i VRIO-analysen.

4.3.2 VRIO

Ved å trinnvis analysere en bedrifts ressurser/aktiviteter i lys av fire spørsmål, er det mulig å avdekke hvorvidt nevnte ressurser er kilde til et eventuelt konkurransefortrinn, og hvilken nytte ressursene eventuelt har for bedriften. Man vurderer hvorvidt ressursene er verdifulle (Valuable), sjeldne (Rare), imiterbare (Imitable) og appropriert (Organized) (Barney 2011).

Barney (2011) hevder at en ressurs kan anses som verdifull, dersom den gjør det mulig å utnytte en mulighet eller begrense en trussel. Sammenfattet kan man si at en ressurs er verdifull dersom den har positiv påvirkning på et selskaps lønnsomhet. Ressursens nytte øker ytterligere dersom den ikke besittes av konkurrentene eller er vanskelig å imitere. Dersom disse kriteriene ikke oppfylles, vil ikke ressursen føre til et vedvarende konkurransefortrinn. Om en ressurs er appropriert, er bedriften organisert på en måte som gjør at bedriften klarer å utnytte ressursen til å generere verdi. Dersom alle disse fire kriteriene er oppfylt innehar bedriften en ressurs som kan føre til et varig konkurransefortrinn (Barney 2011).

Oppsummert tilegner Barney(2011) de interne ressursene konkurransemessige egenskaper, i forhold til hvor mange av overnevnte kriterier som oppfylles, som vist i tabellform under.

Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Approprierbar	Konkurransemessige egenskaper
Nei	-	-	-	Konkurransehinder
Ja	Nei	-	-	Paritet
Ja	Ja	-	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Figur 21.15: VRIO-analyse. Hentet fra Barney(2011)

Selve konseptet varige konkurransefortrinn er imidlertid gjenstand for betydelig kritikk i økonomisk litteratur. En undersøkelse av rentabilitetsutviklingen for amerikanske selskaper viser at konkurransekraftene sørger for såkalt "mean reversion" (Penman, An Evaluation of Accounting Rate-of Return 1991). Med dette menes det at på lang sikt vil både gode og dårlige selskaper konvergere mot et slags bransjegjennomsnitt. Dette innebærer at varige konkurransefortrinn er svært sjeldne, men desto mer verdifulle for selskapene som innehar dem.

KIKK-modellen gav indikasjoner på at eventuelle konkurransefortrinn ligger i selskapets prisoppnåelse og kostnadsstruktur, og at selskapets øvrige ressurser var tilnærmet like konkurrentenes – altså paritet. Vil derfor diskutere disse relasjonene i lys av de fire spørsmålene over, for å avgjøre hvorvidt dette har vært, eller vil være en kilde til varig konkurransefortrinn.

Prisoppnåelse over referanseprisene i markedet når det gjelder lange kontrakter er utvilsomt en verdifull ressurs, ettersom terminkontraktsalg står for en betydelig andel av selskapets inntekter. Dersom selskapet over tid klarer å oppnå en prisoppnåelse over bransjegjennomsnittet, vil man ha forutsetninger for å oppnå en rentabilitet bedre enn konkurrentene.

All den tid prisoppnåelsen er bedre enn referanseprisen, som er laget med utgangspunkt i bransjegjennomsnittet, vil denne ressursen også være å anse som sjelden. Dette fordi

referanseprisen per definisjon angir gjennomsnittsprisen i markedet, og prisopptilnåelse høyere enn dette er særegent. Den faktiske årsaken til at selskapet oppnår priser høyere enn bransjegjennomsnittet er imidlertid vanskelig å identifisere når man analyserer bedriften fra utsiden. Det kan både skyldes selgernes relasjoner til kundene, organisatoriske faktorer ved selve bedriften og tilfeldigheter på tidspunktet for kontraktsinngåelse. Det kan også tenkes at selskapet inngikk mange langsiktige kontrakter før prisreduksjonen høsten 2011, og derfor oppnådde en høyere pris som følge av gode prisutviklingsanalyser eller tilfeldigheter. Hvorvidt dette er en vedvarende egenskap ved bedriften, eller bare har forekommet det seneste året er vanskelig å avgjøre med bakgrunn i det tilgjengelige datamaterialet. Uavhengig av hva som er årsaken, er det trolig lite realistisk at selskapet vil inneha denne posisjonen i evig fremtid. Ved å kopiere Marine Harvests organisering, eller drive aktiv trening av selgere/ansette selgere og prisanalytikere fra Marine Harvest, kan konkurrentene relativt enkelt imitere Marine Harvest, og dermed utligne evnen til prisopptilnåelse over referanseprisen. Følgelig blir dette å anse som et forbigående konkurransefortrinn, som på mellomlang eller lang sikt vil utlignes av konkurrentene. Det er i tillegg stor usikkerhet knyttet til om denne fordelene faktisk eksisterer.

Lavere kostnader enn den øvrige bransjen er utvilsomt en verdifull ressurs. Dersom det antas at kostnadsfordelen drives av selskapets størrelse, er ressursen også å anse som sjelden. Marine Harvest produserer som nevnt omtrent tre ganger så mye som Lerøy, som er verdens andre største produsent. Som nevnt i kapittel 4.1, foreligger det reguleringer både i forhold til utstedelse av konsesjoner og hvor stor andel av den totale nasjonale konsesjonsmengden et selskap kan rå over. Dette medfører at det vil være tilnærmet umulig å oppnå samme størrelse som Marine Harvest, og følgelig kan ressursen også anses som vanskelig å imitere. Det store spørsmålet rundt denne ressursen er knyttet til hvorvidt organisasjonen er organisert for å utnytte den. Det historiske analyse materialet synes ikke å vise at selskapet har utnyttet det fulle potensialet av denne ressursfordelen. Dersom antakelsene om sykdomsreduksjon i Chile, samt effektivitetsforbedring som følge av reorganiseringen legges til grunn, kan det imidlertid tenkes at selskapet vil ha en ressursfordel i fremtiden. Ettersom alle kriterier i VRIO-analysen da vil oppfylles, vil det dermed kunne tenkes at selskapet vil kunne ha et varig konkurransefortrinn relativt til sine konkurrenter.

4.4 Oppsummering av intern ressurs-analyse

Marine Harvest synes ikke å ha hatt noen ressursfordeler historisk. Selskapet har imidlertid en underliggende mulighet til å ha en fordel relativt til bransjen, grunnet sin størrelse. Foreløpig, mye grunnet sykdom og en "treg start", har ikke selskapet evnet å utnytte denne fordelen. Om selskapet klarer å redusere/unngå nye sykdomsproblemer, samt gjennomføre nødvendige effektivitetsforbedringer i organisasjonen, anses det imidlertid sannsynlig at selskapet vil kunne oppnå og opprettholde en ressursfordel i fremtiden. Ettersom det er sterk konkurranse i bransjen vil nok antakelig ressursfordelen være marginal, men like fullt tilstedeværende. Samtidig er det også ventet at ressursfordelen vil være varig, siden det er svært krevende for konkurrentene å utligne den. På lang sikt er det derfor ventet at selskapet vil oppnå superprofitt, i form av en egenkapitalrentabilitet høyere enn den øvrige bransjen. Inkludert bransjefordelen er det ventet at den strategiske fordelen i fremtiden vil tilsvare rundt 2,5 % superprofitt.

5. Regnskapsanalyse av Marine Harvest

Som vist i Penmans modell i kapittel 3.3, er det andre nivået i fundamental analyse å gjennomføre en regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen har som hensikt å avdekke underliggende økonomiske forhold i selskapet, og forsøke å danne et bilde av historisk utvikling i sentrale størrelser (Elliott og Elliott 2007). En slik analyse er spesielt hensiktsmessig dersom historisk utvikling brukes som fundament for å predikere fremtidig utvikling (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Det forutsettes derfor at selskapets historiske utvikling kan fortelle oss noe om hvordan selskapet vil utvikle seg i fremtiden, noe som synes å være en rimelig forutsetning. Det vil i den videre teksten gjennomføres en kvantitativ analyse av selskapets økonomiske situasjon.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Ved analyse av regnskap med verdivurdering som mål er det hensiktsmessig å følge et rammeverk. Wahlen, Baginski og Bradshaw(2008) hevder at analytikeren først må vurdere regnskapets kvalitet, og klargjøre datamaterialet for analyse. Videre gjennomføres både analyse av risiko og lønnsomhet. Formålet med denne utredningen er å verdsette egenkapitalen i Marine Harvest per 31.12.2012. Ettersom siste kjente årsregnskap ble avsluttet i 31.12.2011 er dette ufullstendig for analyse på nåværende tidspunkt. Regnskapsanalysen vil derfor starte med utarbeiding av "trailing"-årsregnskap for 2012. Videre vil balanse, resultat og kontantstrøm omgrupperes, før de presenterte dataene justeres for målefeil. Til slutt analyseres både risiko og lønnsomhet for å gi innsikt i underliggende økonomiske forhold.

5.1.1 Praktiske avgrensinger

Før man tar fatt på de ulike stegene skissert i rammeverket over, må man fastsette enkelte praktiske begrensninger. Ulike interessenter vil ha ulikt behov for informasjon, og disse praktiske avgrensningene har som hensikt å eliminere avvik mellom analysens utdata og informasjonsbehovet.

5.1.2 Analyseperspektiv

Som nevnt over har ulike interessenter ulikt informasjonsbehov. Ettersom denne utredningen har som hensikt å verdsette egenkapitalen til Marine Harvest, vil analysefokuset være investororientert. Egenkapitalinvestorer ønsker gode estimater på egenkapitalen og

dens potensiale for inntjening i fremtiden, for å kunne fatte hensiktsmessige økonomiske avgjørelser (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010). I motsetning til långivere, er det for egenkapitalinvestorer hensiktsmessig å fokusere på verdirelevant informasjon, som regnskapsinformasjon fremfor kontantstrøm, ettersom resultatet anses som mer relevant for å vurdere fremtidig "earnings potential".

5.1.3 Analysenivå

Marine Harvest er organisert med egne selskaper i sine ulike kjerneområder, samt et eget selskap for VAP. Isolert sett ville det vært hensiktsmessig å analysere de ulike områdene hver for seg, for å bedre kunne avdekke kilder til eventuelle fordeler/ulempen i selskapet. De ulike selskapene i kjerneområdene er imidlertid relativt like i utforming, og er sentrert rundt produksjon, salg og videreforedling av laks. Grunnet manglende tilgang på gode data anses det derfor ikke som hensiktsmessig å analysere selskapene hver for seg, men å analysere Marine Harvest Group som et konsern. Publiserte årsrapporter og kvartalsrapporter for konsernet Marine Harvest Group velges derfor som datakilde.

5.1.4 Analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger i stor grad av hvorvidt selskapet er stabilt eller ikke. Soffer og Soffer(2003) hevder at dersom selskapet er stabilt over tid, bør det velges en relativt lang analyseperiode, eksempelvis 10 år. I motsatt fall bør det velges en relativt kort horisont dersom selskapet er ustabil, ettersom historiske regnskapstall da dårlig representerer dagens situasjon. Dersom selskapet opererer i en syklisk bransje, bør en ha en så lang analysehorisont at både en oppgangs- og nedgangskonjunktur fanges opp (Knivsflå, Forelesningsnotater i BUS 424 2012). Laksebransjen synes å være relativt syklisk, i den forstand at volatilitet i priser og tilbud har ført til at bransjedeltakernes resultater varierer betydelig fra periode til periode. Dette er et argument for å analysere en relativt lang tidsserie, med formål å fange opp en full syklus. Marine Harvest gjennomgikk imidlertid en betydelig endring høsten 2006, hvor Fjord Seafood, PanFish og Marine Harvest fusjonerte. Det vil da ikke være hensiktsmessig å velge en analysehorisont lenger enn 2007, ettersom regnskapene før dette ikke er representative for selskapet i dag. Vil derfor analysere de publiserte årsregnskapene fra 2007 til 2011, samt utarbeide en trailing for 2012 med utgangspunkt i de fire seneste kvartalsrapportene. For å identifisere endringer i ulike balansestørrelser i alle årene, vil også balansedata for 2006 inkluderes i analysen. Disse

hentes fra regnskapet for 2007, og antas å være rimelig representativ som sammenligningsgrunnlag.

5.1.5 Komparativ bransje

Det er vanskelig å avgjøre hvorvidt et selskaps prestasjoner er gode eller dårligere, uten å sammenligne dataene med en målestokk. For å få et mest mulig representativt utvalg ville det vært hensiktsmessig å la alle selskapene i bransjen danne et bransjegjennomsnitt. Dette er imidlertid ikke praktisk gjennomførbart med den tid og de ressurser jeg har tilgjengelig, og jeg velger derfor å snevre inn bransjedefinisjonen. Som nevnt representerer Lerøy, Cermaq og SalMar, som er presentert i kapittel 2.2 den representative bransjen i denne utredningen. I tillegg inkluderes Marine Harvest selv som en del av bransjegjennomsnittet, ettersom også Marine Harvest er en del av bransjen. De øvrige selskapene er relativt like Marine Harvest i den forstand at de alle driver med produksjon og salg av laks. Markedet for salg av laks er etter hvert blitt relativt internasjonalt, slik at de henvender seg til tilnærmet samme kundemasse. Lerøy og SalMar har imidlertid i større grad enn Marine Harvest konsentrert sin produksjon i Norge. Cermaq har en global produksjonstilnærming, lik Marine Harvest. Cermaq konsernet inneholder imidlertid også fôrprodusenteten BioMar. Min oppfatning er at disse fire selskapene sammen vil danne et representativt gjennomsnitt for bransjen.

5.2 Presentasjon av rapporterte regnskapstall og trailing

Marine Harvest rapporterer sine regnskapstall med utgangspunkt i IFRS. Under vil først en utarbeidelse av "trailing" for 2012 presenteres. Videre vil denne presenteres sammen med resultatregnskap, balanse og endringer i egenkapital for 2007 – 2011, slik de er rapporterte i selskapets årsrapporter. Alle tall er oppgitt i millioner kroner.

5.2.1 Trailing

For å ha et tilfredsstillende datagrunnlag for å gjennomføre regnskapsanalysen, er det hensiktsmessig å inkludere ferske tall fra eventuelle kvartalsrapporter. Utdaterte data vil kunne gi en skjev analyse, som ikke er representativ for bedriftens nåsituasjon (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Trailing-årsregnskap representeres ved regnskapstall for de siste fire kvartalene, justert for unormale poster og vekst. For analysen av Marine Harvest medfører dette at trailingen for 2012 finnes ved:

$$Trailing_{2012} = Q_{1\ 2012} + Q_{2\ 2012} + Q_{3\ 2011} + Q_{4\ 2011}$$

Trailing-balansen er representert ved siste kjente balanse, altså den presenterte balansen fra kvartalsrapporten for Q2. Balanseoppstillingen i kvartalsrapportene er imidlertid mindre spesifisert enn i årsrapportene. I de tilfellene informasjonen er mangelfull forutsetter jeg samme prosentvise delingsforhold som i 2011, både i resultatregnskapet og balansen. I følge Damodaran(2002) medfører imidlertid også trailingen ulemper. Ettersom de siste to kvartalene i denne utredningen er ukjente på nåværende tidspunkt, vil det oppstå estimeringsfeil knyttet til disse kvartalene. Jeg er imidlertid av den oppfatning at gevinsten ved å gjennomføre trailingen er større enn eventuelle estimeringsfeil som vil kunne oppstå.

Statement of comprehensive income	Q1-Q2 2011	Q3-Q4 2011	Q1-Q2 2012	Trailing uten vekst	Trailing med vekst
Revenue and other income	8 334,9	7 798,0	7 778,0	15576,0	15555,9
Cost of materials	-3 928,2	-4 470,4	-4 851,5	-9701,9	-9673,1
Other operating expenses	-2 023,2	-2 217,8	-2 154,7	-4372,5	-4307,6
Depreciation and amortisation	-325,2	-341,5	-338,5	-680,0	-677,0
Fair value on biological assets	-1 013,0	-501,0	33,6	33,6	33,6
Onerous contracts provision	0,5	-6,3	19,0	19,0	19,0
Restructuring costs	1,6	-23,4	-	0,0	0,0
Income from associated companies	-11,1	2,6	27,6	30,2	30,2
Impairment losses	-2,4	-64,6	-1,2	-1,2	-1,2
EBIT	1 033,9	175,6	512,3	903,2	979,9
Interest expenses	-193,5	-212,3	-189,8	-402,1	-330,3
Net currency effects	152,1	84,3	246,0	330,3	30,8
Other financial items	279,3	63,6	-193,7	-130,1	21,5
Earnings before tax	1 271,8	111,2	374,8	486,0	701,5
Taxes	-268,2	6,5	-104,7	-98,2	-212,5
Minoritetsresultat	5,5	-1,9	-1,4	-1,4	-1,4
Profit or loss for the period	1 009,1	115,8	268,7	386,4	490,4
Other comprehensive income					
Change in fair value of cash flow hedges			-23,1		-23,1
Deferred tax related to fair value of cash flow hedges			6,1		6,1
Currency translation differences			-78,0		-78
Other gains and losses in comprehensive income			0,1		0,1
Currency translation cash flow hedges			-0,2		-0,2
Total other comprehensive income			-95,1		-95,1
Total comprehensive income					395,3

Tabell 5.1: Trailing årsregnskap for 2012

Ettersom selskapet melder om vanskelige markedsførhold første halvdel av 2012, samt at det er ventet at disse opprettholdes i siste halvdel av året, velger jeg å legge inn en moderat tilbakegang i omsetningen i forhold til Q3-Q4 2011(-0,5 %). Dette medfører også moderate negative vekstkorreksjoner i de fire påfølgende postene. De øvrige postene anses å være engangshendelser, og følgelig inkluderes bare de realiserte størrelsene i kvartal Q1-Q2 2012 i trailingen. Interest expenses og other financial items er funnet ved å først identifisere gjennomsnittlig rente på finansiell gjeld, samt gjennomsnittlig avkastning på finansielle

eiendeler i 2011. Videre multipliseres disse størrelsene med dagens balanseverdier for henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Beregnet skatt for 2012 er beregnet med utgangspunkt i selskapets driftsskattesats for 2011 og 2012. I denne beregningen forutsettes det at finansinntekter og unormalt finansresultat har en effektiv skattesats på 14 %, og at finanskostnader har en effektiv skattesats på 28 %. Den effektive skattesatsen på finansinntekter fastsettes til 14 %, ettersom uttaksmodellen i skatteloven medfører at utbytte og aksjegevinst ikke beskattes på selskapsnivå (Knivsflå, Forelesningsnotater i BUS 424 2012). Dette medfører at driftsskattesatsen i trailingen finnes ved:

$$SK = DR + 0,14 * (FI + UFR) - 0,28 * FK$$

$$dss_t = \frac{SK_t - 0,14 * (FI_t + UFR_t) + 0,28 * FK_t}{DR_t}$$

Videre identifiseres driftsskattesatsen for 2011 og 2012, som beregnes til å være henholdsvis 29,5 % og 31,1 %. Dette medfører en gjennomsnittlig driftsskattesats i trailingen på 30,27 %.

Other comprehensive income (andre resultatetelement) er rapporterte størrelser fra selskapets kvartalsrapporter for Q1 og Q2 2012. Forutsetter at denne størrelsen ikke endres i Q3 og Q4.

Endring i egenkapital	
IB egenkapital	10 766,3
Årsresultat	490,4
OCI	-95,1
Dividende	0,0
Netto kapitalinnskudd	0,0
Føring direkte mot EK 1-2 kv 2012	0,0
Nettoreultat 2. kvartal 2012	-219,4
UB Egenkapital	10 942,2

Tabell 3.2: Endring i egenkapital Trailing

Videre melder selskapet i sin årsrapport for 2011 at de ikke betales utbytte for 2012 med mindre markedsf forholdene bedres betraktelig (Marine Harvest 2011). Markedsforholdene har snarere forverret seg siden 2011, og følgelig settes dividendeutbetalingen i trailingen til null. Selskapet melder heller ikke om øvrige endringer i kapital i sin kvartalsrapport, hvilket medfører at også kapitalinnskudd settes til null. Ved å trekke ut det urealiserte årsresultatet for 2012 og klassifisere dette som "finansiell dirty surplus" stemmer dette overens med selskapets rapporterte egenkapital på 10 942,2 MRD NOK.

5.2.2 Presenterte årsregnskap og balanse

Marine Harvest rapporterer som nevnt etter IFRS, hvilket alle børsnoterte selskaper er pålagt. Resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapital presenteres under slik de stod oppført i selskapets presenterte års- og kvartalsrapporter. For ordens skyld vil jeg presisere at dataene er hentet fra så nye årsrapporter som mulig, ettersom disse inneholder de mest oppdaterte dataene. Med dette menes eksempelvis at dataene fra 2011-2009 er hentet fra årsrapporten for 2011.

Rapportert resultatregnskap, inkludert AFR

Statement of comprehensive income	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Revenue	14091,5	13124,6	14 619,5	15 281,2	16 132,8	15555,9
Cost of materials	-9146,1	-8504,5	-8796,6	-7780,7	-8398,6	-9673,1
Salary and personell	-2165,0	-2139,8	-2167,4	-2202,5	-2177,8	-2212,0
Other operating expenses	-1304,3	-1393,8	-1448,2	-1453,8	-2063,2	-2095,6
Desoreciation and amortisation	-791,8	-685,3	-687,7	-653,0	-666,7	-677,0
Operational EBIT	684,3	401,2	1519,6	3191,2	2826,5	898,3
Fair value ajustment on biological asse	-350,4	-278,8	301,2	1091,7	-1514,0	33,6
Change in provision for onerous contracts		0,0	0,0	-14,3	-5,8	19,0
Restructuring costs	-196,3	-241,0	-169,5	-4,4	-21,8	0,0
Income/loss from associated companie	66,6	5,8	69,5	202,0	-8,5	30,2
Impairment losses	-12,1	-1579,4	-373,1	-5,0	-67,0	-1,2
Earnings before interst and taxes(EBIT)	192,1	-1692,2	1347,7	4461,3	1209,5	979,9
Interest expenses	-380,9	-485,4	-404,3	-380,3	-405,8	-330,3
Net currency efects	343,9	-632,2	682,0	366,7	236,4	30,8
Other financial items	-7,7	-451,5	35,1	-195,3	342,9	21,5
Earnings before taxes	147,4	-3261,3	1660,5	4252,3	1382,9	701,9
Taxes	-110,4	409,3	-358,3	-1143,9	-261,7	-212,5
Net earnings from continuing operatio	37,0	-2852,0	1302,2	3108,4	1121,2	489,4
Income from discontinued/held for sal	-31,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsresultat	-0,4	0,6	5,9	30,5	5,5	-1,4
Profitt or loss for the year	5,5	-2852,6	1296,3	3077,9	1115,7	490,8

Tabell 5.3: Rapportert årsregnskap 2007-2012T

Rapportert balanse

Eiendeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
<i>Non-current assets</i>							
Licenses	5913,4	5 566,60	5 766,60	5 409,50	5 442,50	5 577,50	5554,5
Goodwill	3554,5	3 344,60	2 239,90	2 142,60	2 111,60	2 146,10	2129,4
Deffered tax asset	617,5	27	230,5	54,5	118,6	160,1	158,6
Other intangible assets	224	135,9	160	136	132,9	123,1	120,4
Total Intangible assets	10309,4	9 074,10	8 397,00	7 742,60	7 805,60	8 006,80	7962,9
Property, plant and equip	4211,8	3 894,70	4 243,60	3 518,10	3 885,10	4 167,50	4091,9
Investments in associated	289,5	541,1	513,5	520,1	678,9	624,4	580,6
Other shares	302	288,3	78,9	118,8	124,2	92,1	138,5
Other non-current assets	0				2,6	25,8	0
Total non-current assets	4803,3	13 798,20	13 233,00	11 899,60	12 496,40	12 916,60	12773,9
<i>Current assets</i>							
Inventory	955,7	917,4	1 074,50	742,7	775,8	783	791,9
Biological assets	6311,7	5 553,90	5 620,60	5 351,10	7 278,10	6 285,20	5 607,20
Trade receivables	2443,7	1 883,40	1 903,40	1 672,10	1 844,90	1 914,90	1 651,90
Other receivables	211,4	667,5	532,4	551,6	814,7	609,8	526
Cash and cash equivalents	2182,5	362,6	372,6	172,2	318,9	279,1	314,4
Diskontinuerlige virksomh	640	0	0	0	0	0	0
Total current assets	12745	9 384,80	9 503,50	8 489,70	11 032,40	9 872,00	8 891,40
Total assets	27857,7	23 183,00	22 736,50	20 389,30	23 528,80	22 788,60	21 665,30
Gjeld og egenkapital							
<i>Egenkapital</i>							
Share capital and reserves attributable to:							
Owners of Marine Harvest	13522,2	12 449,60	9 579,50	11 415,50	12 500,20	10 766,30	10 942,70
Non-controlling interests	20	34,4	45,1	45	70,5	75,8	65,5
Total equity	13542,2	12 484,00	9 624,60	11 460,50	12 570,70	10 842,10	11 008,20
<i>Non-current liabilities</i>							
Deffered tax liabilities	1866,8	1 199,70	732,9	1 142,60	2 237,90	2 351,90	2 397,70
Non current interest-bearing	7956	5 856,90	6 747,70	5 116,90	5 107,30	6 589,40	5 223,40
Other non-current liabilities	202,6	136,4	116,7	99,8	571,1	99,3	250,8
Total non-current liabilities	10025,4	7 193,00	7 597,30	6 359,30	7 916,30	9 040,60	7 871,90
<i>Current liabilities</i>							
Current tax liabilities	0	-	69,9	50,8	49,7	86,6	83
Current interest-bearing	1739	1 249,20	1 365,50	130,3	429,7	157	150,5
Trade payables	1787,4	1 349,70	1 729,20	1 339,80	1 450,20	1 481,80	1 420,30
Other current liabilities	763,7	907,1	2 349,90	1 048,60	1 112,20	1 180,30	1 131,40
Total current liabilities	4290,1	3 506,00	5 514,50	2 569,50	3 041,80	2 905,70	2 785,20
Total equity and liabilities	27857,7	23 183,00	22 736,40	20 389,30	23 528,80	22 788,40	21 665,30

Tabell 5.4: Rapportert balanse 2006-2012T

Rapportert endring i egenkapital og andre resultatелеmenter

Endring i EK	2007	2008	2 009	2 010	2 011	2012T
IB Egenkapital	13 522,2	12 449,6	9 579,5	11 415,5	12 500,2	10 766,3
Årsresultat	5,5	-2 852,6	1 296,3	3 077,9	1 115,7	490,8
Other comprehensive income	-760,4	-12,8	243,2	151,4	-23,9	-95,1
Dividende	-330,5			-2 144,9	-2 864,7	
Utstedelse av aksjer relatert til opsjoner		-4,7			42,1	
Kjøp av egne aksjer	12,8				-2,8	
Kapitalinnskudd			302,4			
Finansielt DSP			-5,6			-219,1
UB Egenkapital	12 449,6	9 579,5	11 415,5	12 500,2	10 766,3	10 492,7

Tabell 5.5: Rapportert endring i egenkapital 2007-2012T

Andre resultatелеmenter	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Change in fair value of cash flow hedge	97	-1279,4	1 326,6	216,6	-141,1	-23,1
Deferred tax related to fair value of cff	0	338,7	-379,8	-61,8	38,5	6,1
Currency transaction cash flow hedges	0	0	-2,3	5,4	-1,2	-0,2
Currency transaction differences	-830,2	858,7	-760,0	-8,8	-32,7	-78
Other gains and losses in comprehensi	-27,2	69,2	58,7	-	112,6	0,1
Total OCI	-760,4	-12,8	243,2	151,4	-23,9	-95,1
Comprehensive income for the year	-754,9	-2 865,4	1 539,5	3 229,3	1 091,8	395,7

Tabell 5.6: Oversikt over andre resultatелеmenter 2007-2012T

5.3 Omgruppering for analyse

Det første steget i rammeverket for regnskapsanalyse er omgruppering. Hensikten med omgrupperingen er å skreddersy regnskapsoppstillingene i forhold til informasjonsbehovet. Rapportering i tråd med NGRS og IFRS er kreditororientert, med fokus på likviditet og soliditet. Denne utredningen har et investororientert perspektiv, og følgelig er det hensiktsmessig å omgruppere med den hensikt å vise hvilke kilder som genererer verdi for eksisterende og potensielle investorer. Hverken rapportert balanse eller resultatregnskap har en hensiktsmessig oppstilling dersom verdsettelse er formålet. For å få bedre innsikt om sentrale verdidrivere, er det derfor bedre å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmende størrelser (Gjesdal, 2007). Omgrupperingen har som hensikt å fokusere på normal verdiskapning og normal lønnsomhet, og kartlegge hvorvidt det er driften eller finansielle størrelser som driver eventuell lønnsomhet. Et viktig element er å sammenstille inntekter med de eiendeler som skaper inntekter, og dermed skape sammenstilling av relevante størrelser (Penman, Financial statment analysis and Security valuation, fourth edition 2010). Tilsvarende omgruppering gjøres også for de øvrige bransjedeltakerne, for å skape et best mulig sammenligningsgrunnlag.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Penman(2010) hevder at størrelsene i resultatregnskapet må grupperes etter hvorvidt de stammer fra drift eller finans. I tillegg til de vanlige regnskapsstørrelsene, må også other comprehensive income/AFR inkluderes i omgrupperingen. Knivsflå(2012) foreslår i BUS424 at omgrupperingen av resultatregnskapet utføres i fire steg:

- Steg 1: Identifiser fullstendig nettoresultat
- Steg 2: Fordel FNR på alle kapitaler i balansen – drift, finans og utdeling til eiere
- Steg 3: Identifisere normale og unormale poster
- Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultat

Identifisering av fullstendig nettoresultat

$$FNR = \text{\AA}RE + AFR + DSP$$

I følge IAS 1 må et foretak anerkjenne alle inntekter og kostnader i en periode som enten gevinst eller tap, med mindre det finnes hjemmel i en annen IFRS-standard eller tolkning som anbefaler annet⁸. De inntektene og kostnadene som ikke skal inkluderes i årsresultatet, skal etter IFRS rapporteres som annet fullstendig resultat. Eksempelvis skal valutaeffekter av å inkludere resultatregnskap fra utenlandske operasjoner rapporteres som annet fullstendig resultat. For Marine Harvest er disse anerkjent i en egen oppstilling i årsrapportene, og er presentert i tabell 5.6 over. AFR i Marine Harvest er i stor grad relatert til valutafor skjeller forbundet med tilknyttede selskap og endringer i fair value av sikringsinstrument.

Også dirty surplus er brudd på kongruensprinsippet, som sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Ettersom IFRS inneholder en egen oppstilling for AFR, er dirty surplus i prinsippet fraværende i Marine Harvests regnskaper. Det finnes imidlertid unntak, eksempelvis for emisjonskostnader. Selskapet gjennomførte i 2008 en emisjon, hvor de gav nye aksjonærer mulighet til å tegne aksjer. Dette medførte en kostnad på 5,6 MNOK, som ble ført direkte mot egenkapitalen. Videre medfører reverseringen av urealisert årsresultat for Q3 og Q4 i trailingen et finansielt dirty surplus på 219,4 MNOK. Selskapets fullstendige nettoresultat blir dermed som vist under.

⁸ Informasjon hentet fra: <http://www.iasplus.com/en/standards/standard5>

Fullstendig nettoresultat		2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Årsresultat	ÅRE	5,5	-2 852,6	1 296,4	3 077,9	1 115,9	490,8
Annet fullstendig resultat	AFR	-760,4	-12,8	243,2	151,4	-23,9	-95,1
Dirty surplus	DSP			-5,6			-219,4
Fullstendig nettoresultat	FNR	-754,9	-2 865,4	1 534,0	3 229,3	1 092,0	176,4

Tabell 4: Fullstendig nettoresultat 2007-2012T

Skille mellom drift og finans

I denne delen av omgrupperingen skal det fullstendige nettoresultatet fordeles til de ulike balansestørrelsene, for å skape konsistens mellom de ulike eiendelene og verdiene de genererer. Det er hensiktsmessig å skille mellom drift og finans, for å senere kunne avgjøre hvor lønnsom selskapets drift er og hvilke kostnader finansiering medfører for selskapet (Soffer og Soffer 2003). Klassifiseringen av mange av postene i resultatregnskapet er åpenbare, og ses derfor bort fra i denne teksten. Imidlertid vil jeg greie ut om tvilstilfeller. Resultatet fra tilknyttede selskaper anses å være driftsrelatert. Eiendelene som inngår i denne posten er selskaper hvor Marine Harvest eier i størrelsesorden 33 % - 48 %, og samtlige er operative i laksebransjen. Denne posten er imidlertid en post-skatt størrelse, og holdes derfor utenfor når selskapets skatt skal fordeles. Gjesdal(2007) trekker frem at renter på kontanter holdt som nødvendig likviditetsreserve i utgangspunktet burde klassifiseres som driftsinntekt. I den reformulerte balansen klassifiseres imidlertid for enkelthets skyld all kontantbeholdning som finansielle eiendeler, og følgelig klassifiseres renteinntekter som finansinntekt. Resultat fra diskontinuerlig virksomhet klassifiseres som finansinntekt, ettersom denne posten ikke har relevans for fremtidig drift. Dette medfører tilsvarende klassifisering i balansen. Størrelsene i AFR var i stor grad knyttet til utenlandske datterselskaper og sikring av kontantstrøm. Dette er aktiviteter relatert til selskapets drift, og klassifiseres i så måte som driftsrelatert AFR. Posten "Other gains and losses" klassifiseres som finans, i mangel på tilstrekkelig informasjon. Posten "Net currency effects" er kompleks, og ofte av betydelig størrelse. Valutaeffekter knyttet til leverandørgjeld og fordringer, samt tap/gevinst på kontantstrømsikringer og laksederivater klassifiseres som driftsrelaterte. Valutaeffekter på rentebærende gjeld og fair value endringer på renteswaper og finansielle aksjer klassifiseres som finansielle. Minoritetsresultatet klassifiseres som finansinntekt.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Fullstendig driftsresultat før s	-541,1	-1 561,8	1 518,7	4 514,2	1 746,8	696,1
Fullstendig finansielt resultat	-103,4	-1 712,0	373,6	-142,0	-393,1	-307,2
Fullstendig nettoresultat før s	-644,5	-3 273,8	1 892,3	4 372,2	1 353,7	388,9
Skattekostnad	-110,4	409,3	-358,3	-1 143,9	-261,7	-212,5
Fullstendig nettoresultat ette	-754,9	-2 864,5	1 534,0	3 228,3	1 092,0	176,4

Tabell 5.8: Skille mellom drift og finans

Skille mellom normale og unormale poster

Ettersom hensikten med denne utredningen er å verdsette selskapet, vil det være hensiktsmessig å identifisere selskapets normale inntekter og kostnader for å avdekke underliggende trender. Dette vil være relevant i forbindelse med budsjetteringen av fremtidsbudsjettet (Soffer og Soffer 2003). Normale poster defineres til å være poster som er ventet å forekomme periode etter periode. Unormale poster defineres til å være poster som forekommer en eller få ganger (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Gjesdal(2007) trekker imidlertid frem at kostnader ofte anses som unormale og inntekter anses som normale. Det er derfor viktig å forsøke å ha en objektiv tilnærming til normaliseringen, for å unngå å overvurdere selskapets historiske prestasjoner.

Unormale driftsrelaterte poster

Salg av anleggsmidler inkluderes i de normale driftsinntektene. Marine Harvests drift krever kontinuerlig utskifting av anleggsmidler, og at salgsinntekten bør inngå i det normale resultatet. Selskapet rapporterer ikke om noen unormale gevinster ved salg, og følgelig inngår den i normalt resultat. Både driftsrelaterte AFR og DSP anses i sin helhet som unormale poster. Videre anses restrukturering, nedskrivning, fair value-endringer av biomasse og verdiendringer på driftsrelaterte kontantstrømsikringer som unormale. De øvrige postene anses som normale.

Unormale finansielle poster

Valutaeffekter på rentebærende lån og fair value-endring på renteswaper anses som unormale finansielle poster. Rentekostnader knyttet til rentebærende gjeld, samt renteinntekter på kontanter og gevinst/tap på finansielle aksjer anses som normale.

Unormal skattekostnad

I selskapets noter fremgår det at selskapet har unormale korrigeringer av skattebetalingen i

2007, 2009, 2010 og 2011. Disse anses som unormal skattekostnad, og utgjør sammen med den rapporterte skattekostnaden størrelsen normal skattekostnad. Denne brukes som basis for fordelingen av skattekostnad på de ulike resultatene.

Fordele skattekostnad på alle resultater

Den normale skattesatsen på finanser er Norge 28 %. Som nevnt i kapittel 5.2.1 benyttes det imidlertid i denne utredningen en skattesats på 14 % på finansinntekter og unormalt finansresultat, ettersom uttaksmodellen ikke medfører beskatning for utbytte og aksjegevinster på selskapsnivå. Effektiv skattekostnad for finanskostnader er satt til 28 %. Disse resultatene beskattes med overnevnte skattesatser i det omgrupperte resultatregnskapet.

Driftsskattesatsen finnes ved:

$$dss = \frac{NSK - 14\% * FI - 14\% * UFR + 28\% * FK}{DR + UDR}$$

Hvor: NSK = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad
FI = Normale finansinntekter
UFR = Unormalt finansresultat
FK = Finanskostnader
DR = Driftsresultat
UDR = Unormalt driftsresultat

Videre identifiseres driftsskattesatsen for alle årene i analyseperioden. Den normaliserte driftsskattesatsen(ndss) er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden (Knivsflå, Forelesningsnotater i BUS 424 2012). Dersom driftsskattesatsen varierer betydelig fra år til år, kan det imidlertid være hensiktsmessig å bruke medianen i utvalget som ndss. For Marine Harvest identifiseres ndss til å være 29,3 % over analyseperioden, ved en medianberegning. Median ble valgt som metode ettersom dss varierer betydelig i løpet av analyseperioden. Normalt driftsresultat beskattes med ndss i omgrupperingen. Tilknyttede selskaper er en nettostørrelse, og tilegnes ingen skatt. De øvrige skatteelementene fordeles på unormalt driftsresultat. For at dataene skal være komparative med de øvrige bransjedeltakernes tall, er Marine Harvests data i fortsettelsen oppgitt i tusen kroner, fremfor millioner kroner.

Disse justeringene medfører følgende omgruppert resultatregnskap.

Resultatregnskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Normale driftsinntekter	13 893 000	13 065 900	14 553 300	15 220 300	16 025 700	15 522 049
Varekostnad	9 146 100,0	8 504 500,0	8 796 500,0	7 780 700,0	8 398 600,0	9 673 100,0
Lønnskostnad	2 165 000	2 139 800	2 167 400	2 202 500	2 177 700	2 211 975
Andre kostnader	1 304 300	1 393 800	1 448 200	1 453 800	2 063 200	2 095 577
Avskrivning	791 800,0	685 300,0	687 700,0	653 000,0	666 700,0	676 973,4
Driftsresultat egen virksomhet	485 800	342 500	1 453 500	3 130 300	2 719 500	864 423
- Driftsrelatert skattekostnad	142 371	100 375	425 969	917 380	796 989	253 332
Netto driftsresultat egen virksomhet	343 429	242 125	1 027 531	2 212 920	1 922 511	611 091
+ Netto driftsresultat tilknyttede	66 600	5 800	69 500	202 000	-8 500	30 200
Netto driftsresultat	410 029	247 925	1 097 031	2 414 920	1 914 011	641 291
Netto finansinntekt	38 098	-4 300	9 890	15 308	23 736	18 528
Nettoresultat fra sysselsatt kapital	448 127	243 625	1 106 921	2 430 228	1 937 747	659 819
Netto finanskostnad	273 848	350 088	296 996	304 316	297 676	236 407
Nettoresultat til egenkapital	174 279	-106 463	809 925	2 125 912	1 640 071	423 413
Unormalt netto driftsresultat	-1 121 113	-1 717 665	52 463	886 528	-555 751	-247 130
Unormalt netto finansresultat	191 934	-1 040 372	671 612	215 860	7 680	100
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-754 900,0	-2 864 500,0	1 534 000,0	3 228 300,0	1 092 000,0	176 382
- Netto betalt utbytte	-317 900	-4 700	302 400	-2 144 900	-2 825 400	-
=Endring i Egenkapital	-1 072 800	-2 869 200	1 836 400	1 083 400	-1 733 400	176 382

Tabell 5: Omgruppert resultatregnskap

5.3.2 Omgruppering av balansen

Selskapet rapporterer i sine presenterte års- og kvartalsrapporter en balanse hvor fokuset er rettet mot likviditet og forfallstid på gjeld, hvilket er relevant fra et kreditororientert perspektiv. Ved et investororientert perspektiv er imidlertid ikke denne tilnærmingen tilstrekkelig, og i følge Penman(2010) bør fokuset i investororientert analyse og verdsettelse være på netto driftskapital(NDK).

Behandle eventuelt avsatt utbytte

Ettersom denne utredningen har et investorperspektiv og eventuelt avsatt utbytte vil tilfalle investor, anses avsatt utbytte som egenkapital fremfor gjeld. Etter IFRS blir det imidlertid ikke avsatt for utbytte, og følgelig er dette ikke relevant for Marine Harvest.

Skille mellom drift og finans

Lisenser, goodwill, utsatt skatt, bygninger, investeringer i tilknyttede selskaper klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler. Andre aksjer, hvor selskapet ikke har betydelig innflytelse, anses som finansielle anleggsmidler. Varelager, biologiske eiendeler og fordringer anses som driftsrelaterte omløpsmidler. Kontanter og kontaktekvivalenter, samt diskontinuerlig virksomhet klassifiseres som finansielle omløpsmidler. Det kan imidlertid argumenteres for at kontantbeholdningen bør behandles som driftsmiddel, all den tid selskapet trenger kontanter for å betjene fortløpende driftsrelaterte forpliktelser. Det er imidlertid komplisert å identifisere hvor stor en eventuell nødvendig likviditetsbeholdning bør være, samt vanskelig å skille hvilke av finansinntektene som skyldes renteinntekter og hvilke som skyldes avkastning på finansielle plasseringer. Penman(2010) anbefaler å klassifisere alle

kontanter som finansielle, om man ikke har tilstrekkelig innsikt til å gjøre et kvalifisert estimat på hvor stor andel som er driftsrelatert. Som en forenkling klassifiseres derfor kontantene som finansielle omløpsmidler. Finansielle anleggs- og omløpsmidler utgjør finansielle eiendeler, mens driftsrelaterte anleggs- og omløpsmidler utgjør driftsrelaterte eiendeler. Utsatt skatt, leverandørgjeld og lignende anses som driftsrelaterte. Langsiktig og kortsiktig finansiell gjeld, samt minoritetsinteresser klassifiseres som finansiell gjeld. Ved å plassere egenkapital og finansiell gjeld på den ene siden i balansen, og de øvrige elementene på den andre, identifiserer man sysselsatt kapital og sysselsatte eiendeler. Ved å subtrahere finansielle eiendeler fra finansiell gjeld finner man netto finansiell gjeld. Egenkapital og netto finansiell utgjør sammen netto driftskapital. Driftsrelaterte eiendeler – driftsrelatert gjeld utgjør netto driftseiendeler. Netto driftskapital er et uttrykk for den kapitalen som er investert i selskapets drift, og er den som er relevant fra et investororientert perspektiv for å analysere lønnsomheten fra drift.

Marine Harvest	Symbo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Driftsrelaterte eiendeler	DRE	24 733 200	22 532 100	22 285 000	20 098 300	23 083 100	22 391 600	21 212 400
Driftsrelatert gjeld	DRG	4 620 500	3 592 900	4 998 600	3 681 600	5 421 100	5 199 900	5 283 211
Netto driftseiendeler	NDE	20 112 700	18 939 200	17 286 400	16 416 700	17 662 000	17 191 700	15 929 189
Egenkapital	EK	13 522 200	12 449 400	9 580 200	11 416 600	12 500 000	10 766 600	10 942 982
Netto finansiell gjeld	NFG	6 590 500	6 489 600	7 706 800	5 001 200	5 161 800	6 425 200	4 986 489
Netto driftskapital	NDK	20 112 700	18 939 000	17 287 000	16 417 800	17 661 800	17 191 800	15 929 472

Tabell 6: Omgruppert balanse med fokus på NDK

5.4 Analyse og justering av målefeil

Som nevnt i introduksjonen hvor rammeverket for regnskapsanalyse ble presentert, er hensikten å avdekke underliggende økonomiske forhold. Forkjempere for å foreta justering av rapporterte data hevder at de rapporterte dataene ikke reflekterer underliggende økonomiske forhold korrekt. Det finnes tre typer målefeil. Type én er målefeil grunnet avviket mellom verdibasert regnskapsføring og historisk kost. Målefeil av type to er knyttet til feilperiodisering av kost eller feilestimering av virkelig verdi, mens målefeil av type tre er brudd på gjeldende regnskapsregler (kreativ regnskapsføring). Knivsflå (2012) hevder at målefeil kan skape store problem ettersom selskapets lønnsomhet blir tilslørt, og er derfor tilhenger av å gjøre enkelte justeringer av rapporterte data. Penman (2012) er imidlertid av en annen oppfatning. Han hevder at kostnadene ved å gjennomføre justeringene overgår nytten ved å gjøre de, og anser derfor rapportering etter regnskapsstandarder som tilstrekkelig informasjonsgrunnlag. Det kan også tenkes at justeringer gjennomført av parter

uten direkte innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold kan føre til ytterligere skjevheter i rapporteringen ved å gjøre feilaktige justeringer. Isolert sett ville det vært hensiktsmessig å utelate alle former for målefeil i denne analysen. Både grunnet avveiningen mellom kostnader(tid) og nytte, samt manglende informasjonsgrunnlag som utenforstående velges det å bare gjøre de mest åpenbare og nødvendige justeringene i denne utredningen. I henhold til IAS 41⁹ verdsetter Marine Harvest sine biologiske eiendeler, fisk i sjø, til virkelig verdi. Verdsettelsesmodellen tar utgangspunkt i at all fisk i sjø verdsettes til forventet salgpris. Prisestimatene hentes fra ulike kilder, som oppnådde priser historisk, kontrakter og forwardpriser fra Fishpool. Noen justeringer i forbindelse med fiskens størrelse og kvalitet gjøres (Marine Harvest 2011). Knivsflå(2012) hevder imidlertid at kostmodellen er relevant for driftsinvesteringer fra et verdiorientert perspektiv, ettersom driftsinvesteringer er investert kapital som vanligvis tar lang tid å høste. Volatilitet i lakseprisen, samt problematikk knyttet til å ha oversikt over størrelse, kvalitet og antall fisk i sjøen vil medføre at virkelig verdi-estimatet ikke nødvendigvis vil reflektere den korrekte virkelige verdien på driftsmidlene. I tillegg hevder Knivsflå(2012) at kost bedre reflekterer historisk lønnsomhet, hvilket gir nyttig informasjon i forbindelse med prediksjon av fremtidsregnskap. Biologiske eiendeler justeres derfor tilbake til kost-modellen i perioden 2007 – 2012T.

Justering i balansen	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2012T
Justering av biomasse	-350 400	-278 800	301 200	1 091 700	-1 514 000	33 600
Netto driftseiendeler pre justering	18 939 200	17 286 400	16 416 700	17 662 000	17 191 700	15 929 189
- Tilbakeføring av merverdi	-350 400	-278 800	301 200	1 091 700	-1 514 000	33 600
+ Skatteeffekt (ndss) 29,3%	-102 667	-81 688	88 252	319 868	-443 602	9 845
NDE justert	19 186 933	17 483 512	16 203 752	16 890 168	18 262 098	15 905 434
Egenkaptail	12 449 600	9 579 500	11 415 500	12 500 200	10 766 300	10 942 700
-Tilbakeføring av netto merverdi	-247 733	-197 112	212 948	771 832	-1 070 398	23 755
Egenkaptail justert	12 697 333	9 776 612	11 202 552	11 728 368	11 836 698	10 918 945
Netto finansiell gjeld	6 489 600	7 706 800	5 001 200	5 161 800	6 425 200	4 986 489
Netto driftskaptail	19 186 933	17 483 412	16 203 752	16 890 168	18 261 898	15 905 434

Tabell 7: Justering i balansen

Justeringene endrer de biologiske eiendelene som inngår i netto driftseiendelene tilbake til historisk kost. Justeringen har også effekt på utsatt skatt, som endres med netto driftsskattesatsen multiplisert med størrelsen på justeringen. For ordens skyld vil jeg

⁹ Informasjon hentet fra: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/20042005/otprp-nr-39-2004-2005-/3/3/3.html?id=395743>

presisere at justeringen i balansen gjelder rapporterte merverdier fra selskapets årsrapport.

Justering i regnskapet	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2012T
Nettoresultat til egenkapital	174 282	-106 461	809 933	2 125 930	1 640 086	423 444
+Unormalt netto driftsresultat pre juster	-1 121 116	-1 717 667	52 455	886 510	-555 766	-247 525
- Økning i merverdi biologiske eiendel	-350 400	71 600	580 000	790 500	-2 605 700	1 547 600
+ Skatteverdi	-102 667	20 979	169 940	231 617	-763 470	453 447
+ Unormalt netto finansresultat	191 934	-1 040 372	671 612	215 860	7 680	100
=fulstendig nettoresultat	-507 167	-2 915 121	1 123 940	2 669 417	2 934 230	-918 134

Tabell 5.82: Justering i resultatregnskapet

I resultatregnskapet justeres unormalt netto driftsresultat for endringen i merverdier fra periode til periode. For å illustrere vises utregningen av den resultatførte merverdien i 2008, vist i tabell 5.12. $71\,600 = (-278\,800) - (-350\,400)$. De to sistnevnte størrelsene er hentet fra tabell 5.11. Også her benyttes ndss for å beregne skatteeffekten av justeringen. Tilsvarende justeringer gjøres også for den øvrige definerte bransjen.

5.5 Omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital

Resultatregnskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Normale driftsinntekter	14 091 500	13 124 600	14 619 500	15 280 100	16 132 900	15 555 949
Varekostnad	9 146 100,0	8 504 500,0	8 796 500,0	7 780 700,0	8 398 600,0	9 673 063,4
Lønnskostnad	2 165 000	2 139 800	2 167 400	2 202 500	2 177 700	2 211 975
Andre kostnader	1 304 300	1 393 800	1 448 200	1 453 800	2 063 200	2 095 577
Avskrivning	791 800,0	685 300,0	687 700,0	653 000,0	666 700,0	676 973,4
Driftsresultat egen virksomhet	684 300	401 200	1 519 700	3 190 100	2 826 700	898 360
- Driftsrelatert skattekostnad	142 368	100 373	425 961	917 362	796 974	253 338
Netto driftsresultat egen virksomhet	541 932	300 827	1 093 739	2 272 738	2 029 726	645 022
+ Netto driftsresultat tilknyttede	66 600	5 800	69 500	202 000	-8 500	30 200
Netto driftsresultat	608 532	306 627	1 163 239	2 474 738	2 021 226	675 222
Netto finansinntekt	38 098	-4 300	9 890	15 308	23 736	18 528
Nettoresultat fra sysselsatt kapital	646 630	302 327	1 173 129	2 490 046	2 044 962	693 750
Netto finanskostnad	273 848	350 088	296 996	304 316	297 676	236 407
Nettoresultat til egenkapital	372 782	-47 761	876 133	2 185 730	1 747 286	457 344
Unormalt netto driftsresultat	-1 071 883	-1 826 989	-423 805	267 827	1 179 264	-1 375 578
Unormalt netto finansresultat	191 934	-1 040 372	671 612	215 860	7 680	100
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-507 167	-2 915 121	1 123 940	2 669 417	2 934 230	-918 134
- Netto betalt utbytte	-317 700	-5 500	301 900	-2 143 600	-2 825 700	-
=Endring i Egenkapital	-824 867	-2 920 621	1 425 840	525 817	108 530	-918 134

Tabell 5.13: Omgruppert og justert resultatregnskap 2007-2012T

Sysselsatt balanse	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Netto driftseiendeler	20 112 700	19 186 933	17 483 512	16 203 752	16 890 168	18 262 098	15 905 434
Finansielle eiendler	3 124 500	650 900	451 500	291 000	445 700	397 000	452 900
Sysselsatte eiendeler	23 237 200	19 837 833	17 935 012	16 494 752	17 335 868	18 659 098	16 358 334
Egenkapital	13 522 200	12 697 333	9 776 612	11 202 552	11 728 368	11 836 698	10 918 945
Finansiell gjeld	9 715 000	7 140 500	8 158 300	5 292 200	5 607 500	6 822 200	5 439 389
Sysselsatt kapital	23 237 200	19 837 833	17 934 912	16 494 752	17 335 868	18 658 898	16 358 334

Tabell 5.14: Omgruppert og justert balanse 2006-2012T, med fokus på sysselsatt kapital

Netto driftsbalanse	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Netto driftseiendeler	20 112 700	19 186 933	17 483 512	16 203 752	16 890 168	18 262 098	15 905 434
Egenkapital	13 522 200	12 697 333	9 776 612	11 202 552	11 728 368	11 836 698	10 918 945
Netto finansiell gjeld	6 590 500	6 489 600	7 706 800	5 001 200	5 161 800	6 425 200	4 986 489
Netto driftskapital	20 112 700	19 186 933	17 483 412	16 203 752	16 890 168	18 261 898	15 905 434

Tabell 9: Omgruppert og justert balanse 2006-2012T, med fokus på netto driftskapital

Endring i EK	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
IB egenkapital	13 522 200	12 697 333	9 776 712	11 202 552	11 728 368	11 836 898
Totalresultat	-507 167	-2 915 121	1 123 940	2 669 417	2 934 230	-918 134
Netto utbytte	-317 700	-5 500	301 900	-2 143 600	-2 825 700	-
UB egenkapital	12 697 333	9 776 712	11 202 552	11 728 368	11 836 898	10 918 945

Tabell 10: Endring i egenkapital 2007-2012T, etter omgruppering og justering

5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse

Etter å ha omgruppert og justert regnskapsdataene, er det neste steget i regnskapsanalysen analyse av forholdstall. Tilsvarende omgrupperinger og justeringer er også gjennomført for det representative bransjegjennomsnittet. For å få best mulig beslutningsgrunnlag for budsjetteringen av fremtidsregnskapet analyseres både risiko og lønnsomhet (Wahlen, Baginski og Bradshaw 2008).

Kapittel 6 vil ta for seg Marine Harvests likviditet og soliditet, som vil gi innsikt til å gi selskapet en syntetisk rating. Videre vil innsikten fra dette kapitlet nyttes til å estimere historisk avkastningskrav for selskapet, som brukes som sammenligningsgrunnlag ved vurdering av selskapets lønnsomhet i kapittel 8. Knivsflå (2012) hevder det er hensiktsmessig å bruke et tidsvektet gjennomsnitt dersom selskapet har endret seg i løpet av analyseperioden. Lakseoppdrettsbransjen har som nevnt i den strategiske analysen gjennomgått en betydelig konsolideringstrend, preget av mange oppkjøp. Dette er isolert sett et argument for at den videre regnskapsanalysen burde tidsvektes, med fokus på de seneste år siden disse er mest representative for selskapets nåsituasjon. Laksebransjen synes imidlertid å være relativt konjunkturpreget, hvilket medfører at det ikke vil være hensiktsmessig å innføre vekting. Dette for å unngå at noen av ytterpunktene av konjunktursyklusen utelates i analysen, som videre vil føre til skjevhet i analysen.

6. Analyse av risiko

I risikoanalysen gjennomføres det en analyse av både kortsiktig og langsiktig kredittrisiko. Dette gjøres ved å gjennomføre henholdsvis en likviditets- og soliditetsanalyse. Innsikten fra disse analysene brukes så til å tilegne selskapet en syntetisk rating. Den syntetiske ratingen, og dens tilhørende estimerte kredittrisikofaktor, benyttes videre for å estimere et avkastningskrav til finansiell gjeld. I analysen vil også den representative bransjen inkluderes, for å identifisere eventuelle årsaker til strategiske fordeler/ulempes for Marine Harvest.

6.1 Analyse av likviditet

Likviditetsanalysen omfatter selskapets kortsiktige kredittrisiko. Dette innebærer et fokus på hvorvidt selskapet har de nødvendige likvide midlene til å dekke fortløpende krav innen forfall. Likviditetsrisiko defineres som faren for at et selskap på kort sikt ikke klarer å betale krav etter hvert som de forfaller (Wahlen, Baginski og Bradshaw 2008). Anleggsmidler er som regel krevende å omsette til kontanter, og følgelig er fokuset i denne delen av analysen på selskapets beholdning av omløpsmidler og de krav som forfaller på kort sikt. For en kortsiktig likviditetsanalyse anses likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgrad som de mest relevante størrelsene.

6.1.1 Likviditetsgrad 1:

Likviditetsgrad 1 er gitt ved forholdstallet mellom selskapets likvide eiendeler og den kortsiktige gjelden. Dette innebærer selskapets omløpsmidler dividert på de kortsiktige forpliktelsene, både drifts- og finansielle størrelser (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010).

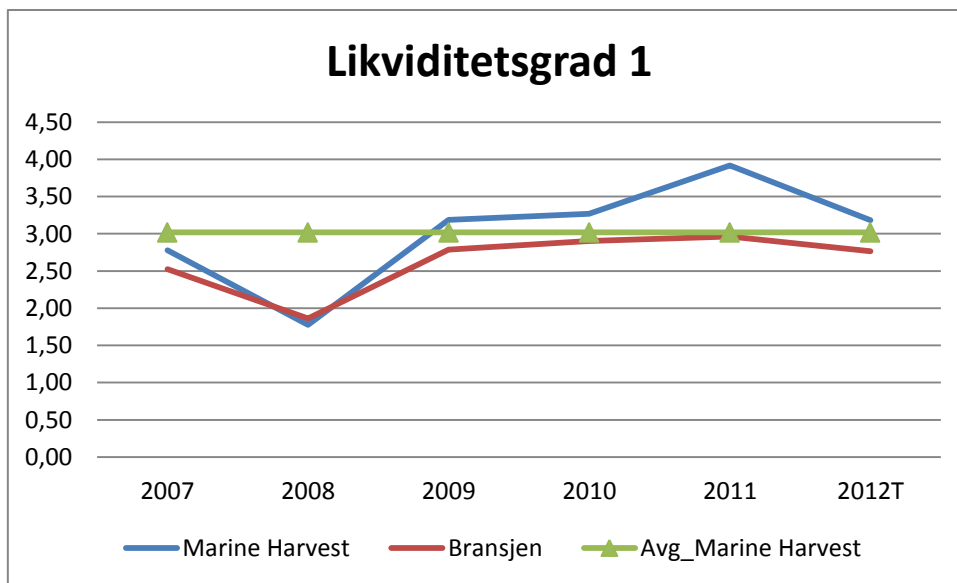
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

Hvor: DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = Finansielle omløpsmidler

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = Kortsiktig finansiell gjeld



Likviditetsgrad 1	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	2007-2012T
Marine Harvest	2,78	1,77	3,19	3,27	3,92	3,18	3,02
Bransjen	2,52	1,86	2,79	2,90	2,96	2,76	2,63
MH - Bransje	0,25	-0,09	0,40	0,37	0,96	0,42	0,38

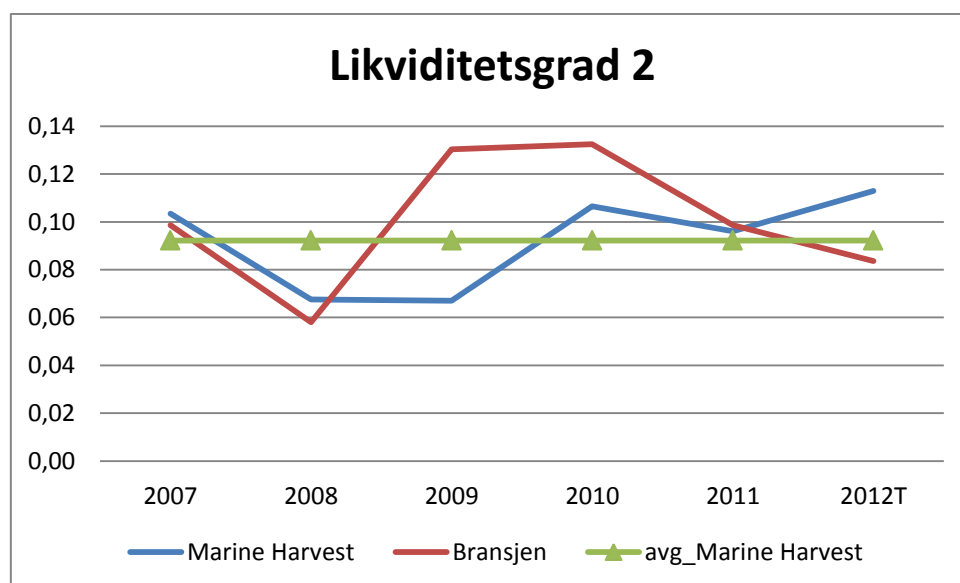
Tabell 11: Likviditetsgrad 1 2007-2012T

I følge en analyse presentert i BUS424 er medianen for likviditetsgrad 1 på Oslobørs i perioden 1999 – 2011 1,367. Både Marine Harvest og bransjen har betydelig høyere likviditetsgrad enn dette, hvilket kan tyde på de er bedre rustet enn børsgjennomsnittet for å møte sine kortsiktige forpliktelser. Likviditetsgrad 1 er relativt høy i alle årene i analyseperioden, bortsett fra i 2008. Marine Harvest har en gjennomsnittlig likviditetsgrad på 3,02 gjennom analyseperioden, 0,38 høyere enn bransjegjennomsnittet. Dette indikerer at selskapet er bedre rustet enn sine konkurrenter til å møte sine kortsiktige forpliktelser. Selskapet har hatt en positiv utvikling i forholdstallet, som har holdt seg på et relativt stabilt nivå i årene 2009 – 2012T. Biologiske eiendeler inngår imidlertid i både selskapets og bransjens omløpsmidler. Ettersom en stor del av selskapets eiendeler er fisk i sjø kan man diskutere hvor likvide disse eiendelene er. Som nevnt i den strategiske analysen er lakseprisen i stor grad drevet av tilbudt kvantum. Likvidering av store kvantum biologiske eiendeler for å møte forpliktelser vil da kunne føre til reduserte priser i markedet. Prisoppnåelsen ved likvidering vil muligens ikke samsvare med balanseførte verdier, og dette forholdstallet må derfor behandles med forsiktighet.

6.1.2 Likviditetsgrad 2:

For å fjerne effekten fra de driftsrelaterte omløpsmidlene, er det hensiktsmessig å også bruke likviditetsgrad 2 i analysen. Likviditetsgrad 2 tar utgangspunkt i selskapets mest likvide omløpsmidler, finansielle omløpsmidler, og dividerer dette med den kortsiktige gjelden. Penman(2010) omtaler dette som Quick-ratio.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$



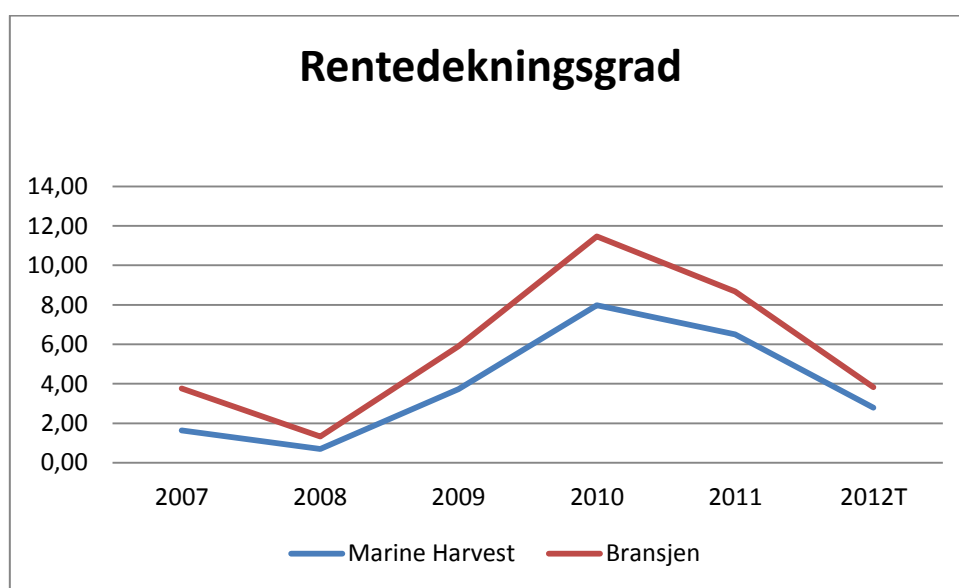
Likviditetsgrad 2	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	2007-2012T
Marine Harvest	0,10	0,07	0,07	0,11	0,10	0,11	0,09
Bransjen	0,10	0,06	0,13	0,13	0,10	0,08	0,10
MH - Bransje	0,00	0,01	-0,06	-0,03	0,00	0,03	-0,01

Tabell 12: Likviditetsgrad 2 2007-2012T

I følge en gammel tommelfinger-regel bør forholdstallet mellom finansielle eiendeler og kortsiktige forpliktelser være minst 1. Med dette som utgangspunkt ligger både Marine Harvest og bransjen betydelig lavere. Dette indikerer at både selskapet og bransjen har svært lite finansielle eiendeler i forhold til kortsiktige forpliktelser, hvilket kan medføre problemer med å betale forpliktelser til forfall. Det som imidlertid er mindre urovekkende er at Marine Harvest og bransjen synes å være relativt like i løpet av analyseperioden, og avviker bare med 0,01 i gjennomsnitt. Dette tyder på at bransjens struktur medfører at selskapene ikke behøver å sitte på store kontaktekvivalenter for å møte sine forpliktelser.

6.1.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er gitt ved forholdstallet mellom nettoresultatet til sysselsatt kapital dividert med finanskostnader (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Nettoresultatet til sysselsatt kapital er det resultatet selskapet har tilgjengelig for fordeling til sine interessenter, her representert ved eiere og eksterne finansinstitusjoner. Dette forholdstallet viser dermed hvor mange ganger selskapet kan betjene sine forpliktelser til finansinstitusjoner, med utgangspunkt i resultatet fra drift og finansinntekter.



Rentedekningsgrad	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	2007-2012T
Marine Harvest	1,64	0,70	3,73	7,99	6,51	2,79	3,89
Bransjen	3,75	1,32	5,91	11,47	8,67	3,83	5,82

Tabell 13: Rentedeckningsgrad 2007-2012T

I følge en studie presentert i BUS424 er median rentedeckningsgrad på Oslo Børs i tidsrommet 1999 – 2011 1,928. Både Marine Harvest og bransjen har i gjennomsnitt høyere rentedeckningsgrad, selv om disse to tidsseriene ikke er direkte sammenlignbare.

Finanskostnadene, både for Marine Harvest og for bransjen, har holdt seg relativt stabile gjennom perioden. Dette medfører at variasjonene i rentedeckningsgraden i stor grad skyldes at nettoresultatet til sysselsatt kapital varierer fra år til år. Det mest urovekkende i dette datasettet er at Marine Harvest i 2008 har en rentedeckningsgrad på 0,7. Dette forteller oss at selskapets ikke evnet å betjene sine låneforpliktelser med sitt netto resultat til sysselsatt kapital. Sett i sammenheng med selskapets lave likviditetsgrad 2, er dette bekymringsverdig.

Til tross for at Marine Harvest de fire seneste årene har vært godt rustet til å betjene sine forpliktelser, er det bekymringsverdig at bransjen synes å være enda bedre rustet.

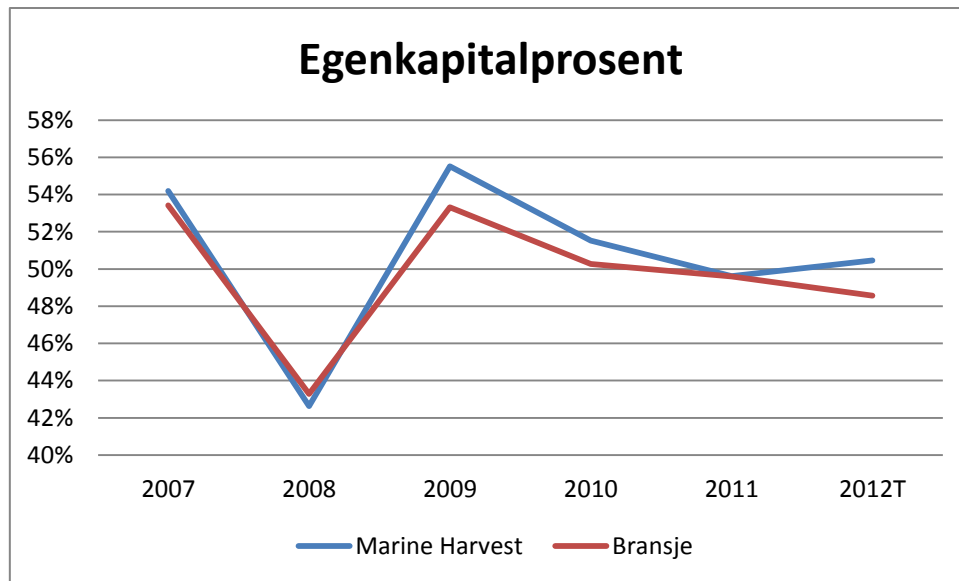
I tillegg til disse tre forholdstallene har jeg gjennomført en kontantstrømanalyse. Denne analysen gav imidlertid ingen dypere innsikt, og utelates derfor fra utredningen.

6.2 Analyse av soliditet

Analyse av soliditet har som mål å kartlegge om selskapet har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap (Tellefsen og Langli 2005). Eventuelle tap føres mot selskapets egenkapital, og følgelig fungerer et selskaps egenkapital som en buffer mot fremtidige tap og konkurs. Penman (2010) hevder at långivere primært er opptatt av et selskaps mulighet til å møte sine forpliktelser på mellomlang og lang sikt. Analyse av egenkapitalprosent, kapitalstruktur og netto driftsrentabilitet er følgelig relevante forholdstall ved soliditetsanalyse.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Penman (2010) bruker primært total gjeld dividert på total egenkapital, og identifiserer dermed gjeldsgraden. Dette forholdstallet er det motsatte av egenkapitalprosent, som er gitt ved egenkapital dividert på totale eiendeler. Disse to forholdstallene gir den samme informasjonen, og i denne utredningen velges egenkapitalprosenten. Knivsflå (2012) hevder at også minoritetsinteresser bør inkluderes i egenkapitalen. Hverken Marine Harvest eller den øvrige bransjen har nevneverdige minoritetsinteresser, og anses derfor fortsatt som langsiktig gjeld. Det tas derfor forbehold om at den faktiske egenkapitalprosenten kan være marginalt høyere enn det som fremkommer i denne utredningen.



Egenkapitalprosent	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	2007-2012T
Marine Harvest	54 %	43 %	56 %	52 %	50 %	50 %	51 %
Bransje	53 %	43 %	53 %	50 %	50 %	49 %	50 %

Tabell 6.4: Egenkapitalprosent 2007-2012T

I følge en analyse presentert i BUS424, er median egenkapital på Oslo Børs i perioden 1999 – 2011 40,1 %. Både Marine Harvest og den øvrige bransjen har høyere egenkapitalprosent enn dette. Registrerer at både Marine Harvest og den øvrige bransjens egenkapitalprosent ble dramatisk redusert i 2008, hvor rentedeckningsgraden var lav for begge. Siden lakseoppdrettsbransjen tilsynelatende er konjunkturutsatt, kan det tenkes at aktørene er avhengig av å ha høyere egenkapitalprosent enn børsgjennomsnittet, grunnet usikkerhet i fremtidige inntjening. Marine Harvest ser imidlertid relativt solide ut, ettersom de opprettholder en egenkapitalprosent på over 43 % selv i perioder med sviktende inntjening. Dette indikerer at selskapet har en evne til å stå i mot tap. Marine Harvest er marginalt mer solid enn den øvrige bransjen, uten at dette anses å ha særlig betydning.

6.2.2 Kapitalstruktur

Denne analysen viser hvordan et selskap er finansiert på et gitt tidspunkt. Analysen tar utgangspunkt i siste kjente balanse, altså Q2 2012. Tanken bak analysen er at dess større andel av eiendelen som finansieres av egenkapital, dess mindre risikabel er finansieringen. Egenkapital anses som den minst risikable finansieringsmetoden, mens kortsiktig finansiell gjeld anses som mest risikabel. Ved 100 % egenkapitalfinansiering vil matrisen gå i bunn umiddelbart (Knivsflå, Forelesningsnotater i BUS 424 2012).

Marine H	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	10 918 945	1 726 300				12 645 245
FAM		138 500				138 500
DOM		783 700	5 288 900	2 470 800		8 543 400
FOM				163 911	150 489	314 400
TK	10 918 945	2 648 500	5 288 900	2 634 711	150 489	21 641 545

Bransjen	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	24 303 649	3 857 059				28 160 708
FAM		1 324 138				1 324 138
DOM		138 382	12 982 168	6 537 675	276 586	19 934 811
FOM					621 347	621 449
TK	24 303 649	5 319 579	12 982 168	6 537 675	897 933	50 041 106

Marine H	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	86,3 %	13,7 %				58,4 %
FAM		100 %				0,6 %
DOM		9,2 %	61,9 %	28,9 %		39,5 %
FOM				52,1 %	47,9 %	1,5 %
TK	50,5 %	12,2 %	24,4 %	12,2 %	0,7 %	100,0 %

Tabell 14: Kapitalstruktur 2012T Marine Harvest

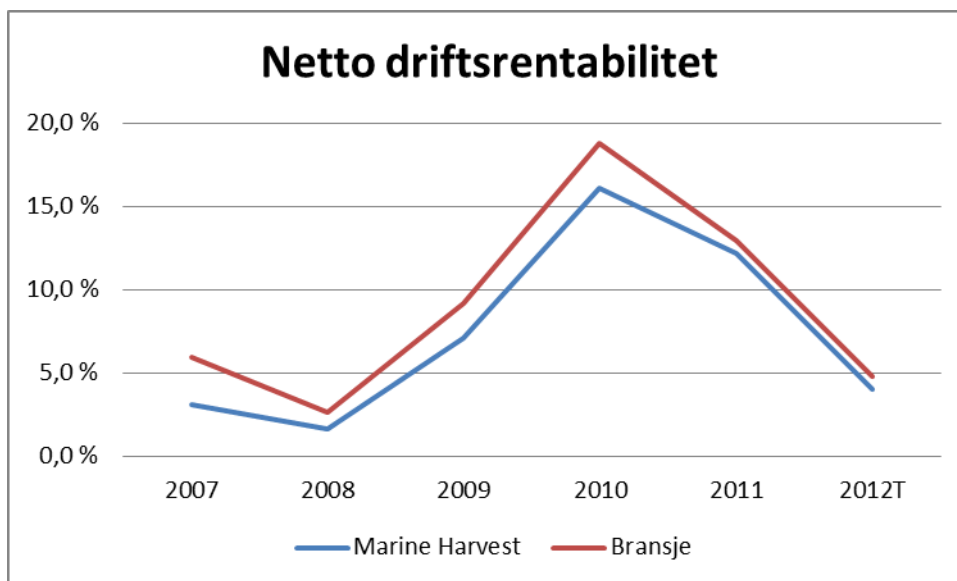
Bransjen	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	86,3 %	13,7 %				56,3 %
FAM		100 %				2,6 %
DOM		0,7 %	65,1 %	32,8 %	1,4 %	39,8 %
FOM					100 %	1,2 %
TK	48,6 %	10,6 %	25,9 %	13,1 %	1,8 %	100,0 %

Tabell 15: Kapitalstruktur 2012T Bransjen

Både Marine Harvest og bransjen har finansiert sine drifts- og finansielle anleggsmidler med like store deler egenkapital og langsiktig driftsrelatert gjeld. Marine Harvest har imidlertid finansiert en større andel av sine driftsrelaterte omløpsmidler med langsiktig driftsrelatert gjeld enn den øvrige bransjen. Marine Harvest unngår at dets driftsrelaterte omløpsmidler finansieres ved hjelp av kortsiktig finansiell gjeld, mens bransjen finansierer noen av sine driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig finansiell gjeld. Oppsummert synes Marine Harvest å være fornuftig finansiert, og synes å være mer solid enn den øvrige bransjen.

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser den prosentvise avkastningen på netto driftskapital. Dette er derfor et forholdstall som uttrykker lønnsomheten i selskapet. En ytterligere utgreiing om nøkkeltallet vil bli gitt i kapittel 8, hvor lønnsomhet behandles. Her presenteres imidlertid bare funnene fra analysen.



Netto driftsrentabilitet	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	2007-2012T
Marine Harvest	3,1 %	1,7 %	7,2 %	16,2 %	12,2 %	4,0 %	7,4 %
Bransje	5,9 %	2,6 %	9,2 %	18,8 %	13,0 %	4,9 %	9,1 %

Tabell 16: Netto driftsrentabilitet 2007-2012T

Dette forholdstallet synes å bekrefte tidligere antakelser om at oppdrettsbransjen er konjunkturutsatt. Rentabiliteten varierer for Marine Harvest fra 1,7 % til 16,2 %, noe som indikerer betydelig konjunkturfølsomhet. I noen år er dermed lønnsomheten i selskapet svært bra, mens den i andre år i analyseperioden anses som dårlig. Det bekymringsverdige i denne sammenligningen er imidlertid at Marine Harvest synes å ha konsekvent lavere avkastning på sin netto driftskapital enn bransjegjennomsnittet.

6.3 Syntetisk rating

Overnevnte analyse av likviditet og soliditet muliggjør syntetisk rating av både bransjen og Marine Harvest. Ved å ta utgangspunkt i likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapital og netto driftsrentabilitet er det mulig å gjennomføre en rating, tilnærmet lik ratingene utarbeidet av de store ratingbyråene. I tillegg til analyse av disse nøkkeltallene vil jeg korrigere utfallet for eventuelle skjønnsmessige endringer dersom det synes nødvendig. Den syntetiske ratingen tar utgangspunkt i bokstavkarakterene introdusert av ratingbyrået Standard & Poors. Knivsflå (2012) har med utgangspunkt i Damodaran (2010) utarbeidet forslag til rating med basis av forholdstall, appropriert på norske foretak. Dette inkluderer også en klassifisering av konkurssansynlighet innen ett år, med utgangspunkt i statistikk fra Standards & Poors.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsg	EK-prosent	ndr	Konkurssannsynlighet
AAA	8,9	11,6	0,895	0,308	0
AA	4,6	4,825	0,755	0,216	0,0002
A	2,35	2,755	0,55	0,131	0,0008
BBB	1,45	1,69	0,38	0,082	0,0026
BB	1,05	1,06	0,27	0,054	0,0097
B	0,75	0,485	0,175	0,026	0,0493
CCC	0,55	-0,345	0,105	-0,002	0,1261
CC	0,45	-1,117	0,03	-0,03	0,2796
C	0,35	-1,995	-0,1	-0,058	0,5099
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072	0,8554

Tabell 17: Rammeverk for syntetisk rating

Tanken bak tabell 6.8 er at det analyserte selskapet kvalifiserer til en karakter dersom nøkkeltallet er høyere eller tilsvarende enn forholdstallene angitt i tabellen. For Marine Harvest finner vi derfor følgende rating:

Syntetisk Rating Marine H	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Likviditetsgrad 1	2,78	1,77	3,19	3,27	3,92	3,18
Rentedekningsgrad	2,36	0,86	3,95	8,18	6,87	2,93
Egenkaptailprosent	54,2 %	42,6 %	55,5 %	51,5 %	49,6 %	50,5 %
Netto driftsrentabilitet	3,1 %	1,7 %	7,2 %	16,2 %	12,2 %	4,0 %
Syntetisk rating Marine H	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Likviditetsgrad 1	A	BBB	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	BB	B	A	AA	AA	A
Egenkaptailprosent	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	CCC	CCC	BB	A	BBB	B
Samlet rating	BBB	B	A(-)	A	A(-)	BBB
Konkurssannsynlighet	0,0026	0,0493	0,002	0,001	0,002	0,003

Tabell 18: Syntetisk rating Marine Harvest 2007-2012T

Som vist i tabell 6.9 kvalifiserer Marine Harvest til en BBB-rating i 2012T. Selskapet oppnådde en dårligere rating enn den komparative bransjen i årene 2007 – 2009. Fra og med 2010 – 2012 er imidlertid Marine Harvest ratet likt i forhold til bransjen. I følge data presentert i BUS424 er gjennomsnittsratingen på Oslo Børs BB. Marine Harvest er med andre ord mindre risikabelt enn det typiske børselskapet, og like risikabelt som den komparative bransje. Stabile kontantstrømmer trekkes imidlertid frem som en av hoved-driverne for lav konkurssannsynlighet (Damodaran, Applied Corporate finance 2010). Marine Harvest opererer som nevnt i en bransje som tydelig er syklisk, og kontantstrømmene varierer betydelig fra år til år. Det kan dermed anses som et paradoks at et selskap som er så påvirket av konjunkturer skal være mindre risikabelt enn gjennomsnittet på Oslo børs. Innsikten fra risikoanalysen anses imidlertid som tilfredsstillende, og overnevnte syntetiske rating

beholdes. Innsikten fra risikoanalysen danner utgangspunkt for selskapets kredittrisikopremie, og brukes i estimeringen av finansielt gjeldskrav.

7. Analyse av historiske avkastningskrav

Avkastningskrav representerer prisen på bruk av kapital, og reflekterer investors forventede avkastning ved å investere i aktiva med tilsvarende risiko (Johnsen 1997). I

lønnsomhetsanalyse har avkastningskravet som hensikt å være en målestokk for rentabilitet, for å avdekke eventuell superprofitt (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010). I tillegg har avkastningskravet som hensikt å flytte verdier fra en periode til en annen, som diskonteringsrente. Et selskap anses bare som lønnsomt dersom realisert avkastning i form av internrenten til egenkapitalen er høyere enn selskapets krav til avkastning på egenkapital. For å analysere lønnsomheten til Marine Harvest vil det derfor estimeres historiske avkastningskrav for egenkapital, netto driftskapital og finansielle størrelser.

7.1 Egenkapitalkrav

Ved fastsettelse av egenkapitalkrav er kapitalverdimodellen (CAPM) den mest brukte både i finansteori og praksis. Modellen gir et anslag på den forventede avkastningen en investor bør kreve på en investering med en gitt risiko. Til tross for at det hevdes at modellen ikke fullt ut tåler empiriske tester, anses den som det mest hensiktsmessige tilgjengelige verktøyet til dette formålet. Modellen forutsetter eksempelvis et perfekt kapitalmarked, som innebærer at usystematisk risiko kan diversifiseres bort og investorene bare kompenseres for systematisk risiko, representert ved betaverdien (Bodie, Kane og Marcus 2009). Hvorvidt denne forutsetningen holder i alle sammenhenger kan diskuteres. Likevel er modellen ofte brukt i praktiske sammenhenger, grunnet nøyaktigheten i anslagene og innsikten den gir. CAPM er gitt ved følgende sammenheng (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010):

$$ekk = r_f + \beta_{ek} * (r_m - r_f)$$

Hvor:

$r_f = \text{risikofri rente}$

$\beta_{ek} = \text{egenkapitalbeta}$

$(r_m - r_f) = \text{markedets risikopremie}$

I tillegg ilegges ofte en illikviditetspremie, spesielt for ikke-børsnoterte aksjer i tillegg til de overnevnte størrelser. Denne likviditetspremien har primært som hensikt å kompensere

investor for innlåsningsrisikoen for en illikvid aksje. I tillegg hevdes det at premien skal kompensere for at ledelsen tilbakeholder informasjon og dermed utsetter investor for risiko for å bli negativt overrasket eller lurt (Johnsen 1997).

7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er felles for alle selskap, og representerer alternativavkastningen man kan oppnå i markedet ved en risikofri plassering (Bodie, Kane og Marcus 2009).

Damodaran(2002) hevder at til verdsettelsesformål, skal 10-årig statsobligasjonsrente nyttes som risikofri rente, ettersom denne best reflekterer fremtidig rentenivå. En tilbakeskuende risikofri rente bør imidlertid reflektere rentenivået i analyseperioden. Knivsflå (2012) foreslår tre måneders effektiv NIBOR-rente, med et fradrag av en kredittrisikopremie basert på gjennomsnittlig bankrating og 28 % skatt som et anslag på risikofri rente. Størrelsen korrigeres for skatt ettersom den skal nyttes i sammenligning med etter-skatt størrelser. Kredittrisikopremien representerer sannsynlighet for konkurs, tapsprosent ved konkurs og risikoadministrasjon. I denne utredningen representerer observert "credit spread" for korte lån som kredittrisikopremie, presentert av Knivsflå(2012) i BUS424. Kredittrisikopremien tar utgangspunkt i en gjennomsnittlig antatt bankrating i løpet av analyseperioden. En ytterligere utgreiing om kredittrisikopremien vil følge ved beregningen av selskapets avkastningskrav til finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Bankrating	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Gjennomsnittlig NIBOR, 3mnd	0,051	0,065	0,025	0,026	0,030	0,024	0,037
- Kredittmarkedspremie	0,003	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
=Risikofri rente før skatt	0,048	0,060	0,020	0,021	0,025	0,019	0,032
- 28 % skatt	0,014	0,017	0,006	0,006	0,007	0,005	0,009
=Risikofri rente etter skatt	0,035	0,043	0,015	0,015	0,018	0,013	0,023

Tabell 19: Risikofri rente etter skatt 2007-2012T

Den gjennomsnittlige NIBOR renten er regnet ut som årlig aritmetisk gjennomsnitt, med utgangspunkt i daglige data¹⁰. Den gjennomsnittlige risikofrie renten etter skatt i perioden er 2,3 %, og som tabell 6.10 viser har renten vært relativt stabil etter finanskrisen. I årene 2007 og 2008 var imidlertid den risiko frie renten betydelig høyere.

¹⁰ : Data hentet fra: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-daglige-noteringer/>

7.1.2 Markedets risikopremie

Kapitalverdimodellen legger til grunn et risikoinverst investorperspektiv, og følgelig må investor kompenseres for risikoen ved å investere i et risikabelt aktivum. Denne kompensasjonen gis ved markedets risikopremie ($r_m - r_f$), som representerer markedsporteføljens risiko (Johnsen 1997). Omformulert er markedets risikopremie den ekstra avkastningen investor krever for å holde et risikabelt aktivum fremfor et risikofritt. I empirien anses markedets risikopremie som den historiske meravkastningen aksjer har gitt over det risikofrie alternativet, over en gitt tidsperiode (Pinto, et al. 2010). I følge en studie gjennomført av Thore Johnsen, er risikopremien etter skatt på Oslo Børs i perioden 1900 – 2005 fem prosent (Knivsfå, Forelesningsnotater i BUS 424 2012). For å få et godt estimat for markedspremien i analyseperioden, hevder imidlertid Knivsfå (2012) at det er hensiktsmessig å bruke et vektet gjennomsnitt av årlig risikopremie med henholdsvis kort og langt perspektiv. Dette gir en gjennomsnittlig normalisert risikopremie på 5,4 % gjennom analyseperioden.

Vekt		2007	2008	2009	2010	2011	2012T	07-12
1/3	Risikopremie 1995-t	0,052	0,027	0,038	0,043	0,039	0,04	0,040
2/3	Risikopremie 1958-t	0,059	0,051	0,061	0,063	0,058	0,058	0,058
	Risikopremien	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054

Tabell 7.2: Markedet risikopremie 2007-2012T

Ved estimeringen av fremtidskravet fastsettes imidlertid markedets risikopremie til det nivået som best reflekterer markedets risikopremie i fremtiden.

7.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen investor påtar seg ved å investere i et aktivum. Dette er risiko som ikke kan diversifiseres bort, og som reflekteres i samvariasjonen mellom aksjens og markedsporteføljens avkastning (Bøhren og Michalsen 2006). For selskaper hvor det finnes gode og tilgjengelige historiske kursdata, kan aksjebetaen estimeres med utgangspunkt i en regresjonsanalyse. Ved å gjennomføre en regresjon på logaritmiske kursdata for Marine Harvest og indeksporføljen OSX fra 01.01.2007 – 01.11.2012, finner jeg en egenkapitalbeta for Marine Harvest på 1,381¹¹. Til sammenligning estimerer Dagens Næringsliv betaen for det siste året for Marine Harvest til å være 1,27. Selv om regresjon anses som den mest hensiktsmessige måten å estimere beta

¹¹ : Data til regresjonsanalysen er hentet fra: <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=MHG.OL+Historical+Prices>

på, kan forutsetningene som ligger til grunn føre til at estimatet ikke reflekterer den “korrekte” betaverdien. Det kan tenkes at referansemarkedet er for smalt definert, og er dominert av noen få aksjer (Damodaran, Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs 2012). Oslo Børs er kjent som en oljebørs, og volatiliteten er i stor grad drevet av utviklingen i store selskaper som Statoil o.l. Det kan derfor tenkes at den estimerte betaen uttrykker volatilitet relativt til de store oljeselskapene, fremfor volatilitet relativt til det totale aksjemarkedet. Velger imidlertid å beholde egenkapitalbetaen fra regresjonsanalysen, etter en antakelse om at dette er det beste estimatet. Det er i midlertid noe usikkerhet knyttet til estimatet, og det velges derfor å gjennomføre en Blume-justering (Pinto, et al. 2010). Denne justeringen tar utgangspunkt i at før betaen estimeres, er estimatet at aksjen og referanseindeksen samvarierer (beta=1). Det velges derfor å vekte den beregnende betaen med 2/3 og det resterende med 1. Marine Harvests justerte egenkapitalbeta blir dermed 1,254.

For å estimere bransjens beta-verdier gjøres tilsvarende estimering og justering også for de øvrige selskapene, for så å vekte de etter selskapenes størrelse. Bransjens justerte egenkapitalbeta-verdi er 1,13. Bransjen ser tilsynelatende ut til å være mindre berørt av systematisk risiko enn Marine Harvest, hvor spesielt Lerøys egenkapitalbeta trekker ned.

Overnevnte betaverdier representerer imidlertid de gjennomsnittlige egenkapitalbetaene gjennom perioden. For å kunne vurdere selskapets lønnsomhet korrekt er det hensiktsmessig å identifisere egenkapitalbetaen for hvert år, for å kunne estimere avkastningskravet. Som vist under er det gjennomsnittlige avkastningskravet for Marine Harvest 8,9 %.

Egenkapitalkrav	2007	208	2009	2010	2011	2012	Snitt
Nibor-3mnd	0,051	0,065	0,025	0,026	0,030	0,024	0,037
- Kredittrisikopremie	0,003	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,048	0,060	0,020	0,021	0,025	0,019	0,032
- 28 % skatt	0,014	0,017	0,006	0,006	0,007	0,005	0,009
Risikofri rente e.s	0,035	0,043	0,015	0,015	0,018	0,013	0,023
+ Justert beta	?	?	?	?	?	?	1,25
* Markedets risikopremie	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054
Egenkapitalkrav	?	?	?	?	?	?	0,089

Tabell 20: Gjennomsnittlig egenkapitalkrav

I tråd med Miller og Modiglianis første vilkår er verdien av et selskap uavhengig av hvordan selskapet er finansiert (Bøhren og Michalsen 2006). Dette innebærer at også selskapsbetaen (β_{NDK}) er uavhengig av selskapets finansiering, og dermed konstant. Netto driftskapitalbeta er gitt ved:

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} \frac{NFG}{NDK}$$

Hvor:

β_{NDK} = Selskapsbeta

β_{EK} = Egenkapitalbeta

β_{NFG} = Netto finansiell gjeldsbeta

EK = Egenkapital

NDK = Netto driftskapital

NFG = Netto finansiell gjeld

I utgangspunktet bør også minoritetsinteresser inngå i egenkapitalstørrelsen. Både Marine Harvest og den øvrige bransjen har imidlertid beskjedne minoritetsinteresser, og er dermed klassifisert som en del av netto finansiell gjeld. Ettersom selskapsbetaen er konstant uavhengig av finansiering, kan egenkapitalbetaen de ulike årene finnes ved å først identifisere de øvrige størrelsene.

7.2 Netto finansielt gjeldskrav

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Hvor:

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav

fgk = finansielt gjeldskrav

fek = krav til finansielle eiendeler

NFK = netto finansiell gjeld

FG = finansiell gjeld

FE = finansielle eiendeler

I følge Knivsflå (2012) er finansielt gjeldskrav gitt ved risikofri rente etter skatt + kredittrisikopremie etter skatt. Dette medfører at beta til finansiell gjeld i følge kapitalverdimodellen implisitt blir kredittrisikopremien etter skatt dividert på markedets risikopremie etter skatt. I beregningen fastsettes risikofri rente og markedets risikopremie

tilsvarende som ved beregning av egenkapitalbeta. Kredittrisikopremien etter skatt beregnes med utgangspunkt i Marine Harvests syntetiske rating, beregnet i kapittel 6. I fastsettelsen av risikofri rente ble observert kort “credit spread” brukt for å estimere kredittrisikopremien. Ettersom Marine Harvest har gjennomsnittlig forfallstid over to, er det hensiktsmessig å illegge kredittrisikopremien et løpetidstillegg på 0,004 etter skatt.

Rating	Kort e skatt.	Langtill e.s	Lang e.s
AAA	0,0022	0,004	0,006
AA	0,0036	0,004	0,007
A	0,0058	0,004	0,009
A(-)	0,0079	0,004	0,012
BBB	0,0101	0,004	0,014
BB	0,0266	0,004	0,030
B	0,0403	0,004	0,044
CCC	0,0079	0,004	0,012
CC	0,1447	0,004	0,148
C	0,2102	0,004	0,214
D	0,0276	0,004	0,031

Tabell 7214: Løpetidstillegg i kredittrisikopremie

Med utgangspunkt i syntetisk rating identifiseres dermed følgende finansiell gjeldsbeta og finansielt gjeldskrav.

Finansiell gjeldsbeta	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Syntetisk rating	BBB	B	A(-)	A	A(-)	BBB	BBB
Kredittrisikopremie e.s	0,014	0,044	0,012	0,009	0,012	0,014	0,017
Markedetsrisikopremie	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054
Finansiell gjeldsbeta	0,24	0,98	0,21	0,16	0,22	0,25	0,343

Tabell 22: Finansiell gjeldsbeta 2007 – 2012T

Finansielt gjeldskrav	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Risikofri rente e.s	0,035	0,043	0,015	0,015	0,018	0,013	0,023
+ implisitt finansiell gjeldsbe	0,240	0,976	0,209	0,161	0,217	0,253	0,343
* Markedets risikopremie e.s:	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054
= Finansielt gjeldskrav e.s	0,049	0,087	0,026	0,024	0,029	0,027	0,0404

Tabell 7.6: Finansielt gjeldskrav 2007-2012T

Finansiell eiendelsbeta er i følge Knivsflå(2012) gitt ved beta til kontanter, finansielle fordringer og investeringer multiplisert med den respektive andelen av finansielle eiendeler. Kontanter antas å være risikofrie, og følgelig settes kontantbeta til null. Videre antas investeringsbetaen å være 1, og dermed samvarierer med markedsporteføljen. Betaen gis i følge Knivsflå(2012) som forholdet mellom kredittrisikopremien e.s. for fordringer dividert på markedets risikopremie e.s. Kredittrisikopremien etter skatt tar utgangspunkt i kort “credit spread”, med basis i Marine Harvests syntetiske rating.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Rating på fordringer	BBB	B	A(-)	A	A(-)	BBB	BBB
Lang kreditrisikopremie	0,014	0,044	0,012	0,009	0,012	0,014	0,017
- Lang-tillegg	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Kort kreditrisikopremie	0,010	0,040	0,008	0,006	0,008	0,010	0,014
/Markedets risikopremie	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054
= Fordringsbeta	0,177	0,896	0,144	0,099	0,149	0,187	0,275

Tabell 237: Fordringsbeta 2007-2012T

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
Kontantvekt	0,56	0,83	0,59	0,72	0,70	0,69	0,68
Fordringbeta	0,177	0,896	0,144	0,099	0,149	0,187	0,275
Fordringsvekt	0,09	0,03	0,08	0,06	0,11	0,06	0,07
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0,35	0,14	0,33	0,22	0,19	0,24	0,25
Finansiell eiendelsbeta	0,37	0,17	0,34	0,23	0,20	0,26	0,26

Tabell 7.8: Finansiell eiendelsbeta 2007-2012T

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,035	0,043	0,015	0,015	0,018	0,013	0,023
+ Finansiell eiendelsbeta	0,37	0,17	0,34	0,23	0,20	0,26	0,261
* Markedets risikopremie	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054
=Avkastningskrav til FinansielleE	0,056	0,051	0,033	0,028	0,028	0,027	0,0373

Tabell 7.9: Avkastningskrav til finansielle eiendeler 2007-2012T

Gjennomsnittlig finansiell eiendelsbeta estimeres til 0,26 og gjennomsnittlig avkastningskrav til finansielle eiendeler estimeres til 3,73 %. Etersom både finansiell eiendels- og finansiell gjeldsbeta er identifisert, kan man estimere netto finansiell gjeldsbeta.

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Beta til netto finansiell gjeld	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,24	0,98	0,21	0,16	0,22	0,25	0,34
*Finansiell gjeldsvekt	1,10	1,06	1,06	1,09	1,06	1,09	1,08
- finansiell eiendelsbeta	0,37	0,17	0,34	0,23	0,20	0,26	0,26
* Finansiell eiendelsvekt	0,100	0,059	0,058	0,087	0,062	0,091	0,076
Netto finansiell gjeldsbeta	0,227	1,023	0,202	0,155	0,218	0,253	0,346

Tabell 7.10: Netto finansiell gjeldsbeta 2007-2012T

Krav til netto finansiell gjeld	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Risikofri rente e.s	0,035	0,043	0,015	0,015	0,018	0,013	0,023
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,227	1,023	0,202	0,155	0,218	0,253	0,346
*Markedets risikopremie	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054
Netto finansielt gjeldskrav e.s	0,048	0,089	0,026	0,024	0,029	0,027	0,040

Tabell 7.11: Netto finansielt gjeldskrav 2007-2012T

Marine Harvests gjennomsnittlige finansielle gjeldskrav etter skatt i perioden estimeres til 4 %. Ettersom den øvrige bransjen oppnådde en bedre syntetisk rating enn Marine Harvest tidlig i analyseperioden, er bransjens finansielle gjeldskrav etter skatt noe lavere enn Marine Harvest. Med utgangspunkt i tilsvarende beregninger estimeres det gjennomsnittlig netto finansielle gjeldskravet i bransjen til 3,74 %.

7.3 Netto driftsbeta

Netto driftsbeta er som nevnt i innledningen produktet av egenkapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta multiplisert med henholdsvis egenkapitalen og netto finansiell gjeldsandel av netto driftskapital. Dette gir en netto driftsbeta på 0,9428 for Marine Harvest.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Egenkapitalbeta	1,309	0,879	1,273	1,289	1,336	1,258	1,25
* EK/NDK	0,662	0,559	0,691	0,694	0,648	0,686	0,657
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,227	1,023	0,202	0,155	0,218	0,253	0,346
*NFG/NDK	0,338	0,441	0,309	0,306	0,352	0,314	0,343
=Netto driftsbeta	0,9428	0,9428	0,9428	0,9428	0,9428	0,9428	0,9428

Tabell 7.12: Netto driftsbeta 2007-2012T

Med utgangspunkt i Miller og Modigliani blir dermed egenkapitalbetaen for de ulike årene den eneste ukjente variabelen, og kan finnes ved å jobbe bakover. I tråd med denne forutsetningen kan man også som en forenkling anta at netto driftsbeta er lik for alle selskapene i bransjen.

7.4 Historiske avkastningskrav

7.4.1 Egenkapitalkrav

Som nevnt innledningsvis er det i noen tilfeller hensiktsmessig å legge til en illikviditetspremie i egenkapitalkravet, for å kompensere investorer for risiko. Marine Harvest er en av de mest handlede aksjene på Oslo Børs, og jeg velger derfor å ikke tillegge en illikviditetspremie.

Egenkapitalkrav	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Nibor-3mnd	0,051	0,065	0,025	0,026	0,030	0,024	0,037
- Kreditrisikopremie	0,003	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,048	0,060	0,020	0,021	0,025	0,019	0,032
- 28 % skatt	0,014	0,017	0,006	0,006	0,007	0,005	0,009
Risikofri rente e.s	0,035	0,043	0,015	0,015	0,018	0,013	0,023
+ Justert beta	1,309	0,879	1,273	1,289	1,336	1,258	1,25
* Markedets risikopremie	0,057	0,045	0,055	0,058	0,053	0,054	0,054
Egenkapitalkrav etter skat	0,109	0,083	0,085	0,090	0,089	0,081	0,089

Tabell 243: Egenkapitalkrav 2007-2012T

Egenkapitalkravet etter skatt er målestokken for den historiske egenkapitalrentabiliteten, for å avgjøre hvorvidt selskapet har oppnådd eventuell historisk superprofitt. Egenkapitalkravet har bortsett fra etableringsåret 2007 holdt seg i intervallet mellom 8 % og 9 %. Tilsvarende kapitalkrav for bransjen er gjennomsnittlig på 8,3 %.

7.4.2 Avkastningskrav til netto driftskapital

Avkastningskravet til netto driftskapital er gitt ved (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010):

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Egenkapitalkrav	0,109	0,083	0,085	0,090	0,089	0,081	0,089
*EK/NDK	0,66	0,56	0,69	0,69	0,65	0,69	0,657
+Netto finansielt gjeldskr.	0,048	0,089	0,026	0,024	0,029	0,027	0,040
*NFG/NDK	0,34	0,44	0,31	0,31	0,35	0,31	0,343
Netto driftskrav	0,089	0,085	0,067	0,070	0,068	0,064	0,0737

Tabell 25.14: Avkastningskrav til netto driftskapital/WACC 2007-2012T

Gjennomsnittlig netto driftskrav for Marine Harvest i perioden har vært 7,37 %. Observerer i tabell 7.14 at netto driftskravet har vært relativt stabilt de siste fire årene, og noe høyere de to årene før dette. Avkastningskravet til netto driftskapital er målestokk for netto driftskapital i den påfølgende lønnsomhetsanalysen.

8. Analyse av lønnsomhet

Analyse av lønnsomhet består av å avdekke et selskaps evne til å tjene penger gitt de ressurser selskapet rår over (Tellefsen og Langli 2005). Det primære fokuset i lønnsomhetsanalysen vil være på Marine Harvests rentabiliteter relativt til selskapets beregnede kapitalkrav i forrige kapittel og bransjens rentabiliteter. Rentabiliteten til en kapital er et uttrykk for et selskaps prosentvise avkastning på den samme kapitalen. Ettersom det er ventet å finne en positiv korrelasjon mellom historisk og fremtidig kapitalavkastning, er lønnsomhetsanalysen relevant for fremskriving av budsjetterte størrelser i verdsettelsen (Gjesdal og Johnsen, Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering 1999). Rentabilitetsberegninger kan utføres både med fullstendige og normaliserte størrelser. Normaliserte størrelser er mest relevant for budsjettering og fremskriving (Knivsflå, Forelesningsnotater i BUS 424 2012). Ettersom denne utredningen har som hensikt å verdsette Marine Harvest vil det være hensiktsmessig å fokusere på normaliserte størrelser. Kapitalkravene beregnet i forrige kapittel er etterskuddsrenter, og det er derfor hensiktsmessig å beregne etterskuddsrentabilitet for å skape konsistens. Etterskuddsrentabiliteter er gitt ved:

$$= \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta \text{ i kapitalen} - \text{årets normaliserte nettoresultat})/2}$$

Den avkastningen på en kapital et selskap oppnår utover avkastningskravet til den samme kapitalen kalles superrentabilitet/residual income (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010). For å sikre konsistens er alle rentabiliteter og forholdstall beregnet med utgangspunkt i overnevnte formel.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

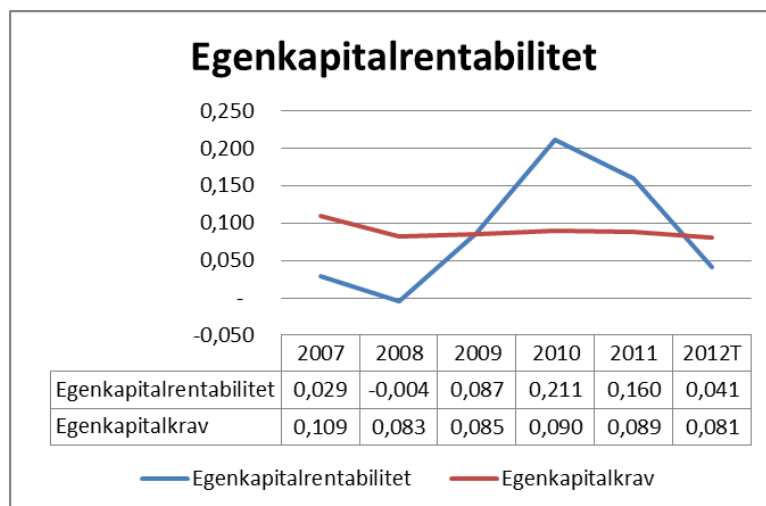
Egenkapitalrentabilitet er den avkastning eierne har på investert kapital. Ettersom denne utredningen har som hensikt å verdsette Marine Harvest sin egenkapital, er denne størrelsen av betydelig relevans. Egenkapitalrentabiliteten er gitt ved:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_r)/2}$$

Egenkapitalrentabilitet MH	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Egenkapitalrentabilitet MH	0,029	-0,004	0,087	0,211	0,160	0,041	0,0873
Egenkapitalkrav MH	0,109	0,083	0,085	0,090	0,089	0,081	0,0894
Superprofitt	-0,081	-0,087	0,002	0,121	0,072	-0,040	-0,0021
Egenkapitalrentabilitet MH	0,029	-0,004	0,087	0,211	0,160	0,041	0,0873
Egenkapitalrentabilitet bransje	0,0704	0,0127	0,1233	0,2498	0,1711	0,0553	0,1138
Superprofitt	-0,042	-0,017	-0,036	-0,039	-0,011	-0,014	-0,0265

Tabell 26: Superprofitt Marine Harvest 2007-2012T

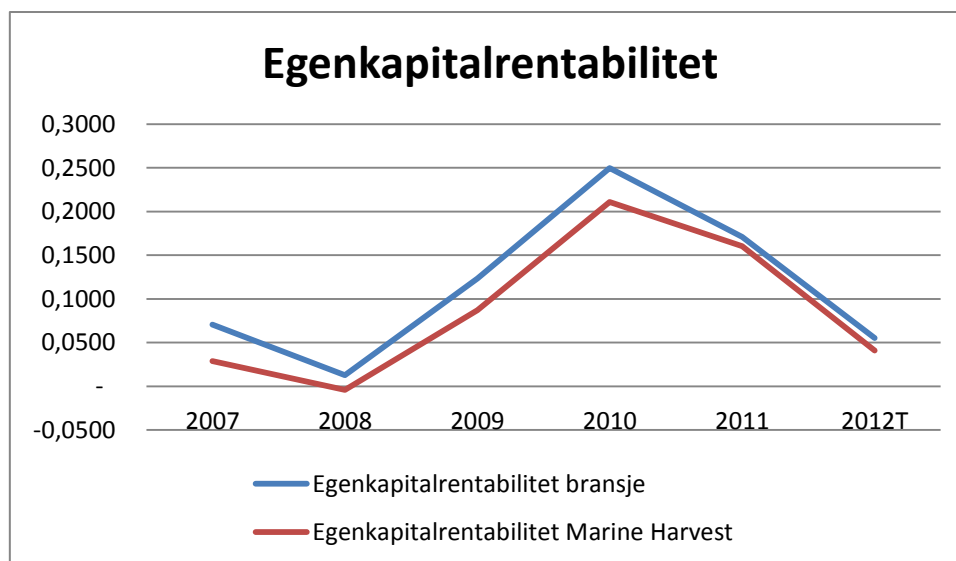
I forhold til det estimerte egenkapitalkravet har Marine Harvest en marginalt negativ superprofitt. Den gjennomsnittlige rentabiliteten i perioden er 8,7 %, mens avkastningskravet er estimert til å være 8,9 %. Marine Harvest har derfor historisk hatt en negativ superprofitt på 0,21 %. Dette stemmer overens med antakelsene i den strategiske analysen, som påpeker at Marine Harvest historisk ikke har utnyttet den strategiske fordelen knyttet til sin størrelse. Ser imidlertid at selskapet har betydelig positiv superprofitt i 2010 og 2011 hvor lakseprisene var forholdsvis høye. I motsatt fall ser man at selskapet oppnår rentabilitet betydelig under egenkapitalkravet i krevende markedstider. Dette underbygger påstanden om at Marine Harvest er konjunkturutsatt, og at selskapets lønnsomhet i stor grad avhenger av omgivelsene. Som figur 8.1 viser holdes avkastningskravet relativt stabilt i perioden, mens det er betydelig endring i egenkapitalrentabiliteten.



Figur 8.1: Egenkapitalrentabilitet 2007-2012T

Denne formen på egenkapitalrentabiliteten er omtrent som forventet, i forhold til at en produsent av et produkt som er så homogent som laks burde ha en rentabilitet relativt nærme kravet. Er imidlertid negativt overrasket over hvor lav egenkapitalrentabiliteten var i 2007 og 2008. Det kan tenkes at siden selskapet fusjonerte mot slutten av 2006, var ikke selskapet i stand til å leve opp til sitt fulle potensiale – og at den normaliserte

egenkapitalrentabiliteten undervurderes ved å vektlegge dette året like mye som de resterende årene i perioden. Samtidig ligger hensynet om å fange opp en full konjunktursyklus til grunn, som var det opprinnelige argumentet for å ikke vekte de ulike årene. For å best fange opp konjunktursyklusene legges dette også til grunn i fortsettelsen, og det registreres at Marine Harvest har en gjennomsnittlig normalisert egenkapitalrentabilitet tilnærmet lik det gjennomsnittlige avkastningskravet til egenkapitalen.



Figur 22: Egenkapitalrentabilitet Marine Harvest og representativ bransje 2007-2012T

Det påfallende ved denne analysen er imidlertid at Marine Harvest konsekvent har lavere egenkapitalrentabilitet enn bransjegjennomsnittet. Bransjegjennomsnittet påvirkes også tydelig av konjunktursykluser – men i mindre negativ og større positiv grad enn Marine Harvest. Registrerer imidlertid en positiv utvikling i avviket, hvor Marine Harvest bare har én prosent dårligere egenkapitalrentabilitet de siste to årene. Ettersom det tidligere er argumentert for at laks er en global handelsvare med få differensieringsmuligheter, og både Marine Harvest og bransjegjennomsnittet påvirkes av konjunkturer indikerer dette at Marine Harvest er ineffektive relativt til bransjen på et eller flere nivå. Rentabilitetsdataene indikerer at konsesjonssystemet skaper en bransjefordel som Marine Harvest utligner ved sine ressurser, ettersom bransjegjennomsnittet oppnår superprofitt. Det kan selvsagt tenkes at de tre selskapene som inngår i bransjegjennomsnittet i tillegg til Marine Harvest innehar sterke ressursforskjeller hver for seg. Det mest nærliggende er imidlertid å tro at det

eksisterer en bransjefordel. Ytterligere analyse og dekomponering vil avdekke hva som driver disse forskjellene.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Et selskap oppnår superprofitt dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet. Som nevnt i den strategiske analysen i kapittel 4, kan superprofitt skyldes både en bransjeorientert strategisk fordel og en intern ressursbasert strategisk fordel. For å få ytterligere innsikt kan man derfor dekomponere den strategiske fordelten på følgende måte (Knivsfå, Forelesningsnotater i BUS 424 2012):

$$(ekr_{MH} - ekk_{MH}) = (ekr_{Bransje} - ekk_{bransje}) + (ekr_{MH} - ekr_{bransje}) + (ek_{bransje} - ekk_{MH})$$

Hvor de to siste leddene identifiserer en eventuell intern ressursbasert strategisk fordel, og det andre leddet identifiserer en bransjeorientert strategisk fordel.

Dekomponering av EK-rentabilitet	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
ekr_b	0,0704	0,0127	0,1233	0,2498	0,1711	0,0553	0,1138
ek_{b}	0,0999	0,0856	0,0778	0,0811	0,0785	0,0755	0,0831
Superrentabilitet bransje	-0,0295	-0,0729	0,0455	0,1687	0,0925	-0,0202	0,0307
ekr_MH	0,0288	-0,0042	0,0872	0,2107	0,1602	0,0410	0,0873
- ekr_b	0,0704	0,0127	0,1233	0,2498	0,1711	0,0553	0,1138
= Superrentabilitet MH	-0,0416	-0,0169	-0,0361	-0,0391	-0,0109	-0,0143	-0,0265
+ ekk_b	0,0999	0,0856	0,0778	0,0811	0,0785	0,0755	0,083
- ekk_MH	0,1094	0,0825	0,0847	0,0898	0,0885	0,0813	0,089
= Superrent MH	-0,0095	0,0031	-0,0069	-0,0087	-0,0100	-0,0058	-0,0063
Netto superprofitt	-0,0806	-0,0867	0,0024	0,1209	0,0717	-0,0403	-0,0021

Tabell 27: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet 2007-2012T

Ved å gjøre overnevnte dekomponering for Marine Harvest identifiseres det at bransjegjennomsnittet har en strategisk fordel på rundt 3 %, mens Marine Harvest har en ressursorientert ufordel på rundt 3,2 %, hvilket medfører at Marine Harvest historisk ikke har oppnådd superprofitt. Rundt 0,6 % av disse skyldes at Marine Harvest har et høyere gjennomsnittlig egenkapitalkrav enn bransjen. Dette skyldes primært at selskapet har en høyere egenkapitalbeta, samt noe dårligere syntetisk rating. Det kan tenkes at noe av den økte volatiliteten i Marine Harvest skyldes at selskapet er enda mer eksponert for konjunkturer enn bransjen, siden selskapet i større grad er internasjonalt basert enn bransjesnittet når det gjelder produksjonslokaliteter. SalMar og Lerøy er som tidligere nevnt i større grad sentrert i Norge, hvilket kan medføre noe mindre eksponering for konjunkturelle forstyrrelser ute. Som vi husker fra kapittel 7.1.3 var det primært Lerøy som førte til at bransjens beta er lavere enn Marine Harvests. Dette selskapet har som nevnt all

sin produksjon i Norge, og har dermed i stor grad blitt skånet for sykdomseksposering i utlandet. Ytterligere dekomponering av de bransjeorienterte og ressursorienterte størrelsene i drift og finansiering vil kartlegge hvilke drivere som ligger bak denne ufordelen.

Nettoresultat til egenkapitalen er gitt ved netto driftsresultat fratrukket netto finanskostnader. Følgelig vil egenkapitalrentabiliteten være den vektete summen av de to overnevnte rentabilitetene, hvilket muliggjør en ytterligere dekomponering. I følge Knivsflå(2012) er strategisk forskjellen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapital kravet gitt ved:

$$ekr - ekk = (ndr - ndk) * (1 + nfgg) + (nfgk - nfgr) * nfgg$$

Hvor:

ndr = netto driftsrentabilitet

ndk = netto driftskrav

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

nfgr = netto finansiell gjeldsrentabilitet

8.3 Finansieringsanalyse

Om man forutsetter et effektivt og konkurransepreget kapitalmarked, er det i utgangspunktet vanskelig å oppnå strategiske fordeler i form av unormal avkastning på finansielle størrelser. All den tid det forventes at netto finansiell gjeldsrentabilitet skal sammenfalle med netto finansielt gjeldskrav, er det ikke meningsfullt å splitte ytterligere opp i bransje- og ressursfordel. Vil nå forsøke undersøke hvorvidt finansielle størrelser skaper fordel for Marine Harvest.

8.3.1 Finansieringsfordel

For eierne av selskapet er det en fordel å bruke finansiell gjeld dersom det finansielle gjeldskravet er høyere enn lånerenten. I motsatt fall vil det være en ulempe for eierne. En eventuell finansieringsfordel er gitt ved avviket mellom krav og rentabilitet, multiplisert med finansiell gjeldsgrad.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Finansiell gjeldsrentabilitet	0,033	0,047	0,045	0,057	0,049	0,039	0,045
Finansiell gjeldsgrad	0,642	0,664	0,654	0,511	0,556	0,539	0,594
Finansielt gjeldskrav	0,048	0,089	0,026	0,024	0,029	0,027	0,040
Finansieringsfordel	0,009	0,028	-0,013	-0,017	-0,011	-0,007	-0,0017

Tabell 28: Finansieringsfordel 2007-2012T

Som vist over har Marine Harvest en marginal ufordel med sin finansiering, hvor de i gjennomsnitt gjennom perioden betaler 0,2 % over kravet til finansiell gjeld. Marine Harvest hadde en finansieringsfordel i 2007-2008, som etter den tid har vært en ufordel for selskapet. Ettersom finansiering tilsynelatende gjennomføres til en lånerente over det estimerte gjeldskravet er det positivt at selskapet har redusert sin finansielle gjeldsgrad etter hver som lånerenten oversteg det finansielle gjeldskravet. Rundt ¼ av selskapets finansielle gjeld har siden inngangen av 2010 vært utstedelse av en konvertibel obligasjon, med årlig kupongutbetaling på 4,5 % av pålydende. Etter skatt blir dette en størrelse som overstiger det finansielle gjeldskravet med rundt 0,5 %. Selskapet hadde som kjent et krevende år i 2009, i forbindelse med betydelig sykdom i Chile. For å opprettholde tilstrekkelig likviditet og bygge opp igjen operasjonene i Chile var selskapet avhengig av å hente inn ekstern kapital. Det kan tenkes at den finansielle lånerenten ville vært nærmere kravet dersom selskapet valgte lån med flytende rente fremfor obligasjonsutstedelse. Obligasjonen forfaller i 2015, og hvorvidt denne ufordelen blir varig avhenger av rentenivå de nærmeste årene. I tillegg er minoritetsinteressene klassifisert som finansiell gjeld, og følgelig en potensiell årsak til at Marine Harvest har en marginal ufordel i sin gjeldsfinansiering.

8.3.2 Fordel fra finansielle eiendeler

I motsetning til ved finansiell gjeld, vil det være en fordel for eierne om selskapet oppnår en rentabilitet utover kravet på finansielle eiendeler. Dette vil i tilfelle bety at selskapet forvalter sine finansielle eiendeler på en lønnsom måte – og dermed skaper verdier for eierne. Finansieringsfordelen er gitt ved avviket mellom finansiell eiendelsrentabilitet og krav, multiplisert med finansiell eiendelsgrad.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0204	-0,0078	0,0270	0,0424	0,0580	0,0446	0,0308
Finansielt eiendelskrav	0,0559	0,0506	0,0333	0,0283	0,0284	0,0272	0,0373
Finansiell eiendelsgrad	0,1446	0,0491	0,0364	0,0348	0,0375	0,0373	0,0566
Finansiell eiendelsfordel	-0,005	-0,003	0,000	0,000	0,001	0,001	-0,001

Tabell 29: Fordel fra finansielle eiendeler 2007-2012T

Også her er bidraget til å oppnå egenkapitalrentabilitet over kravet marginalt negativt. Dette skyldes primært lav avkastning på finansielle eiendeler i 2007 og 2008. Fra og med 2009 har selskapets fordel fra finansielle eiendeler vært tilnærmet null. Den finansielle eiendelsulempen i 2007 skyldes diskontinuerlig virksomhet, som i denne utredningen er klassifisert som finansiell eiendel. Det er ikke ventet at denne ufordelen vil vedvare i fremtiden. Selskapet har siden 2008 hatt svært lav finansiell eiendelsgrad, og derfor tilnærmet ingen finansiell eiendelsfordel. Det ville vært hensiktsmessig for selskapet å øke sine finansielle eiendeler i perioden 2010-2012, ettersom selskapets finansielle eiendelsrentabilitet er høyere enn kravet. Selskapet har imidlertid valgt å holde den finansielle eiendelsgraden tilnærmet konstant gjennom perioden, og følgelig ikke høstet noe av de potensielle gevinstene.

8.3.3 Fordel fra netto finansiell gjeld

Fordel fra netto finansiell gjeld kan finnes både ved å ta nettoeffekten av overnevnte beregninger, eller multiplisere netto finansielt gjeldskrav fratrukket netto finansiell gjeldsrentabilitet med netto finansiell gjeldsgrad.

Finansieringsfordel	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Finansiell gjeld	0,009	0,028	-0,013	-0,017	-0,011	-0,007	-0,0017
Finansielle eiendeler	-0,005	-0,003	0,000	0,000	0,001	0,001	-0,0010
Netto finansiell gjeldsfordel	0,004	0,025	-0,013	-0,017	-0,010	-0,006	-0,0026

Tabell 30: Fordel fra netto finansiell gjeld 2007-2012T

I sum har selskapet en marginal ufordel på 0,26 % knyttet til netto finansiell gjeld. I tråd med innledende antagelser er hverken betydelige ulemper eller fordeler skapt av selskapets finansiering.

8.4 Analyse av driftsfordel

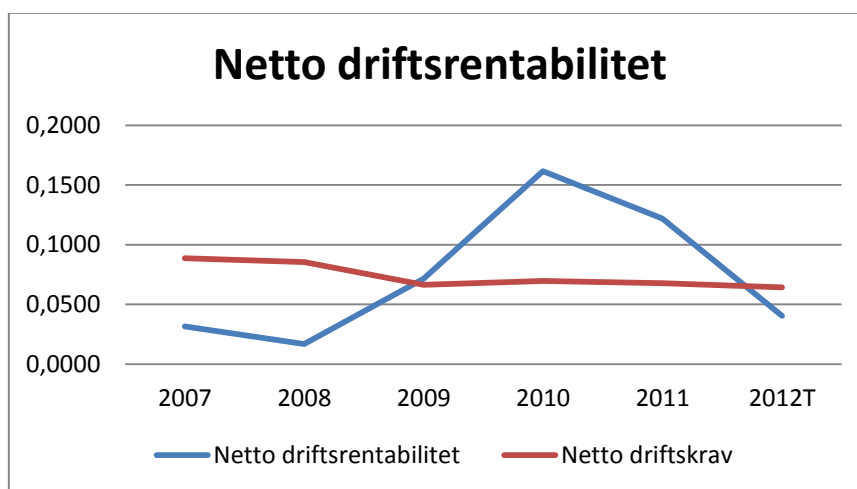
Et selskap har en driftsfordel, dersom netto driftsrentabilitet er høyere enn netto driftskravet. Dersom selskapet har en driftsrentabilitet høyere enn kravet, vil fordelene øke med gearing. Det vil derfor være hensiktsmessig å skille mellom hvilken andel av en eventuell driftsfordel som skyldes rentabilitet høyere enn kravet, og hvilken andel som skyldes selskapets finansiering. Beregningen av netto driftsrentabilitet gjøres på følgende måte:

$$ndr = \frac{\text{normalisert netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftskapital}_{t-1} + (\Delta \text{NDK} - \text{normalisert netto driftsresultat}_{t-1})/2}$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Netto driftsresultat MH	0,0315	0,0169	0,0715	0,1616	0,1220	0,0403	0,0740
Netto driftskrav MH	0,089	0,085	0,067	0,070	0,068	0,064	0,0737
Driftsfordel	-0,0571	-0,0685	0,0050	0,0919	0,0543	-0,0240	0,0003

Tabell 31: Driftsfordel 2007-2012T

I gjennomsnitt har Marine Harvest en netto driftsrentabilitet tilnærmet lik avkastningskravet til kapitalen. Det identifiseres igjen betydelige konjunkturelle forskjeller, som tilsynelatende jevner ut hverandre og medfører at selskapet oppnår en rentabilitet lik kravet.



Figur 23: Superprofitt fra nettodriftskapital

Ettersom det er klare konjunkturelle forskjeller mellom årene, er det vanskelig å avdekke underliggende trender med utgangspunkt i dette i analysen. Selskapet får god avkastning på driftskapitalen i høykonjunktur, og tilsvarende dårlig i nedgangskonjunktur. Ytterligere dekomponering av netto driftsrentabiliteten vil potensielt kunne avdekke hvilke forhold som fører til at selskapet ikke har en driftsfordel. All den tid selskapet har tilnærmet ingen driftsfordel, vil også påvirkningen fra gearing bli marginal. Sammenhengen vil imidlertid vises under, for så å fokusere på driftsfordelen uten gearing i den videre teksten.

Driftsforel uten gearing	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Netto driftsrentabilitet	0,0315	0,0169	0,0715	0,1616	0,1220	0,0403	0,0740
Netto driftskrav	0,0886	0,0854	0,0666	0,0697	0,0677	0,0643	0,0737
Driftsfordel uten gearing	-0,0571	-0,0685	0,0050	0,0919	0,0543	-0,0240	0,0003
* gearing	0,497	0,615	0,618	0,476	0,519	0,502	0,538
Gearingfordel drift	-0,0284	-0,0421	0,0031	0,0438	0,0282	-0,0120	0,0001
Driftsfordel inkludert gearing	-0,0855	-0,1106	0,0081	0,1357	0,0825	-0,0360	0,0004

Tabell 32: Driftsfordel inkludert gearing

All den tid driftsfordelen uten gearing i gjennomsnitt summerer seg til 0,3 %, gjør at gearingfordelen bare blir 0,1 %. Den totale driftsfordelen til Marine Harvest blir da på 0,4 %. Driftsfordelen uten gearing kan imidlertid dekomponeres, og gi ytterligere informasjon om de underliggende driverne til fordelene.

$$ndr - ndk = (ndr_{bransje} - ndk_{bransje \text{ og } MH}) + (ndr_{MH} - ndr_{bransje})$$

Hvor det siste leddet representerer ressursfordelen ved drift og det nest siste leddet representerer bransjefordel drift.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,059	0,026	0,092	0,188	0,130	0,049	0,091
Netto driftskrav	0,089	0,085	0,067	0,070	0,068	0,064	0,0737
Bransjefordel drift	-0,029	-0,059	0,025	0,118	0,062	-0,016	0,0170
Netto driftsrentabilitet	0,0315	0,0169	0,0715	0,1616	0,1220	0,0403	0,0740
Nettodriftsrentabilitet bransje	0,0593	0,0265	0,0918	0,1881	0,1298	0,0485	0,0907
Ressursfordel ved drift	-0,0279	-0,0096	-0,0203	-0,0265	-0,0078	-0,0082	-0,0167
Driftsfordel	-0,057	-0,068	0,005	0,092	0,054	-0,024	0,0003

Tabell 33: Dekomponert driftsfordel

Dette tallmaterialet indikerer at det finnes en bransjefordel på 1,7 %, som Marine Harvest motvirker ved å ha en like stor ressurs-ufordel. Nettoeffekten av dette er at Marine Harvest ikke har noen strategisk tilknyttet sin drift. Videre dekomponering vil gi innsikt i hvilke forhold som driver bransjefordelen og ressursfordelen.

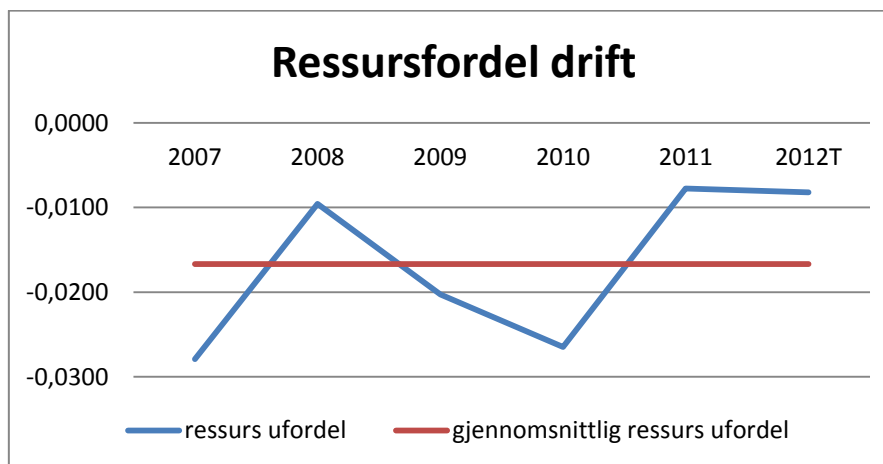
8.4.1 Bransjefordel drift

Som nevnt i den strategiske analysen i kapittel 4 er lakseoppdrettsbransjen preget av at produktet som omsettes er homogent. Dette burde etter elementær økonomisk teori tilsa at det ikke skal eksistere en bransjefordel, dersom konkurransekraftene virker som de skal. Årsaken til at det likevel eksisterer en bransjefordel kan imidlertid tilskrives etableringshindringene omtalt i konkurranseanalysen. Konesjonssystemet legger som vist i den strategiske analysen klare hindringer for nyetableringer, som igjen medfører en konkurransesituasjon som ikke er i likevekt. Likevektsprisene anses derfor i gjennomsnitt for høyere enn hva som ville vært tilfelle i en situasjon hvor det ikke eksisterte restriksjoner. Med dette som utgangspunkt, hadde jeg før regnskapsanalysen startet en forventning om at Marine Harvest ville ha en netto driftsrentabilitet noe høyere enn kravet. Denne bransjefordelen blir imidlertid opphevet av Marine Harvest, siden selskapet tilsynelatende forvalter sine ressurser mindre effektivt enn bransjegjennomsnittet. Bransjefordelen er som

forventet korrelert med konjunktursituasjonen, som medfører at fordelene er stor i høykonjunktur og tilsvarende liten i motsatt situasjon. Denne historiske bransjefordelen er som nevnt i den strategiske analysen også ventet å vedvare i fremtiden, ettersom konsesjonssystemet etter alt å dømme vil bestå.

8.4.2 Ressursfordel drift

Selskapet har tilsynelatende interne ressurser som medfører at selskapet ikke klarer å utnytte den strategiske fordelene som er tilstedeværende i bransjen.



Figur 24.4: Ressursfordel fra drift

Selskapet har i snitt en ressurs-ufordel knyttet til driften på -1,67 %. Det positive ved dette er at ufordelen de siste to årene synes å ha blitt mindre, og har de siste to årene ligget på rundt -0,8 %. Det som imidlertid er oppsiktsvekkende er at ufordelen var aller størst i 2010, som relativt til analyseperioden kan klassifiseres som den toppen av en høykonjunktur. Dette indikerer at selskapet ikke evner å utnytte de gode markedsforholdene på samme måte som bransjegjennomsnittet. Mye av dette skyldes nok at selskapet, som nevnt i den strategiske analysen i kapittel 4, ble hardt rammet av sykdomsutbruddet i Chile. Dette medførte at selskapet ikke klarte å oppnå tilsvarende effektivitet som den øvrige bransjen, som har all/brorparten av sin produksjon i Norge. For å bekrefte/avkrefte antakelsene fra den strategiske analysen vil jeg dekomponere ressursfordelen i netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftsmidler. Driftsmarginen er et uttrykk for selskapets lønnsomhet, mens omløpshastigheten måler selskapets effektivitet (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010).

$$ndr = \frac{\text{netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er gitt ved det første leddet i uttrykket over, og uttrykker resultatet til kapitalen i forhold til omsetningen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Netto driftsmargin MH	0,0432	0,0234	0,0796	0,1620	0,1253	0,0434	0,0795
Netto driftsmargin bransjen	0,0604	0,0286	0,0825	0,1477	0,1088	0,0453	0,0789
Netto driftsmargin fordel	-0,0172	-0,0052	-0,0030	0,0143	0,0165	-0,0019	0,0006

Tabell 34: Marginfordel 2007-2012T

Til tross for at Marine Harvest har en ressurs-ufordel, har selskapet en marginal fordel knyttet til netto driftsmargin. Spesielt oppsiktsvekkende er det at marginfordelen er på over 1 % i 2010, hvor den samlede ressurs-ufordelen var størst for selskapet. Dette er igjen noe som indikerer at selskapet i betydelig grad ble skadelidende av sykdomsutbruddet i Chile. Det er imidlertid positivt at selskapet har bedret sin netto driftsmargin de siste årene. Marginfordelen ville vært enda større dersom disse årene ble vektlagt i større grad i analysen. Marginen for 2012 er et usikkert estimat, all den tid den er beregnet med utgangspunkt i trailingen. For å få bedre innsikt i hvilke regnskapsstørrelser som driver marginen, kan man sette opp resultatregnskapet på common size-form (Tellefsen og Langli 2005).

Common size	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt MH	Snitt bransje	Fordel
Normale driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %
Varekostnad	64,9 %	64,8 %	60,2 %	50,9 %	52,1 %	62,2 %	59,17 %	62,86 %	-3,69 %
Lønnskostnad	15,4 %	16,3 %	14,8 %	14,4 %	13,5 %	14,2 %	14,77 %	11,49 %	3,28 %
Andre kostnader	9,3 %	10,6 %	9,9 %	9,5 %	12,8 %	13,5 %	10,93 %	11,65 %	-0,72 %
Avskrivning	5,6 %	5,2 %	4,7 %	4,3 %	4,1 %	4,4 %	4,72 %	3,81 %	0,90 %
Driftsresultat egen virksomhet	4,9 %	3,1 %	10,4 %	20,9 %	17,5 %	5,8 %	10,41 %	10,19 %	0,23 %
- Driftsrelatert skattekostnad	1,0 %	0,8 %	2,9 %	6,0 %	4,9 %	1,6 %	2,88 %	2,85 %	0,03 %
Netto driftsresultat egen virksomhet	3,8 %	2,3 %	7,5 %	14,9 %	12,6 %	4,1 %	7,54 %	7,34 %	0,19 %
+ Netto driftsresultat tilknyttede	0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,3 %	-0,1 %	0,2 %	0,41 %	0,55 %	-0,14 %
Netto driftsresultat	4,3 %	2,3 %	8,0 %	16,2 %	12,5 %	4,3 %	7,95 %	7,89 %	0,06 %

Tabell 35: Common Size-regnskap

I den strategiske analysen ble det konkludert med at det eksisterte noen stordriftsfordeler i bransjen, men at Marine Harvest i liten grad har utnyttet dette historisk. Intuitivt skulle man tenke at Marine Harvests størrelse burde føre til at selskapet har lavere varekostnader per enhet enn konkurrentene, hvilket også synes å være tilfelle. Marine Harvest har hele 3,7 % lavere varekostnader enn den gjennomsnittlige bransjen. Med dette identifiseres en

mulighet for at selskapet i fremtiden kan ha en ressursfordel dersom de bedrer de øvrige problemene. Det er imidlertid alarmerende at Marine Harvest har nesten 3,3 % høyere lønnskostnader enn bransjen, relativt til salgsinntektene. Dette indikerer at hver ansatt ikke er like effektiv som de ansatte i bransjegjennomsnittet, eller at selskapet har høye lønnskostnader per ansatt. Akkurat hvilke drivere som ligger bak dette er vanskelig å fastslå, men det registreres at selskapet tilsynelatende har et betydelig problem knyttet til sin lønnskostnad. Det positive aspektet er imidlertid at Marine Harvest har adressert problemet i løpet av analyseperioden, og gradvis redusert sine relative lønnskostnader. Årsaken til at de fleste størrelsene øker noe i 2012T underbygges med at salgsinntektene i 2012T reduseres noe i forhold til 2011, mens de fleste kostnadene holder tilnærmet samme nivå som året før i absolutte verdier. Selskapets andre driftskostnader er 0,7 % lavere enn den øvrige bransjen, hvilket igjen kan være en indikator på stordriftsfordeler. Denne forskjellen kan imidlertid også stamme fra en ulik klassifisering av kostnadene, til tross for at alle selskapene i utvalget fører etter IFRS. Avskrivningene til Marine Harvest er 0,9 % høyere enn bransjegjennomsnittet. Dette gir mening ettersom selskapet, som vi skal se i analysen av omløpshastigheten, har en relativt større kapitalbase enn bransjegjennomsnittet. Den driftsrelaterte skattekostnaden er tilnærmet lik for selskapet og bransjegjennomsnittet. Den primære driveren for at Marine Harvest har marginalt bedre driftsmargin enn konkurrentene er imidlertid varekostnaden. Dersom selskapets restrukturering medfører at selskapets evner å bedre sin effektivitet, kan det tenkes at ufordelen knyttet til lønn vil reduseres i fremtiden. Selskapet vil da ha muligheten til å ha en fordel knyttet til sine ressurser i fremtiden, som nevnt i den strategiske analysen i kapittel 4.

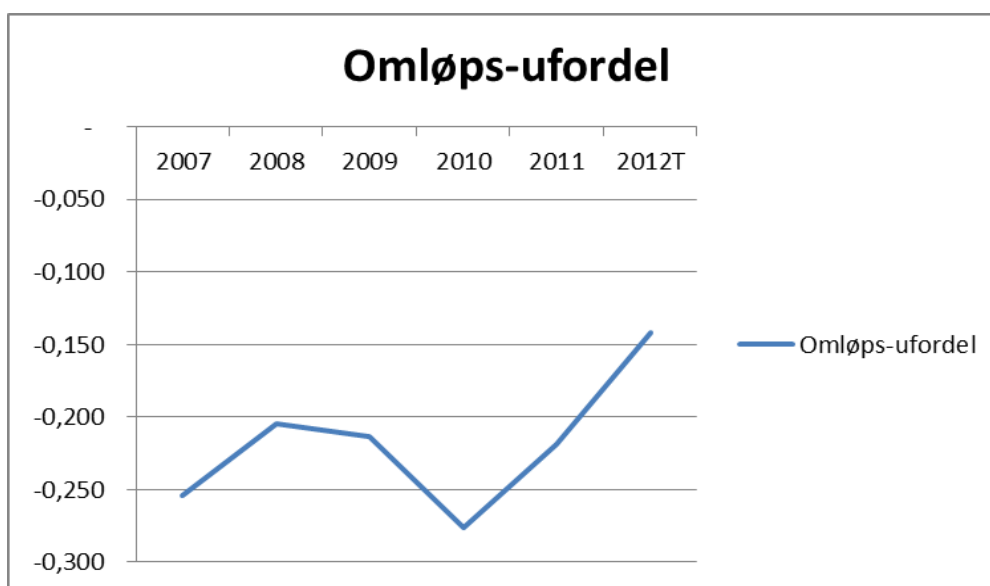
Omløpshastigheten til netto driftskapital

Omløpet til netto driftsmidler er gitt ved det siste leddet i dekomponeringen av netto driftsrentabilitet over. Omløpshastigheten viser selskapets evne til å generere driftsinntekter per krone investert (Tellefsen og Langli 2005).

Omløpshastigheten til netto drifts	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Omløpshastighet MH	0,728	0,722	0,899	0,998	0,974	0,929	0,875
Omløpshastighet Bransje	0,983	0,926	1,112	1,274	1,193	1,071	1,093
Omløpsfordel	-0,254	-0,204	-0,213	-0,276	-0,219	-0,142	-0,218

Tabell 36: Omløpsfordel 2007-2012T

Årsaken til at Marine Harvest ikke klarer å utnytte den bransjerelaterte driftsfordelen er at selskapet har betydelig lavere omløpshastighet på netto driftseiendeler enn bransjegjennomsnittet. I 2010, som regnes som konjunkturtoppen, hadde Marine Harvest en omløpshastighet nesten 0,28 dårligere enn bransjegjennomsnittet. Dette innebærer at selskapet generer betydelig lavere omsetning per krone investert enn bransjegjennomsnittet. Denne utviklingen er imidlertid konsistent med antakelsene fra den strategiske analysen, hvor det ble trukket frem at Marine Harvest historisk har vært mer skadelidende enn den øvrige bransjen for sykdom i Chile. Sykdommene kan som nevnt føre til både redusert veksthastighet og masseslakting. De anleggene hvor masseslakting ble nødvendig genererte lite eller ingen inntekter, samtidig som de har en balanseført verdi. Følgelig vil forholdstallet omløpshastighet da reduseres. Samtidig nevnes det i den strategiske analysen at reell laksepris varierer etter størrelse og kvalitet på fisken. Ettersom sykdommer påvirker veksthastighet kan det tenkes at Marine Harvest i 2009-2010 ble nødt til å selge laks som ikke hadde optimal størrelse. Dette er en annen variabel som naturlig vil redusere selskapets omløpshastighet.



Figur 25: Grafisk fremstilling av omløps-ufordelen

Figur 8.5 viser imidlertid at avviket i omløpshastigheten nærmer seg bransjenivået i 2011 og 2012. Like fullt er avviket fortsatt så stort at selskapet i gjennomsnitt ikke klarer å oppnå superrentabiliteten som bransjegjennomsnittet klarer. For å identifisere hvilke drivere som ligger bak omløpsfordel/ufordel hevder Knivsflå(2012) at det er hensiktsmessig å gjøre en "per unit"-analyse – hvor man finner omløpet i forhold til en ening. I lakseoppdrettsbransjen

vil det naturlige være å finne eksempelvis salgpris dividert på antall kilo solgt. Å gjøre dette for Marine Harvest er imidlertid problemfylt. Selskapets rapporterte regnskaper er historisk presentert etter den gamle bedriftsmodellen (geografisk inndeling), hvor det er imidlertid vanskelig å fastslå hvilken del av inntekter/kostnadene som er knyttet til produksjon, drift og videreforedling.

Per kilo HOG	2007	2008	2009	2010	2011	2012T	Snitt
Netto driftsinntekt per kilo	41,46	40,15	44,69	51,67	46,94	42,54	44,58
Netto driftsinntekt per kilo HOG Bransje	43,27	43,97	45,80	53,30	49,11	45,26	46,78
Fordel ved oppnådd salgpris	-1,80	-3,82	-1,10	-1,63	-2,17	-2,72	-2,21
Netto driftskapital per kilo hog MH	56,92	55,63	49,72	51,77	48,20	45,79	51,34
Netto driftskapital per kilo hog Bransje	44,03	47,47	41,18	41,83	41,17	42,26	42,99
Fordel utnyttelse av driftskapital	12,89	8,15	8,54	9,94	7,03	3,53	8,35
Omløpet MH	0,73	0,72	0,90	1,00	0,97	0,93	0,88
Omløpet bransje	0,98	0,93	1,11	1,27	1,19	1,07	1,09
Omløpsfordel uvektet	-0,25	-0,20	-0,21	-0,28	-0,22	-0,14	-0,22
Omløpsfordel vektet	-0,0201	-0,0161	-0,0168	-0,0218	-0,0173	-0,0112	-0,017

Tabell 37: Dekomponering av omløpsfordel 2007-2012T

Tabell 8.12 viser netto driftsinntekt og netto driftskapital dividert på antall kilo produsert fra de respektive selskapenes års- og kvartalsrapporter. Tallene i tabellen er imidlertid ikke meningsfulle, da netto driftsinntekt per kilo produsert ikke skiller mellom driftsinntekt fra ubehandlede og behandlede produkter. Følgelig kan derfor årsaken til at bransjen i gjennomsnitt oppnår høyere pris enn Marine Harvest være at bransjen i større grad selger videreforedlede produkter. Dette er i utgangspunktet mer sannsynlig enn at Marine Harvest i gjennomsnitt oppnår dårligere priser, jamfør diskusjonen i den strategiske analysen rundt produktets homogenitet. Det er imidlertid urovekkende at Marine Harvest krever en betydelig andel mer investert kapital per kilo produsert. Som nevnt skyldes imidlertid dette de senere årene at selskapet har vært betydelig mer utsatt for sykdommer enn sine konkurrenter. Sykdommer ser imidlertid ikke ut til å forklare hele avviket, og noe må tilskrives organiseringen av selskapet. Selskapet synes å ha fått en "treg start" de første to årene etter fusjonen, og evnet heller ikke da å være tilstrekkelig effektive. Det positive i den sammenheng er at forskjellen tilsynelatende ser ut til å ha blitt mindre i løpet av analyseperioden. Dette indikerer at selskapet er klar over at det eksisterer et problem knyttet til omløpshastigheten, og at selskapet derfor har tatt grep for å endre dette. Selskapet har som nevnt i den strategiske analysen gjennomført en omstrukturering i sin organisasjon, fra geografisk inndeling til en inndeling i tre divisjoner: Salg, produksjon og VAP. Det blir hevdet i årsrapporten for 2011 at hensikten med omstruktureringer er å bedre

selskapets effektivitet, ved å bedre få spisset kompetansen i de tre aktivitetsområdene. Foreløpig ser imidlertid dette ut til å historisk ha vært selskapets akilleshæl, og bekrefter antakelsen fra den strategiske analysen om at selskapet ikke har hatt noen ressursfordel historisk. Det er imidlertid ventet at selskapet vil bedre sin omløpshastighet tilnærmet lik bransjens i fremtiden, om restruktureringen er suksessfull og selskapet unngår nye store sykdomstilfeller.

8.5 Oppsummering av lønnsomhetsanalyse

Oppsummert ser vi at selskapet har en marginal fordel fra drift på 0,04 %. Denne er drevet av at selskapet har en markant omløps-ufordel i forhold til bransjen knyttet til sin drift. Selskapet har derfor en ressurs-ufordel knyttet til sin drift på -1,66 %. Denne ufordelen oppheves imidlertid av at det eksisterer en bransjefordel i lakseoppdrettsnæringen på rundt 1,7 %, hvilket medfører at nettoeffekten av dette blir tilnærmet null. Marine Harvest har en netto driftsrentabilitet som sammenfaller med avkastningskravet til den samme kapitalen. Ettersom det ikke eksisterer noen driftsfordel for Marine Harvest, vil derfor også fordelene av gearing utebli.

Ressursfordel drift	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Omløpsfordel	-0,0201	-0,0161	-0,0168	-0,0218	-0,0173	-0,0112	-0,017
Marginfordel	-0,01721	-0,0052	-0,00298	0,014299	0,016484	-0,001915	0,0006
Ressursfordel drift	-0,0373	-0,0213	-0,0198	-0,0075	-0,0008	-0,0131	-0,0166
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,059	0,026	0,092	0,188	0,130	0,049	0,091
Netto driftskrav	0,089	0,085	0,067	0,070	0,068	0,064	0,0737
Bransjefordel drift	-0,029	-0,059	0,025	0,118	0,062	-0,016	0,01698
Driftsfordel før gearing	-0,0665	-0,0802	0,0055	0,1110	0,0613	-0,0289	0,0003
Gearingfordel	-0,0284	-0,0421	0,0031	0,0438	0,0282	-0,0120	0,0001
Fordel fra drift inkludert gearing	-0,0949	-0,1223	0,0085	0,1547	0,0895	-0,0409	0,0004

Tabell 38: Oppsummering av strategisk fordel

I denne marginale driftsfordelen på 0,04 %, husker vi fra analysen av netto finansiell gjeld at selskapet har en ufordel på 0,26 % knyttet til sin finansiering – i hovedsak knyttet til utstedelse av et obligasjonslån. Som nevnt innledningsvis i rentabilitetsanalysen kan superprofitt knyttet til egenkapital dekomponeres i fordeler knyttet til drift og finans. Ved summering av disse fordelene får man 0,22 %, hvilket er den marginalt negative superprofitten Marine Harvest har, som vist innledningsvis i rentabilitetsanalysen.

Utviklingen i netto driftsresultat har vært positiv, i den forstand at selskapet har oppnådd en netto driftsrentabilitet tilnærmet lik kravet i løpet av det som antas å være en

konjunktursyklus. Identifiserer positive tegn, i form av at selskapet har gjennomført tiltak som har ført til at omløpshastigheten til netto driftseiendeler gradvis nærmer seg bransjegjennomsnittet. Det registrerer også med positivt fortegn at selskapet har muligheter til å oppnå en strategisk fordel i fremtiden, knyttet til sine ressurser gjennom stordriftsfordeler. Dette forutsetter imidlertid at selskapet klarer å bedre sin omløpshastighet og bedre sin margin gjennom lønnsreduksjon. Grunnet konsesjonssystemet vil det være vanskelig å kopiere Marine Harvests størrelse, hvilket medfører muligheter for et varig konkurransefortrinn som vist i kapittel 4.3. Regnskapsanalysen bekrefter antakelsene fra den strategiske analysen, hvor det ble konkludert med at Marine Harvest historisk ikke har hatt noen strategisk fordel knyttet til sine interne ressurser. Snarere har selskapet en ulempe knyttet til driften, ved at selskapet er mindre effektive enn bransjegjennomsnittet. Informasjonen fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen tyder imidlertid på at selskapet i fremtiden vil kunne inneha en strategisk fordel knyttet til sine ressurser. Som analysene viser er imidlertid konkurransen i bransjen relativt sterk, og følgelig vil ressursfordelen i fremtiden være relativt liten. En strategisk fordel knyttet til ressurser på 1 % synes å være realistisk for selskapet på lang sikt.

Innsikten fra regnskapsanalysen er også forenelig med funnene fra Porter-analysen i kapittel 4.1.1, som indikerer at produksjonsrestriksjoner medfører at det finnes en strategisk bransjefordel i næringen. Historisk har bransjen oppnådd en egenkapitalrentabilitet på 3 % over egenkapitalkravet i gjennomsnitt. Ettersom den strategiske analysen avdekket at konsesjonssystemet er ventet å vedvare, er også bransjefordelen ventet å vare. 3 % synes imidlertid å være noe høyt på lang sikt, og det er ventet at bransjefordelen vil være rundt 1 – 1,5 % i fremtiden.

9. Fremtidsregnskap

Som nevnt i kapittel 3 baserer de fundamentale verdsettelsesteknikkene seg på fremtidige budsjetterte størrelser. Analysene i kapittel 4-8 har gitt innsikt om utviklingen i underliggende økonomiske forhold i Marine Harvest, og nyttes derfor som fundament for å predikere fremtidsregnskapet til selskapet. Den videre utredningen vil starte med en utgreiing om den historiske utviklingen i driftsinntektene, ettersom denne størrelsen ikke eksplisitt behandles i lønnsomhetskapitlet. Videre vil innsikten fra alle tidligere kapitler benyttes til å budsjettere et fremtidsregnskap og fremtidige kapitalkrav.

9.1 Analyse av historisk vekst i sentrale verdidrivere

Verdivurderingen av Marine Harvest vil som nevnt bli gjennomført ved hjelp av fundamentale verdivurderings-modeller, og den strategiske regnskapsanalysen utgjør sammen med den strategiske analysen fundamentet for å predikere selskapets fremtidige økonomiske størrelser. I følge superprofitt-modellen som presenteres i kapittel 11, er et selskaps egenkapital verdt bokført egenkapitalverdi på verdsettelsestidspunktet pluss nåverdien av fremtidig superprofitt (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010). Dersom man antar at historisk utvikling gir innsikt, og bedrer prediksjonsevne for fremtidig utvikling, vil det være hensiktsmessig å analysere den historiske veksten i drivere av superprofitt. Lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 viste at selskapet i analyseperioden har hatt en egenkapitalrentabilitet tilnærmet lik selskapets egenkapitalavkastningskrav. Analysen viser også at selskapet har forbedret både netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler i løpet av perioden. Den historiske utviklingen av disse størrelsene er sentral i budsjetteringen av fremtidsregnskapet, og det registreres med positivt fortegn at disse har bedret seg i løpet av analyseperioden.

Også utviklingen i driftsinntekter er en sentral størrelse i budsjetteringen av fremtidsregnskapet. I et marked med svært volatile markedspriser, er det ventet at utviklingen i driftsinntekter er tilsvarende volatil. I følge Marine Harvests presenterte årsrapporter har selskapet solgt følgende kvantum i analyseperioden:

HOG (tonn)	2007	2008	2009	2010	2011	2012 T
MH	339 848	326 864	327 100	295 712	343 685	365 700

Tabell 9.1 Kvantumsutvikling 2007-2012T Marine Harvest

Observerer her at kvantumsutviklingen har vært relativt svak, og at selskapet produserer omtrent like mye i 2007 som i 2011, som er det siste kjente produksjonsvolumet.

Netto driftsinntekter	2007	2008	2009	2010	2011	2012T
Driftsinntekter	14 091 500	13 124 600	14 619 500	15 280 100	16 132 900	15 555 949

Tabell 39: Driftsinntekter 2007-2012T

Samtidig observeres det at det er betydelig større volatilitet i driftsinntektene. Dette impliserer at det ikke er selskapets tilbudte kvantum, men markedsprisen som er den sentrale driveren for selskapets driftsinntekter. Som vist i kapittel 4, har markedsprisene variert betydelig i analyseperioden, og dermed har også selskapets driftsinntekter variert i perioden. Følgelig vil den forventede prisutviklingen bli den mest sentrale størrelsen for selskapets fremtidige driftsinntekter. Tabell 9.3 viser driftsinntektene de ulike årene, relativt til driftsinntektene i 2007. I analyseperioden har driftsinntektsveksten vært på moderate 2 % årlig i gjennomsnitt.

Vekst	2008	2009	2010	2011	2012	avg_g
1	93,1 %	103,7 %	108,4 %	114,5 %	110,4 %	2,0 %

Tabell 40: Driftsinntekter i år 20XX relativt til 2007

9.2 Budsjettering av fremtidsregnskapet

Budsjetteringen av fremtidsregnskapet vil ta utgangspunkt i et rammeverk for budsjettering, presentert i Penman(2010). Rammeverket vil bli forklart og benyttet i kapittel 9.2.2.

9.2.1 Valg av budsjetthorisont

Før man går i gang med budsjetteringen er det nødvendig å gjøre noen praktiske avgrensninger. Når man eksempelvis kjøper et driftsmiddel er det en vanlig antakelse å limitere eiendelen i forhold til levetid. Ved kjøp av aksjer kjøper man imidlertid en rett til en andel av fremtidige kontantstrømmer fra et selskap, som antas å ha evig levetid (Wahlen, Baginski og Bradshaw 2008). I teorien burde man derfor budsjettere med en uendelig tidshorisont for å verdsette egenkapitalen i Marine Harvest. Dette kan av praktiske hensyn ikke gjøres, og budsjetthorisonten må derfor fastsettes. Den hensiktsmessige tilnærmingen er derfor å budsjettere frem til selskapet går inn i en "steady state"-situasjon(år T), og forutsette konstant vekst fra det punktet. Litteraturen gir ingen fasitsvar på hvor lang tid man bør budsjettere før man skal forutsette konstantvekst, og hevder dette er forskjellig fra selskap til selskap (Pinto, et al. 2010). For unge vekstselskaper vil det gjerne ta 15 – 20 år før

konstant vekst er en rimelig forutsetning, mens for modne selskaper vil kanskje så lite som fem år være tilstrekkelig (Soffer og Soffer 2003). I alle tilfeller må budsjetthorisonten være så lang at den fanger opp den potensielle positive/negative nåverdien ved selskapets prosjekter, inntil det er rimelig å forutsette en konstant vekstutvikling – tilnærmet vekstutviklingen i den generelle økonomien. Lakseoppdrettsbransjen er som nevnt en relativt ung, men allerede moden bransje. Basert på den strategiske regnskapsanalysen i de foregående kapitlene er det lite som tyder på at selskapet vil oppleve betydelig vekst de kommende årene, hvilket er et argument for å budsjettere over en relativt kort tidshorisont. Det er imidlertid grunn til å forvente utvikling i enkelte av budsjettdriverne de kommende årene, samt en forventning om at denne utviklingen vil stabilisere seg rundt neste ti-årsskifte. Med dette som utgangspunkt velger jeg å budsjettere sentrale verdidrivere for Marine Harvest frem til år 2020, samt budsjettering av terminalåret 2021 – som representerer den evige vekstsituasjonen. Historisk har Marine Harvests økonomiske størrelser vært preget av betydelig volatilitet, som følge av konjunkturer. I budsjetteringen ligger det imidlertid til grunn en forutsetning om å forsøke å vise den normaliserte forventede utviklingen. Heldige og/eller uheldige utviklinger i konjunkturbildet vil antakeligvis medføre at de realiserte fremtidige regnskapene vil avvike fra det budsjetterte. Det er imidlertid min oppfatning at den normaliserte utviklingen gir det beste bildet av selskapets underliggende økonomiske forhold.

9.2.2 Budsjett drivere

Fremfor å budsjettere hver størrelse i fremtidsregnskapet hver for seg, er det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i enkelte budsjett drivere. Penman (2010) skisserer 15 steg for å skape et pro forma regnskap, dersom man har tilgang på full informasjon. Ettersom jeg er en ekstern analytiker i denne sammenheng, tar min budsjettering utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen i de foregående kapitlene. Videre velger jeg å bruke seks av Penman (2010) sine budsjett drivere. De seks valgte budsjett driverne er:

1. Utviklingen i driftsinntekter
2. Utviklingen i omløpshastigheten til nettodriftseiendeler
3. Utviklingen i netto driftsmargin
4. Utviklingen i finansiell gjeldsandel
5. Utviklingen i finansiell eiendelsandel

6. Utviklingen i netto finansiell gjeldsrente

Utviklingen i driftsinntekter

Utviklingen i selskapets driftsinntekter er gitt ved:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

Hvor størrelsen div_t representerer den forventede veksten fra periode t-1 til t. Følgelig er det budsjetteringen av denne komponenten som er sentral for å fastsette selskapets driftsinntekter i pro forma-regnskapet.

Som vist i den strategiske analysen er størrelsen på selskapets driftsinntekter i stor grad styrt av prisutviklingen i markedet. I analyseperioden har det vært relativt lite volatilitet i selskapets tilbudte kvantum, og relativt stor volatilitet i selskapets driftsinntekter. Følgelig vil den forventede prisutviklingen være viktig for å fastsette selskapets fremtidige driftsinntekter. Prisen i markedet er som kjent i stor grad styrt av det totale markedstilbudet fra alle produsentene. Som vist i den strategiske analysen i kapittel 4 er forwardprisene hos Fishpool betydelig høyere for levering i 2013 enn de er i dagens spotmarked. Dette indikerer en forventning om at spotprisene vil bli høyere for levering det kommende året. Marine Harvests forventede driftsinntekter for 2013 er derfor ventet å være 7 % høyere enn i 2012. Dette er konsistent med Kontali Analyses kvantumsoversikt fra kapittel 2.1, som hevder at kvantumsveksten vil avta de kommende årene. Videre indikerer forwardprisene fra Fishpool at prisen i 2014 vil være lavere relativt til 2013, hvilket medfører en forventning om moderat driftsinntektsvekst på 3,8 % i 2014. Det antas videre at år med relativt lave priser, som andre halvdel av 2011 og hele 2012 medfører en reduksjon i tilbudsveksten. Dette tar utgangspunkt i at lav prisoppnåelse i markedet synliggjør for produsentene at tilbudet er høyere enn etterspørselen i likevekt, som igjen fører til redusert produksjon fra de ulike markedsdeltakerne. Ettersom produksjonsprosessen for oppdrettslaks tar rundt tre år, er det ventet at effekten av dette vil inntreffe rundt 2015. Venter derfor en driftsinntektsvekst noe høyere i årene 2015 – 2018, før veksten konvergerer tilbake til rundt 4,5 % årlig fra og med 2019 – som antas å være normal driftsinntektsvekst. Den normale driftsinntektsveksten i terminalverdien stammer både fra realøkonomisk vekst og inflasjon. Det antas at Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % innfris, samt at den resterende veksten på 2 % stammer fra

generell vekst i økonomien. Statistisk sentralbyrå¹² hevder at realveksten i BNP fra 2016 og utover vil ligge på rundt 2 %, noe som underbygger argumentet om vekst på rundt 4,5 % i en steady state situasjon.

Det er imidlertid verdt å merke seg at prediksjoner utover de to nærmeste periodene er gjenstand for betydelig usikkerhet i de fleste tilfeller (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Ettersom produksjonsprosessen i bransjen tar tre år, er imidlertid utviklingen å anse som mer transparent enn i de fleste bransjer også på mellomlang sikt.

Utviklingen i omløpshastigheten til nettodriftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftsmidler er i budsjetteringen av fremtidsregnskapet gitt ved følgende formel:

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Ettersom man i fundamental verdivurdering forutsetter at kontantstrømmen genereres på slutten av perioden, blir onde beregnet med utgangspunkt i inngående kapital. Dette er en sentral størrelse i budsjetteringen, og determinerer den forventede effektiviteten i selskapet i fremtiden (Penman, Financial statment analysis and Security valuation, fourth edition 2010).

Som vi husker fra lønnsomhetsanalysen har Marine Harvest i den historiske analyseperioden hatt en lavere omløpshastighet enn den øvrige bransjen. I den historiske analysen hadde Marine Harvest et gjennomsnittlig onde på 0,875, som imidlertid ble gradvis forbedret gjennom analyseperioden. Til sammenligning hadde bransjen et gjennomsnittlig onde på 1,093 i gjennomsnitt, som avtok noe det siste året. Årsaken til at Marine Harvest historisk har hatt en dårligere omløpshastighet enn bransjen, kan i stor grad tilskrives manglende effektivitet i årene etter fusjonen, samt høyere grad av eksponering for sykdom i Chile. Sykdomsutbruddene i Sør-Amerika synes å være under kontroll for øyeblikket, noe som impliserer at selskapet vil bedre sin omløpshastighet de kommende årene. I tillegg har selskapet gjennomført en restrukturering av sin organisasjon, med hensikt å øke selskapets effektivitet. Dette er ventet å ytterligere forsterke forventningen om at selskapet vil bedre sin omløpshastighet. Effektivitetsforbedringer er imidlertid krevende, og det er derfor ventet

¹² Informasjon hentet fra: <http://www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/201206/norsk-ok.pdf>

at selskapet gradvis vil bedre sin omløpshastighet frem til det som antas å være normalt for selskapet. Denne normalsituasjonen ventes først å inntreffe i 2018, og det legges derfor til grunn en lineær vekst i tidsrommet 2013 – 2018. Onde i normalsituasjonen fra 2018 og videre antas å være 1,06 - lavere enn bransjens gjennomsnitt i den historiske analysen. Bransjens historiske gjennomsnitt anses imidlertid å være for høyt til å representere en normalsituasjon, og ventes å konvergere mot Marine Harvests fremtidige omløpshastighet på 1,06, jamfør “mean reversion”, presentert i kapittel 4.3.

Utviklingen i netto driftsmargin

Netto driftsmargin er gitt ved forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter. Ved å budsjettere selskapets netto driftsmargin anslår man dermed størrelsen på netto driftsresultat. Sentralt i budsjetteringen av denne størrelsen er derfor utviklingen i budsjetterte driftsinntekter, samt utviklingen i selskapets driftskostnader. Den historiske analysen avdekket at Marine Harvest hadde en gjennomsnittlig driftsmargin på 7,9 % i analyseperioden, hvilket også var bransjegjennomsnittets driftsmargin. Driftsmarginen i 2012T er imidlertid svakere enn gjennomsnittet, og bare på 4,3 %. Common Size-regnskapet i den historiske analysen avdekket at Marine Harvest hadde 3,7 % lavere varekostnader enn bransjegjennomsnittet, noe som indikerer at selskapet har mulighet for å oppnå en strategisk fordel knyttet til sin størrelse. Denne fordelingen har imidlertid historisk blitt utlignet av at selskapet har hatt høyere lønnskostnader enn bransjen. Restruktureringen av organisasjonen medfører imidlertid en forventning om at selskapet skal bedre sin effektivitet per ansatt, som indikerer at det i fremtiden vil bli aktuelt å nedbemanne noe. Dette er igjen ventet å føre til noe reduserte lønnskostnader i en normalsituasjon. Stordriftsfordelen er ventet å vedvare, ettersom VRIO-analysen i kapittel 4.3 viser at det er svært krevende for konkurrentene å oppnå samme størrelse som Marine Harvest. Dette medfører at Marine Harvest er ventet å ha noe lavere kostnader enn bransjen i en normalsituasjon. Ettersom solgt kvantum er ventet å øke relativt lite i fremskrivingsperioden, er den absolutte størrelsen på kostnadene også ventet å øke relativt lite. Kostnader knyttet til fôr har historisk vært relativt volatile, og en eventuell videre volatilitet i prisen på innsatsfaktorer vil nødvendigvis spille inn på selskapets driftsmargin. En avtagende utvikling i vekstraten for tilbudt kvantum på verdensmarkedet er imidlertid ventet å føre til avtagende prisvekst for fôr – og det antas derfor at prisutviklingen i fôrmarkedet holdes relativt stabil. Mange av selskapets kostnader, bortsett fra fôr-kostnader, er å anse som relativt faste. Følgelig er det

oppnådd salgspris i markedet som i stor grad vil diktere selskapets fremtidige netto driftsmargin. Som nevnt i budsjetteringen av driftsinntekter, er det ventet økt laksepris i 2013, samt en priskorreksjon i 2014. Videre er det ventet at effekten av redusert igangsetting av produksjon i 2012/13, vil føre til høyere priser i tidsrommet 2015-2018. Utviklingen i netto driftsmargin er ventet å følge tilnærmet den samme utviklingsbanen. I 2013 er det ventet en netto driftsmargin på 9,5 %, som reduseres til 6,5 % i 2014. Videre er det ventet at netto driftsmarginen til selskapet gradvis konvergerer mot netto driftsmarginen i en normalsituasjon i 2018, på 8,75 %. Dette underbygges med at selskapets fulle kostnadsbesparelser først vil komme til sin fulle anvendelse i dette året, ettersom det vil være tidkrevende å høste gevinster fra restruktureringen. Fra 2018 og videre er det ventet at selskapet opprettholder en netto driftsmargin på 8,75 %, 0,75 % høyere enn bransjegjennomsnittet i den historiske analysen. Selskapet er ventet å ha en marginfordel på omtrent 0,75 % relativt til bransjen, grunnet sin størrelse.

Utviklingen i finansiell gjeldsandel

Marine Harvest uttaler i sin årsrapport for 2011 at selskapet søker å oppnå en finansiell gjeldsandel et stykke under 50 % av total kapital. Omformulert til netto driftskapital tilsvarer dette rundt 36 %. I budsjetteringen forutsettes der derfor at styrets/eiernes gjeldsandelønske innfris, og at finansieringen gradvis økes fra 34,2 % i 2012T til 36 % i 2015. Dette medfører noe høyere utbyttebetaling enn gjennomsnittet de første årene, for å innfri eiernes kapitalstruktur-ønske. Fra og med 2016 forutsettes det at selskapet holder en fast finansieringsstruktur.

Utviklingen i finansielle eiendelsandel

Marine Harvest har historisk hatt svært liten andel finansielle eiendeler – gjennomsnittlig 2,6 % av netto driftskapital i løpet av analyseperioden. I 2012 var selskapets finansielle eiendelsandel på 2,85 %. Selskapet genererer tilsynelatende nok kontanter ved sin drift til å møte forpliktelser, og har følgelig et lite behov for å ha finansielle eiendeler. Det forutsettes derfor en gradvis utvikling mot selskapets gjennomsnittlige historiske finansielle eiendelsandel. Fra og med 2015 forutsettes det at selskapets finansielle eiendelsandel holdes på 2,6 %.

Utviklingen i netto finansiell gjeldsrente

I den strategiske regnskapsanalysen ble det avdekket at selskapet historisk har hatt en marginal ufordel knyttet til sin finansielle gjeld på 0, 26 %. For enkelthets skyld forutsettes det imidlertid at selskapets netto finansielle gjeldsrente og netto finansielle eiendelsrentabilitet i fremtidsregnskapet settes lik tilhørende fremtidige kapitalkrav, som beregnes i kapittel 10. I lønnsomhetsanalysen ble det påpekt at selskapet frem til 2015 ville ha en vedvarende ufordel knyttet til obligasjonsfinansieringen sin – ettersom rentenivået ikke var ventet å bli påvirket. Denne effekten blir imidlertid motvirket i avkastningskravet, ved at risiko fri rente gradvis økes inntil en normalsituasjon. Følgelig vil ufordelen ved obligasjonsfinansieringen forsvinne, og forutsetningen om netto finansiell gjeldsrente lik netto finansielt gjeldskrav opprettholdes. Netto finansiell gjeldskostnad beregnes med utgangspunkt i inngående balansestørrelser.

Netto betalt utbytte

Netto betalt utbytte fastsettes residualt, og forutsettes å være lik fri kontantstrøm til egenkapitalen(FCEK). Endringen i egenkapital er dermed gitt ved netto resultat til egenkapital minus netto betalt utbytte. Egenkapitalen kan da finnes både ved å ta IB EK og korrigere for endring, eller trekke netto finansiell gjeld fra netto driftskapital. Begge metodene gir identisk budsjetterte egenkapitalstørrelser.

9.2.3 Oppsummering av budsjett drivere

De sentrale budsjett driverne i tråd med Penman(2010) sin budsjetteringsmetode er oppsummert i tabell 9.4 under.

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
div_t	7,00 %	3,80 %	4,60 %	5,50 %	5,00 %	4,75 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
onde	1,046	1,050	1,055	1,055	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060
ndm	9,50 %	6,50 %	7,80 %	8,00 %	8,20 %	8,60 %	8,75 %	8,75 %	8,75 %
fgd	35,00 %	35,50 %	36,00 %	36,00 %	36,00 %	36,00 %	36,00 %	36,00 %	36,00 %
fed	2,75 %	2,65 %	2,60 %	2,60 %	2,60 %	2,60 %	2,60 %	2,60 %	2,60 %
fgr	2,90 %	3,10 %	3,30 %	3,50 %	3,70 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
fer	2,85 %	3,05 %	3,25 %	3,45 %	3,65 %	3,95 %	3,95 %	3,95 %	3,95 %

Tabell 41: Oppsummering av budsjett drivere

Som man ser i tabell 9.4 forekommer det ikke noen endringer i budsjett driverne etter 2019E. Følgelig vil man være rimelig sikker på at selskapet faktisk er i en “steady state”-situasjon i verdsettelsen.

9.3 Budsjetterte størrelser

Med utgangspunkt i budsjettdriverne over fremkommer følgende fremtidsregnskap, fremtidsbalanse, fremtidskontantstrøm og endringen i egenkapital. 2012T inkluderer i oversikten for å knytte sammen nåsituasjon og fremtid – samt at størrelsene i 2012T har en funksjon verdsettelsesteknisk. 2021E representerer som nevnt terminalåret, hvor det legges til grunn 4,5 % evig vekst.

9.3.1 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskap	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftsinntekter	15 555 949	16 644 865	17 277 370	18 072 129	19 066 096	20 019 401	20 970 322	21 913 987	22 900 116	23 930 621
Netto driftsresultat	675 222	1 581 262	1 123 029	1 409 626	1 525 288	1 641 591	1 803 448	1 917 474	2 003 760	2 093 929
Netto finansinntekt	18 528	12 917	13 857	14 833	16 220	18 018	20 328	21 242	22 198	23 197
Netto finanskostnad	236 407	157 742	179 132	201 633	227 709	252 757	284 880	297 699	311 096	325 095
Nettoresultat til EK	457 344	1 436 437	957 754	1 222 825	1 313 799	1 406 852	1 538 896	1 641 017	1 714 863	1 792 032
Unormale størrelser	-1 375 478	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FNE	-918 134	1 436 437	957 754	1 222 825	1 313 799	1 406 852	1 538 896	1 641 017	1 714 863	1 792 032
Netto betalt utbytte	-	1 169 964	585 614	744 344	711 997	868 999	945 990	1 021 430	1 067 394	1 115 427
Endring i EK	-918 134	266 472	372 140	478 481	601 802	537 853	592 906	619 587	647 468	676 604

Tabell 42: Fremtidsregnskap

9.3.2 Fremtidsbalanse

Fremtidsbalanse	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
NDE	15 905 434	16 509 840	17 211 551	18 072 129	18 975 735	19 783 323	20 673 572	21 603 883	22 576 058	23 591 981
EK	10 918 945	11 185 417	11 557 557	12 036 038	12 637 840	13 175 693	13 768 599	14 388 186	15 035 655	15 712 259
NFG	4 986 489	5 324 424	5 653 995	6 036 091	6 337 896	6 607 630	6 904 973	7 215 697	7 540 403	7 879 722
NDK	15 905 434	16 509 840	17 211 551	18 072 129	18 975 735	19 783 323	20 673 572	21 603 883	22 576 058	23 591 981
FG	5 439 389	5 778 444	6 110 101	6 505 966	6 831 265	7 121 996	7 442 486	7 777 398	8 127 381	8 493 113
FE	452 900	454 021	456 106	469 875	493 369	514 366	537 513	561 701	586 978	613 391
NFG	4 986 489	5 324 424	5 653 995	6 036 091	6 337 896	6 607 630	6 904 973	7 215 697	7 540 403	7 879 722

Tabell 43: Fremtidsbalanse

9.3.3 Fremtidskontantstrøm

KODE	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
NDR	675 222	1 581 262	1 123 029	1 409 626	1 525 288	1 641 591	1 803 448	1 917 474	2 003 760	2 093 929
+ UNDR	-1 375 578									
- ENDE	-2 356 664	604 406	701 711	860 578	903 606	807 588	890 250	930 311	972 175	1 015 923
FKD(FCFF)	1 656 308	976 856	421 318	549 048	621 681	834 003	913 198	987 163	1 031 585	1 078 007
+ NFI	18 528	12 917	13 857	14 833	16 220	18 018	20 328	21 242	22 198	23 197
+UNFI	100									
- EFE	55 900	1 121	2 085	13 769	23 494	20 997	23 146	24 188	25 277	26 414
FKS	1 619 036	988 652	433 089	550 112	614 408	831 024	910 379	984 218	1 028 507	1 074 790
-NFK	236 407	157 742	179 132	201 633	227 709	252 757	284 880	297 699	311 096	325 095
+EFG	-1 382 811	339 055	331 657	395 866	325 298	290 732	320 490	334 912	349 983	365 732
=FKE/NBU	-	1 169 964	585 614	744 344	711 997	868 999	945 990	1 021 430	1 067 394	1 115 427

Tabell 44: Fremtidskontantstrøm

9.3.4 Endring i egenkapital fremtid

Endring i EK	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
IB EK	11 836 898	10 918 945	11 185 417	11 557 557	12 036 038	12 637 840	13 175 693	13 768 599	14 388 186	15 035 655
NRE	-918 134	1 436 437	957 754	1 222 825	1 313 799	1 406 852	1 538 896	1 641 017	1 714 863	1 792 032
NBU	-	1 169 964	585 614	744 344	711 997	868 999	945 990	1 021 430	1 067 394	1 115 427
UB EK	10 918 945	11 185 417	11 557 557	12 036 038	12 637 840	13 175 693	13 768 599	14 388 186	15 035 655	15 712 259

Tabell 45: Endring i egenkapital fremtid

9.4 EPS i forhold til andre analytikers estimat

For å vurdere rimeligheten i de budsjetterte størrelsene er det hensiktsmessig å sammenligne regnskapsstørrelser med estimater fra andre analytikere som følger selskapet. Det er imidlertid spredning i når earnings-estimatene i tabell 9.9 er produsert, og følgelig vil de ikke ble helt sammenlignbare med mitt estimat. Felles for de alle er at de er publisert i løpet av siste halvdel av 2012.

EPS	2013E
Fondsfinans	0,60
Nordea	0,49
DNB Markets	0,32
Mitt analyseestimat	0,40

Tabell 46: EPS 2013E relativt til konsensus

Som tabell er 9.9 viser er DnBs estimat mer konservativt enn mitt, mens Nordea og Fondsfinans sine estimat er høyere enn mitt. Fondsfinans budsjetterer earnings til å være rundt 2,1 milliarder, mens DnB budsjetterer det til å være 1,15 milliarder. Mitt estimat på 1,45 milliarder er i mellom disse to ytterpunktene. Når budsjetterte estimater tolkes er det ofte lurt å vurdere hvilke incentiver analyseprodusenten har. Det kan tenkes at analytikere fra institusjoner som er tett knyttet til analyseobjektet, kan ha incentiver til å overvurdere selskapet. Nordea og DnB er eksempelvis blant Marine Harvests største kreditorer (Marine Harvest 2011). Dette vektlegges imidlertid ikke i den videre teksten, ettersom analytikers primære mål er å skape avkastning for sine kunder (Michaely og Womack 1999). Anerkjenner derfor bare at det er noe ulikhet i budsjetteringen av selskapets earnings, og at mitt estimat hverken anses som konservativt eller optimistisk relativt til de øvrige.

10. Fremtidskrav

For å verdsette Marine Harvest med utgangspunkt de budsjetterte størrelsene i forrige kapittel, må tilhørende kapitalkrav estimeres. Hensikten med oppgaven er å verdsette selskapet per 31.12.2012, og kapitalkravene nyttes for å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som selskapet genererer (Pinto, et al. 2010). Fremgangsmåten for fastsettelsen av avkastningskrav vil være tilnærmet lik fremgangsmåten i kapittel 7, med den forskjell at det nå skal estimeres kapitalkrav for fremtiden i motsetning til historiske krav. Ettersom fremgangsmåten er tilnærmet lik fremgangsmåten i kapittel 7, vil det bli presentert begrensede mengder teori i dette kapitlet. Det blir estimert kapitalkrav til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto driftskapital(WACC) og egenkapitalkrav.

10.1 Estimat på sentrale størrelser i fremtidskravet

10.1.1 Risikofri rente i fremskrivningsperioden

Den risikofrie renten bør fastsettes på et nivå som reflekterer rentenivået over investeringshorisonten, og Damodaran (2002) anbefaler å bruke 10-årige statsobligasjoner til dette formålet. I følge Norges Bank sine nettsider¹³ er renten på 10-årige statsobligasjoner 1,97 % før skatt per 15.11.2012. Lave lange renter indikerer at markedet har en forventning om at rentenivået skal forbli lavt over lengere tid. Jeg er imidlertid av den oppfatning at denne renten er for lav, dersom man kan innfri kriteriet om at den risikofrie renten skal reflektere rentenivået over investeringshorisonten. 2021 representerer i verdsettelsen selskapets evige fremtid, og en risikofri rente på 1,97 % anses derfor for lavt. For å unngå dette velger jeg å fastsette 3,6 % før skatt som et normalt nivå på risikofri rente, som tilsvarer 2,6 % etter skatt. Videre tar jeg utgangspunkt i den risikofrie renten etter skatt i 2012T fra kapittel 7, og antar en lineær vekst i rentenivået frem til normalnivået – som antas å inntreffe i 2018. Videre antas den risikofrie renten etter skatt å holdes stabil på 2,6 % etter skatt i evig fremtid.

10.1.2 Markedets risikopremie i fremskrivningsperioden

I motsetning til i den historiske analysen, skal markedets risikopremie i denne delen av oppgaven reflektere den fremtidige meravkastningen utover risikofri rente. Litteraturen på emnet avviker betydelig på hva som vil være et hensiktsmessig fremtidsestimat for markedets risikopremie. Knivsflå (2012) hevder eksempelvis i BUS424 at 5,8 % er det beste

¹³ Data hentet fra: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>

estimatet på fremtidig risikopremie, ettersom dette reflekterer det historiske gjennomsnittet for 1958 – 2012. Førsteamanuensis Espen Sirnes ved universitetet i Tromsø hevder at markedets risikopremie har vært 5,4 % i tidsrommet 1915 – 2009¹⁴. Damodaran presenterer i en artikkel resultatene fra en oppdatert undersøkelse gjennomført av Dimson, Marsh og Staunton. Undersøkelsen viser den historiske risikopremien som avviket mellom aksjeavkastning og lange rentepapirer. Estimatet for den norske risikopremien i perioden 1900 – 2012 fastsettes til å være 5,2 % (Damodaran, Equity Risk Premiums(ERP): Determinants, Estimation and Implications 2012). Ettersom dette er den lengste tidsserien av de tre, antas denne å med størst sannsynlighet reflektere den fremtidige premien. En spørreundersøkelse hos norske bedriftsledere gjennomført av PWC synes å bekrefte dette, hvor medianen av undersøkelsesutvalget oppgir at de bruker 5,2 % som fremoverskuende risikopremie (PWC 2012). Disse innsiktene tatt i betraktning, fastsettes markedets risikopremie til 5,2 % etter skatt i den videre teksten.

10.1.3 Egenkapitalbeta i fremskrivingsperioden

Regresjonsanalysen med utgangspunkt i kursdata for Marine Harvest og OSX fastsatte Marine Harvests egenkapitalbeta til 1,254. Til tross for svakhetene i estimeringen, nevnt i kapittel 7, anses dette som det beste estimatet også i fremskrivingen. Egenkapitalbetaen beholdes, og brukes for å estimere netto driftsbeta for 2012T. Jamfør Miller og Modigliani er netto driftsbeta konstant uavhengig av kapitalstruktur, og denne nyttes videre for å beregne selskapets egenkapitalbeta i de ulike budsjetteringsperiodene.

10.1.4 Finansielt gjeldskrav

Selskapets fremtidige finansielle gjeldsbeta finnes ved syntetisk rating, med utgangspunkt i netto budsjettert driftsrentabilitet og egenkapitalprosent. For Marine Harvest finner vi at selskapet oppnår ratingen BBB i alle budsjetteringsårene. Dette medfører en kredittrisikopremie etter skatt på 1,4 %, jamfør oversikten i kapittel 7. Med dette som utgangspunkt finner vi følgende finansielle gjeldsbeta for Marine Harvest:

¹⁴ Espen Sirnes Blogg finnes på: <http://espensirnes.blogspot.no/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>

Finansiell gjeldsbeta	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kreditrisikopremie es.	0,014	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140
MRP	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052
Imp finansiell gjeldsbeta	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692

Tabell 47: Fremtidig finansiell gjeldsbeta

Fremtidig finansielt gjeldskrav blir dermed:

Finansielt gjeldskrav	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Risikofri rente	0,01368	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,026	0,026	0,026	0,026
+Finansiell gjeldsbeta	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692
* MRP	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052
	0,0277	0,0290	0,0310	0,0330	0,0350	0,0370	0,0400	0,0400	0,0400	0,0400

Tabell 48: Fremtidig finansielt gjeldskrav

Som nevnt i kapittel 9 benyttes dette kravet som estimat på finansiell gjeldsrente.

10.1.5 Finansielt eiendelskrav

Ved budsjetteringen av fremtidsregnskapet fremgår det ikke hvilke av de finansielle eiendelene som er fordringer, hvilke som er kontanter og hvilke som er finansielle investeringer. Det blir dermed ikke mulig å fastsette den finansielle eiendelsbetaen på samme måte som i lønnsomhetskapittelet. Jeg forutsetter derfor at fordelingen mellom de ulike finansielle eiendelsstørrelsene i fremtiden er identisk med de historiske størrelsene, og adopterer derfor den historiske finansielle eiendelsbetaen på 0,26 som fremtidsbeta. Dette gir følgende finansielt eiendelskrav:

Finansielt eiendelskr	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Risikofri rente	0,01368	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,026	0,026	0,026	0,026
+Finansiell eiendelsbeta	0,26	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600
* MRP	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052
	0,0272	0,0285	0,0305	0,0325	0,0345	0,0365	0,0395	0,0395	0,0395	0,0395

Tabell 49: Fremtidig finansielt eiendelskrav

Som nevnt innledningsvis benyttes denne størrelsen som estimat på finansiell gjeldsrentabilitet.

10.2 Netto finansielt gjeldskrav og gjeldsbeta

Ved å gjennomføre vektinger basert på de budsjetterte størrelsene, finner man netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsbeta med utgangspunkt i størrelsene estimert over.

nfgk	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
fgk	0,0277	0,0290	0,0310	0,0330	0,0350	0,0370	0,0400	0,0400	0,0400	0,0400
FG/NFG	1,0908254	1,085271	1,0806697	1,0778443	1,077844	1,0778443	1,077844	1,077844	1,077844	1,077844
fek	0,0272	0,0285	0,0305	0,0325	0,0345	0,0365	0,0395	0,0395	0,0395	0,0395
FE/NFG	0,0908254	0,085271	0,0806697	0,0778443	0,077844	0,0778443	0,077844	0,077844	0,077844	0,077844
nfgk	0,0277	0,0290	0,0310	0,0330	0,0350	0,0370	0,0400	0,0400	0,0400	0,0400
FG-beta	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692	0,2692
*FG/NFG	1,09083	1,08527	1,08067	1,07784	1,07784	1,07784	1,07784	1,07784	1,07784	1,07784
FE-beta	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600	0,2600
FE/NFG	0,0908	0,0853	0,0807	0,0778	0,0778	0,0778	0,0778	0,0778	0,0778	0,0778
NFG-beta	0,2701	0,2700	0,2700	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699

Tabell 50: Netto finansielt gjeldskrav og gjeldsbeta

10.3 Egenkapital krav og krav til nettodriftskapital(WACC)

Ved å estimere netto driftsbeta for 2012T, og forutsette at denne er konstant uavhengig av kapitalstruktur, finner man egenkapitalbeta for alle periodene i fremtidsregnskapet. Denne betaverdien utgjør sammen med markedets risikopremie og risikofri rente egenkapitalkravet for de ulike årene i perioden. Ved å vekte egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav med de budsjetterte vektene fremgår kravet til netto driftskapital(WACC).

EK-Beta	2012T	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EK-Beta	1,254	1,267083	1,2760125	1,2843337	1,284334	1,2843337	1,284334	1,284334	1,284334	1,284334
EK/NDK	0,6865	0,6775	0,6715	0,666	0,666	0,666	0,666	0,666	0,666	0,666
+ NFGB	0,2701	0,2700	0,2700	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699	0,2699
NFG/NDK	0,3135	0,3225	0,3285	0,334	0,334	0,334	0,334	0,334	0,334	0,334
NDK-Beta	0,9455	0,9455	0,9455	0,9455	0,9455	0,9455	0,9455	0,9455	0,9455	0,9455
ekk										
EK-Beta	1,254	1,267	1,276	1,284	1,284	1,284	1,284	1,284	1,284	1,284
MRP	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052
rf	0,01368	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,026	0,026	0,026	0,026
ekk	0,0789	0,0809	0,0834	0,0858	0,0878	0,0898	0,0928	0,0928	0,0928	0,0928
WACC										
ekk	0,0789	0,0809	0,0834	0,0858	0,0878	0,0898	0,0928	0,0928	0,0928	0,0928
EK/NDK	0,6865	0,6775	0,6715	0,6660	0,6660	0,6660	0,6660	0,6660	0,6660	0,6660
nfgk	0,0277	0,0290	0,0310	0,0330	0,0350	0,0370	0,0400	0,0400	0,0400	0,0400
NFG/NDK	0,3135	0,3225	0,3285	0,3340	0,3340	0,3340	0,3340	0,3340	0,3340	0,3340
WACC	0,0628	0,0642	0,0662	0,0682	0,0702	0,0722	0,0752	0,0752	0,0752	0,0752

Tabell 51: Fremtidig egenkapitalkrav og WACC

Dette kravet er imidlertid ikke korrekt, ettersom kapitalkrav skal beregnes med utgangspunkt i virkelige verdier og ikke budsjetterte verdier (Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002). Disse kapitalkravene vil gi et skjevt anslag på selskapets verdi, hvilket nødvendiggjør en oppdatering av kravene til virkelige verdier. Denne oppdateringen vil komme etter første verdiestimert, i kapittel 11.3.

10.4 Fremtidig egenkapitalrentabilitet relativt til egenkapitalkrav

Før verdsettelsen av Marine Harvest igangsettes er det hensiktsmessig å gjennomgå lønnsomhetseffekten som budsjettdriverne skaper, for å vurdere rimeligheten av estimatene.

Rentabiliteter	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ekr	13,2 %	8,6 %	10,6 %	10,9 %	11,1 %	11,7 %	11,9 %	11,9 %	11,9 %
ekk	8,1 %	8,3 %	8,6 %	8,8 %	9,0 %	9,3 %	9,3 %	9,3 %	9,3 %
Superprofitt	5,1 %	0,2 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %

Tabell 52: Budsjettert superprofitt

Identifiserer her at selskapet har en egenkapitalrentabilitet på 5,1 % over kapitalkravet i 2013. Dette skyldes i stor grad forventningen om økte priser kommende år, samt en forbedring av selskapets omløpshastighet. I 2014, hvor det er forventet en priskorreksjon er det ventet en marginal positiv superprofitt. Fra og med 2015 til 2017 er det ventet noe volatilitet i superprofitten, før både rentabiliteten stabiliserer seg i 2019. I steady state-situasjonen legges det til grunn en superprofitt på 2,6 %, hvilket anses som rimelig. En andel av denne superprofitten tilskrives den påviste bransjefordelen som følge av konsesjonssystemet. Dette systemet er ventet å vedvare, og følgelig er også bransjefordelen ventet å vare. I tillegg påviser den strategiske analysen at Marine Harvest har muligheter til å oppnå ressursfordeler knyttet til sin størrelse. For at dette skal innfris, kreves det imidlertid at selskapet unngår nye problemer knyttet til sykdom, samt at de bedre styrer sine lønnskostnader. Den budsjetterte superprofitten synes å være forenelig med den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 4-8, hvor det ble konkludert med at selskapet i fremtiden vil kunne oppnå en superprofitt på rundt 2,5 % totalt.

11. Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 ble de ulike verdsettelsesteknikkene presentert, og fundamental verdsettelse ble valgt som verdsettelsesteknikk i denne utredningen. Innenfor den fundamentale verdsettelsesteknikken, har man to underkategorier: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Pinto, et al. 2010). Ved egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen direkte. I selskapskapitalmetoden finnes egenkapitalverdien residualt, ved å verdsette hele selskapet og trekke ut gjeldsleddet (Soffer og Soffer 2003). Disse to metodene vil gi samme verdiestimat, dersom de nyttede kapitalkravene er vektet med utgangspunkt i virkelige verdier (Penman, Financial statement analysis and Security valuation, fourth edition 2010). Disse underkategoriene, har igjen flere undermodeller, som gir samme verdiestimat. I denne utredningen har jeg valgt å bruke to verdsettelsesmodeller fra hver av både egenkapital- og selskapskapitalmetoden, for å sikre konsistens i estimatene. Før den tekniske verdsettelsen gjennomføres vil det gjennomføres en kort teoretisk utgreiing om de ulike modellene. Ved et eventuelt avvik i verdiestimatet mellom egenkapital- og selskapskapitalmetoden, vil jeg oppdatere kapitalkrav-vektene til virkelige verdier – inntil verdiestimatene konvergerer mot hverandre. Etter det endelige verdiestimatet vil det bli gjennomført en sensitivitetsanalyse/simulering for å avdekke usikkerhetsmomentene i verdiestimatet, før en handelsstrategi velges. I fremstillingen av de ulike verdsettelsesmodellene vil årene 2016E-2018E skjules for å kunne gi en leselig fremstilling av verdiestimatet. En forstørret oversikt over alle verdsettelsesmodellene vil bli lagt ved som vedlegg 1.

11.1 Egenkapitalmetoden

Verdsettelse ved egenkapitalmetoden omtales som direkte verdsettelsesmetoder, hvor man identifiserer egenkapitalverdien med utgangspunkt i selskapets fremtidige utbytter, kontantstrømmer eller superprofitt. Disse ulike modellene vil gi samme verdsettelsestimat dersom de brukes konsistent (Wahlen, Baginski og Bradshaw 2008). Etersom det i kapittel 9 ble fastslått at selskapets netto betalte utbytte er lik fri kontantstrøm til egenkapitalen i fremtidsregnskapet, vil disse to modellene være identiske. Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen og superprofitt/residual earnings-modellen benyttes derfor ved verdsettelsen av Marine Harvest. Som nevnt legges det til grunn 4,5 % evig vekst i terminalverdien. For å finne verdien av terminalleddet legges Gordons vekstformel til grunn (Damodaran,

Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition 2002).

11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden

I følge Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen, er verdien til egenkapitalen gitt ved den neddiskonterte verdien av fremtidige kontantstrømmer til kapitalen. Ettersom man kjøper en rettighet til en andel av en bedrifts fremtidige kontantstrømmer når man kjøper en aksje, er kontantstrømmetodene å anse som de "teoretisk" korrekte verdsettelsesmetodene. Penman (2010) trekker imidlertid frem usikkerheten som skapes av lange budsjett horisonter som en av svakhetene ved modellen. Dette er imidlertid en svakhet ved alle modeller innen fundamental verdsettelse. Penman (2010) hevder at modellen er best egnet for selskaper med konstant, eller konstant vekst i sin frie kontantstrøm. Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen er gitt ved (Knivsflå, 2006):

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{((1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t))} + \frac{FKE_{T+1}}{((1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)) * (ekv_{T+1} - ekv_{T+1})}$$

Hvor:

VEK = Verdien til egenkapitalen

ekk = egenkapitalkrav

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapitalen

ekv = egenkapitalvekst i terminalåret

Som nevnt innledningsvis er det for alle praktiske formål umulig å budsjettere en evig kontantstrøm. Det andre leddet i uttrykket over representerer terminalverdien, som legges til nåverdien av de budsjetterte kontantstrømmene inntil tidspunkt T. I følge Marine Harvests årsrapport for 2011 er det utstedt 3 581 140 543 aksjer i selskapet.

Periode	T = 0	2013E	2014E	2015E	2019E	2020E	2021E - Terminal
Fri kontantstrøm til kapitalen		1 169 964	585 614	744 344	1 021 430	1 067 394	1 115 427
Kapitalkrav		8,09 %	8,34 %	8,58 %	9,28 %	9,28 %	9,28 %
Diskonteringsfaktor		1,081	1,171	1,271	1,800	1,967	
Nåverdi av KS	4 943 821	1 082 410	500 105	585 436	567 492	542 677	
Nåverdi av terminal	11 867 610					Antall aksjer	3 581 140 543
Verdi av EK	16 811 432					VPS	4,69
					Terminal growth		4,50 %

Tabell 53.1: Verdsettelse ved Fri-kontantstrøm til egenkapitalen

Første verdiestimat for verdien på egenkapitalen til Marine Harvest er på 16 811 432 000, som tilsvarer 4,694 kroner per aksje.

11.1.2 Superprofitt fra egenkapital-modellen

I følge superprofittmodellen, er egenkapitalverdien gitt ved bokført egenkapital på verdsettelsestidspunktet, pluss den diskonterte superprofitten fra egenkapitalen (Penman, Financial statment analysis and Security valuation, fourth edition 2010). Modellen hevder at verdien ikke drives av det "nødvendige" resultatet, men av den delen av resultatet som overstiger kravet. Superprofitten, eller Residual earnings, er gitt ved egenkapitalrentabilitet minus egenkapitalkrav multiplisert med inngående egenkapital. Som vist i kapittel 10.4 har Marine Harvest en budsjettert superprofitt på omtrent 2,6 % i steady state. I årene 2013E-2019E varierer superprofitten noe. Verdien til egenkapitalen er gitt ved følgende formel(Knivsflå, 2006):

$$VEK_0 = EK_0 \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1}) * EK_T}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekr_{T+1} - ekv_{T+1})}$$

Hvor:

EK_0 = bokført egenkapital på verdsettelsestidspunktet

EK_{t-1} = bokført egenkapital forrige periode

ekr = egenkapitalrentabilitet

ekk= egenkapitalkrav

Det første leddet over representerer nåverdien av superprofitten i budsjetteringsperioden, mens det andre leddet representerer nåverdien av terminalverdien. Med utgangspunkt i overnevnte formel blir verdien til egenkapitalen:

Periode	T=0	2013E	2014E	2015E	2019E	2020E	2021E - Terminal
FNRE		1 436 437	957 754	1 222 825	1 641 017	1 714 863	1 792 032
IB EK		10 918 945	11 185 417	11 557 557	13 768 599	14 388 186	15 035 655
Kapitalkrav		8,09 %	8,34 %	8,58 %	9,28 %	9,28 %	9,28 %
Residual income		553 222	25 420	231 356	363 493	379 850	396 944
Diskonteringsfaktor		1,081	1,171	1,271	1,800	1,967	
Nåverdi av RI	1 669 198	511 821	21 708	181 964	201 952	193 121	
Nåverdi av terminal	4 223 289						3 581 140 543
IB Egenkapital	10 918 945					Antall aksjer VPS	4,69
Verdi av EK	16 811 432				Terminal growth		4,50 %

Tabell 54: Verdsettelse ved superprofitt fra egenkapitalen

Som forventet blir verdiestimatet det samme, også ved superprofittmodellen. Begge de direkte verdsettelsesmodellene gir et verdiestimat på 4,694 kroner per aksje.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Som nevnt tidligere er selskapskapitalmetoden en indirekte verdsettelsesmetode, hvor man finner egenkapitalverdien residualt ved å trekke ut netto finansiell gjeld fra selskapskapitalen. På samme måte som under egenkapitalmetoden finnes det flere undermodeller som kan nyttes, og som vil gi identisk verdiestimatet. Også her vil kontantstrøm og superprofitt-modellene anvendes.

11.2.1 Fri kontantstrøm til netto driftskapital

Ved bruk av fri kontantstrøm til netto driftskapital nyttes følgende formel (Knvsflå, 2006):

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{((1 + wacc) \dots (1 + wacc_t))} + \frac{FKD_{T+1}}{((1 + wacc) \dots (1 + wacc_t)) * (wacc_{T+1} - g_{T+1})}$$

Hvor:

FKD_t = Fri kontantstrøm fra netto driftskapital

$wacc_t$ = Netto driftskrav

g = Vekst i terminalverdien

$VNDK$ = Verdien til netto driftskapital

Uttrykket over angir verdien til netto driftskapital. Videre trekkes virkelig verdi av netto finansiell gjeld ut fra den estimerte verdien av netto driftskapital, som fører til at egenkapitalverdien fremkommer (Pinto, et al. 2010). I denne utredningen forutsettes det at balanseført verdi av netto finansiell gjeld tilsvarer virkelig verdi. Om kapitalkravene er vektet ved utgangspunkt i virkelige verdier, vil denne modellen gi det samme verdiestimatet som egenkapitalmodellene.

Periode	T=0	2013E	2014E	2015E	2019E	2020E	2021E - Terminal
Fri kontantstrøm til kapitalen		976 856	421 318	549 048	987 163	1 031 585	1 078 007
Kapitalkrav		6,417 %	6,617 %	6,817 %	7,517 %	7,517 %	7,517 %
Diskonteringsfaktor		1,06417	1,13458	1,21192	1,60746	1,72829	
Nåverdi av KS	4 643 227	917 953	371 343	453 039	614 112	596 881	
Nåverdi av terminal	20 675 905						20 675 905
Verdi av NDK	25 319 132						
- NFG	4 986 489						
Verdi av EK	20 332 643						
						Antall aksjer	3 581 140 543
						VPS	5,68
						Terminal growth	4,50 %

Tabell 55: Verdsettelse ved fri kontantstrøm til netto driftskapital

Ved bruk av fri kontantstrøm til netto driftskapital, er verdien av egenkapitalen noe høyere enn verdiestimatet ved egenkapitalmetoden. I følge selskapsmetoden estimeres verdien per

aksje til å være 5,678 kroner per aksje. Ettersom kapitalkravene er beregnet med utgangspunkt i budsjetterte vekter var imidlertid dette avviket ventet.

11.2.2 Superprofitt fra netto driftskapital

Ved bruk av superprofitt fra netto driftskapital, finnes verdien av netto driftskapital ved følgende formel(Knivsflå, 2006):

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - wacc_t) * NDK_{t-1}}{(1 + wacc_1) * \dots * (1 + wacc_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - wacc_{T+1}) * NDK_T}{(1 + wacc_1) * \dots * (1 + wacc_T) * (wacc_{T+1} - g_{T+1})}$$

Hvor:

$VNDK_0$ = Verdien til netto driftskapital på tidspunkt 0

$(ndr_t - wacc_t) * NDK_{t-1}$ = Superprofitt fra netto driftskapital

wacc = Netto driftskrav

g_{T+1} = Vekst i terminalverdien

Ved å diskontere superprofitten og terminalverdien finner man verdien til netto driftskapital. Egenkapitalverdien finnes så residualt, ved å trekke virkelig verdi av netto finansiell gjeld fra den estimerte verdien av netto driftskapital (Pinto, et al. 2010).

Periode	T=0	2013E	2014E	2015E	2019E	2020E	2021E - Terminal
NDR		1 581 262	1 123 029	1 409 626	1 917 474	2 003 760	2 093 929
IB Kapital		15 905 434	16 509 840	17 211 551	20 673 572	21 603 883	22 576 058
Kapitalkrav		6,42 %	6,62 %	6,82 %	7,52 %	7,52 %	7,52 %
Residual income		560 650	30 614	236 357	363 493	379 850	396 944
Diskonteringsfaktor		1,0642	1,1346	1,2119	1,6075	1,7283	
Nåverdi av RI	1 800 419	526 844	26 982	195 027	226 128	219 783	
Nåverdi av terminal	7 613 279						7 613 279
Diskontert verdi av R	9 413 698						
IB Kapital	15 905 434						
Verdi av NDK	25 319 132						
- NFG	4 986 489					Antall aksjer	3 581 140 543
= Verdi av EK	20 332 643					VPS	5,68
						Terminal growth	4,50 %

Tabell 56: Verdsettelse ved Superprofitt fra netto driftskapital

Som ventet gir også denne modellen et verdiestimat på 5,678 kroner per aksje. Det identifiseres dermed et avvik i første verdiestimat mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden på 13,1 %. Gjennomsnittlig egenkapitalverdi for de to metodene er 18 572 037 000, eller 5,186 kroner per aksje.

11.3 Konvergering av verdiestimat

Ettersom vi nå har identifisert at de to modellene gir ulikt verdiestimat, kan vi fastslå at vektingen i kapitalkravet ikke er gjort med utgangspunkt i virkelige verdier. For å konvergere

de to estimatene mot hverandre, er det derfor hensiktsmessig å oppdatere kapitalvektene med utgangspunkt i det første verdiestimatet (Knivsflå, Forelesningsnotater BUS 425 2006). Dette gjøres ved en sekvensiell oppdateringsprosess, som følger følgende steg:

1. Sett verdien av egenkapitalen på tidspunkt 0 lik gjennomsnittlig EK-verdi av de to verdiestimatene. I dette tilfellet til 18 572 037 000 kroner.
2. Sett verdien til netto driftskapital i år 0 lik balanseført verdi, pluss merverdien i egenkapitalen.
3. Netto driftsresultat på tidspunkt 1 finnes ved å multiplisere den oppdaterte netto driftskapitalen på tidspunkt 0 med det beregnede netto driftskravet for tidspunkt 1.
4. Netto driftseiendeler på tidspunkt 1 finnes ved å legge endringen i netto driftseiendeler til den inngående verdien.
5. Verdien av egenkapitalen på tidspunkt 1 er gitt ved balanseført egenkapital, pluss merverdien i netto driftseiendeler.
6. Tilsvarende gjøres for alle de budsjetterte periodene.

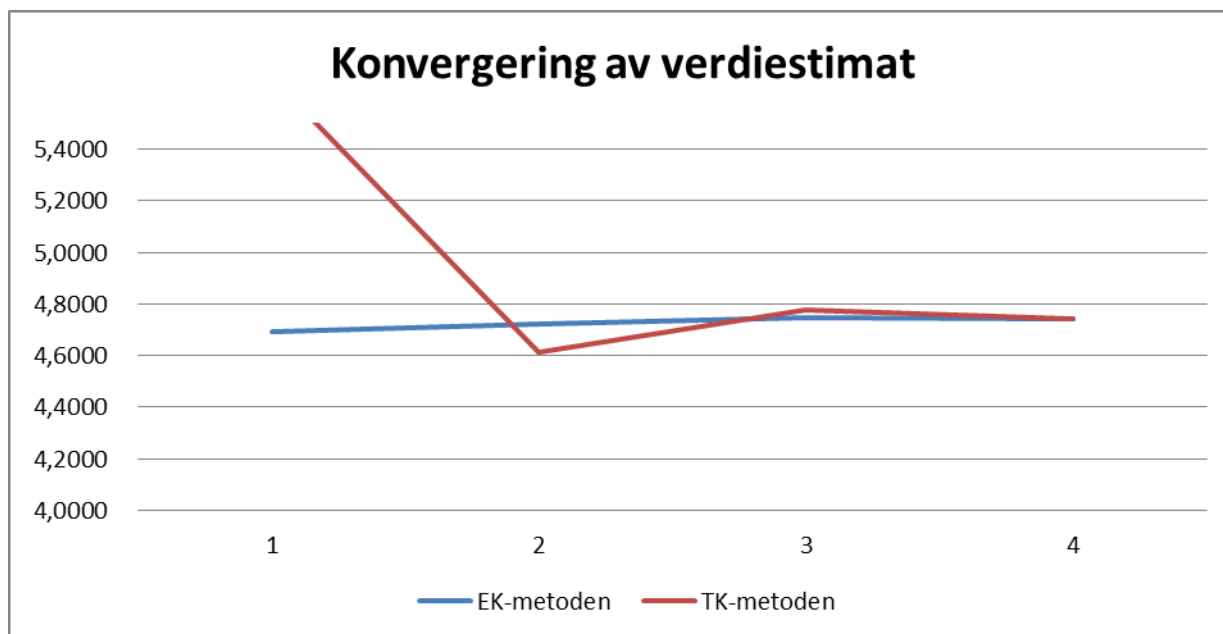
Etter oppdateringen vil det fremkomme nye kapitalvekter, som igjen benyttes til å beregne oppdaterte betaverdier og kapitalkrav. De nye kapitalkravene nyttes til å gjøre en ny verdsettelse, før en ny runde med kapitalkrav-oppdatering igangsettes. Dersom denne prosedyren gjennomføres mange nok ganger vil verdiestimatene til slutt bli identiske.

Følgende verdikonvergering forekom for Marine Harvest:

Verdsettelse nummer	1	2	3	4
Verdi per aksje - egenkapitalmetoden	4,6944	4,7235	4,7480	4,7440
Verdi per aksje - selskapskapitalmetoden	5,6777	4,6121	4,7779	4,7446
Avvik	-13,1 %	2,4 %	-0,6 %	0,0 %

Tabell 57: Konvergering av verdiestimat

Allerede etter fire sekvensielle oppdateringer konvergente de to verdiestimatene mot hverandre. Potensielt kunne denne oppdateringen gjøres i det uendelige, for å sikre et helt identisk verdiestimat. Det anses imidlertid ikke å være hensiktsmessig, og likheten i verdiestimatene over synes å være tilstrekkelig. Det foreløpige endelige verdiestimatet, før sensitivitetsanalysen fastsettes til 4,744 kroner per aksje.



Figur 26: Konvergering av verdiestimat

11.4 Usikkerhet i verdiestimatet

Aksjer i Marine Harvest omsettes på Oslo Børs per 03.12.2012 for 4.97 kroner per aksjer. Denne utredningen har som hensikt å verdsette selskapet per 31.12.2012. Dagens aksjekurs er 4,8 % høyere enn mitt estimat på 4,744 kroner per aksje. Både dersom verdiestimatet hadde vært høyere og lavere enn dages aksjekurs, ville det vært hensiktsmessig å stille spørsmål omkring hvorfor verdiestimatet avviker fra dages aksjekurs. Ved fundamental verdivurdering tar verdivurderingen utgangspunkt i budsjetterte størrelser, noe som medfører betydelig usikkerhet i verdiestimatet. Ofte er det hensiktsmessig å stille spørsmål rundt rollen til vedkommende som har produsert verdiestimatet – og om vedkommende har incentiver til å over/undervurdere selskapsverdien. Eksempelvis identifiseres det i en studie av amerikanske selskaper at investeringsbanker som har assistert et selskap ved børsnotering er betydelig mer positive til selskapet enn uavhengige analytikere (Lin og McNichols 1998). På samme måte finner empiri beviser for at individers sannsynlighet for overoptimisme øker betraktelig dersom et individ er forpliktet til en hendelse (Weinstein 1980). Nå synes ikke dette verdiestimatet å være preget av overoptimisme, og jeg har heller ingen incentiver til å være hverken overoptimistisk eller pessimistisk. Det kan imidlertid likevel tenkes at jeg utilsiktet og kognitivt har vært pessimistisk på selskapets vegne for å unngå å gå i “optimisme-fellen”. Med utgangspunkt i tilgjengelig informasjon synes 4,744 kroner per aksje å være det beste estimatet. Estimatet tar imidlertid utgangspunkt i budsjetterte fremtidsstørrelser, og vil derfor nødvendigvis være gjenstand for usikkerhet.

For å synliggjøre denne usikkerheten vil jeg derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å avdekke hvordan størrelse og utvikling i de mest sentrale verdidriverne påvirker verdiestimatet. Først vil jeg sammenligne mitt verdiestimat mot andre analytikere, så manuelt endre kritiske faktorer for å se hvordan de endrer den forventede verdien, for så å gjennomføre en simulering hvor variablene endres samtidig.

11.4.1 Sammenligning av verdiestimatet mot andre analytikers estimater

Som nevnt i kapittel 9.4 har jeg hentet inn verdsettelsesrapporter fra andre analytikere, med det formål å nytte det som sammenligningsgrunnlag. Ettersom det bare inngår to selskaper i sammenligningsgrunnlaget anses dette for snevert til å omtales som konsensusestimater – og sammenligningen gjøres derfor mot begge separat, fremfor mot et gjennomsnitt.

Prisestimat	
Fondsfinans	6,2
Nordea	5,0
Mitt analyseestimat	4,7

Tabell 58: Prisestimat relativt til konsensusestimater

Av de tre estimatene som inngår i utvalget er mitt det laveste. Dette betyr at de to øvrige analytikerne er mer positive med tanke på selskapets fremtid enn meg. Fellesnevner er imidlertid at alle anerkjenner at det finnes betydelige mer-verdier i selskapet, utover bokført egenkapital. Bokført egenkapital per aksje er 3,04 per siste kjente balanse. Den videre analysen av usikkerhet vil kunne påvise om jeg har vært for moderat i min budsjettering.

Pris/Bok	Kurs på VT	Targetkurs	Pris/earnings	Kurs på VT	Targetkurs
Fondsfinans	1,30	1,77	Fondsfinans	7,4	10,4
Nordea	1,60	1,76	Nordea	9,5	10,2
Mitt analyseestimat	1,63	1,56	Mitt analyseestimat	12,4	11,8

Tabell 59: P/B og P/E relativt til konsensusestimater

I analysen av P/B og P/E presenteres data både for størrelsene relativt til kursen på verdsettelsestidspunktet og i forhold til estimert fundamentalverdi. I analysene til Nordea og Fondsfinans presenterte de sine estimater med utgangspunkt i kursen på verdsettelsestidspunktet. Størrelsene for targetkurs har jeg selv beregnet med utgangspunkt i targetkurs og bokverdi på verdsettelsestidspunktet. Pris/Bok-forholdet mitt er lavere enn de to andre, med utgangspunkt i targetkurs. Dette har sin forklaring i at mitt kursestimat er lavere enn de to øvrige. Uten å gjennomføre noen dypere analyse anser jeg 1,56 som et

fornuftig P/B-forhold for Marine Harvest. Mitt analyseestimat for P/E i forhold til targetkurs er høyere enn de øvrige estimatene. Som vi husker fra kapittel 9.4 var mine budsjetterte earnings noe lavere enn de øvrige, og dette er den primære årsaken til at mitt estimat er høyere. Synes imidlertid 11,8 virker å være et fornuftig P/E-forhold for Marine Harvest.

11.4.2 Manuell endring av sentrale verdidrivere

Innsikten som gis ved manuell endring av sentrale verdidrivere er gjenstand for kritikk, ettersom analysen er partiell (Soffer og Soffer 2003). Det kan tenkes at de ulike variablene er korrelerte, og følgelig gir en analyse hvor variablene endres én av gangen begrenset innsikt. Analysen identifiserer imidlertid hvilke faktorer som er kritiske for selskapets verdi i modellen, og gir derfor noe innsikt. I den videre analysen manuelt endres derfor størrelsen på noen av de sentrale budsjettdriverne og komponentene i avkastningskravet, for å se i hvilken retning og størrelse endringen påvirker egenkapitalverdien. Størrelsene som blir analysert er: Vekst i div i 2015, vekst i div i terminal, utviklingen i onde fra og med 2018, utviklingen i ndm fra og med 2019, størrelsen på risikofri rente og markedets risikopremie. Grovanalyser har vist at det primært er størrelsene som inngår i terminalverdien som har størst påvirkningskraft på verdiestimatet, og velges derfor som det primære fokuset i sensitivitetsanalysen.

Driftsinntektsvekst 2015E

I teksten over ble det slått fast at ettersom produksjonsprosessen i oppdrettsbransjen er lang, anses estimatet på driftsinntektsveksten de kommende to årene som relativt sikkert. Anser det da som relevant å analysere driftsinntektsveksten fra og med 2015. Ettersom budsjetteringen i modellen tar utgangspunkt i driftsinntektene året før, vil utviklingen i 2015 påvirke størrelsen på driftsinntektene i alle påfølgende år.

Vekst i div 2015E	budsjetthypotese = 0,46						
Vekst	-2,0 %	0,0 %	2,0 %	4,6 %	6,0 %	8,0 %	10,0 %
Verdi per aksje	4,654	4,675	4,705	4,744	4,765	4,795	4,8261

Tabell 60: Vekst i div 2015E

Innen rimelighetens grenser anser jeg at driftsinntektsveksten i perioden vil ligge mellom – 2 % og 10 %, relativt til driftsinntektene i 2014. Som vist i tabell 11.8 over, er kursestimatet relativt lite sensitivt for endringer i denne størrelsen. En dobling i den budsjetterte veksten, fra 4,6 % til 10 % endrer kursestimatet med bare 1,7 %.

Driftsinntektsvekst i terminalverdi

I alle verdsettelsesmodellene nyttet for å fastsette den forventede verdien av Marine Harvest, utgjorde terminalverdien en betydelig andel av verdiestimatet. Følgelig er det ventet at verdiestimatet vil være sensitivt for endringer i driftsinntektsveksten dette året. I det budsjetterte fremtidsregnskapet er en evig vekst på 4,5 % lagt til grunn. I sensitivitetsanalysen analyseres fremtidsveksten i intervallet 2,5 % til 6 %. Det anses som usannsynlig at selskapet skal ha en evig vekst lavere enn Norges Banks inflasjonsmål, og samtidig usannsynlig at selskapet skal ha en vekst på over 6 % til evig tid.

Vekst i div Terminal	budsjetthypotese = 0,45						
Vekst	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
Verdi per aksje	4,24	4,33	4,44	4,74	4,98	5,30	5,80

Tabell 61: Vekst i div_terminal

Legger merke til at selv moderate endringer i denne størrelsen påvirker aksjekursen i betydelig større grad enn i analysen av driftsinntektsveksten i 2015.

Utviklingen i omløpshastigheten fra 2018E

I budsjettet forutsettes det at selskapet gradvis forbedrer sin omløpshastighet inntil “normal-hastigheten” inntreffer i 2018. Videre holdes omløpshastigheten på normalnivået 1,06 for evig tid. Det historiske gjennomsnittet på 0,875 anses som det laveste fremtidige nivået, og 1,15 anses som det høyeste fremtidige nivået.

Utvikling i onde fom 2018E	Budsjetthypotese = 1,06						
onde	0,875	0,95	1,00	1,06	1,10	1,12	1,15
Verdi per aksje	2,8532	3,7088	4,208	4,744	5,079	5,2239	5,4448

Tabell 62: Utvikling i onde fom 2018E

Dersom selskapets historiske gjennomsnittlige onde opprettholdes også i den evige vekstperioden, vil aksjeestimatet reduseres med 39,9 %. I motsatt fall vil en økning til 1,15 øke verdiestimatet med 14,8 %. Påviser dermed betydelig sensitivitet også i denne driveren.

Utviklingen i netto driftsmargin 2019E

I budsjettet legges en netto driftsmargin på 8,75 % til grunn, 0,75 % høyere enn det historiske gjennomsnittet. I en fremtidig steady state-situasjon anses en netto driftsmargin utenfor intervallet 7 % - 10 % som usannsynlig, og analyseres derfor ikke.

Utvikling i ndm fom 2019E	Budsjetthypotese = 8,75%						
Netto driftsmargin	7,00 %	7,50 %	8,00 %	8,75 %	9,00 %	9,50 %	10,00 %
Verdi per aksje	2,7276	3,303	3,88	4,744	5,032	5,609	6,1854

Tabell 63: Utvikling i ndm fom 2019E

Ikke uventet er modellen betydelig sensitiv også for denne budsjettdriveren. En netto driftsmargin på 1,75 % under budsjettet på 8,75 %, medfører en reduksjon i den estimerte verdien på 42,5 %. I motsatt fall medfører en økning på 1,25 % i marginen en økning i kursestimatet på 30,4 %.

Risikofri rente

I budsjettet øker den risikofrie renten lineært gjennom budsjettperioden, inntil den når normalnivået på 2,6 %. For å analysere påvirkningen denne størrelsen har på verdiestimatet, byttes den lineære økningen ut med en fast rentesats i alle perioder. De analyserte rentesatsene er i intervallet 1 % til 3,5 %.

Risikofri rente							
Rentesats	1,00 %	1,20 %	1,41 %	2,00 %	2,60 %	3,00 %	3,50 %
Verdi per aksje	7,683	7,3186	6,7669	5,53	4,6	4,106	3,59

Tabell 64: Risikofri rente

Dersom 10-årige statsobligasjoner på 1,41 % etter skatt hadde vært lagt til grunn, ser man at verdiestimatet ville vært 6,76 kroner per aksje. Dette er 42,6 % høyere enn nåværende verdiestimat på 4,744. Som tabell 11.12 viser går verdien ned med 24,3 % dersom en rente på 3,5 % legges til grunn.

Markedets risikopremie

Ettersom det som nevnt er bred uenighet om hvilken risikopremie som skal legges til grunn i empirien, er dette en størrelse av interesse. I denne utredningen fastsettes den fremoverskuende risikopremien som nevnt i kapittel 10.1.2 til 5,2 %.

Markedets risikopremie							
Rentesats	4,60 %	4,80 %	5,00 %	5,20 %	5,40 %	5,80 %	6,00 %
Aksjeverdi	5,661	5,318	5,11	4,744	4,5	4,08	3,901

Tabell 65: Markedets risikopremie

Som tabell 11.13 viser medfører Knivsflå (2012) sitt foreslåtte estimat på markedets risikopremie på 5,8 % en verdireduksjon på 14 %. I motsatt fall medfører en markedets

risikopremie på 4, 6 % en verdiøkning på 19,3 %. Thore Johnsens estimat på 5 % fra kapittel 7.1.2 gir et verdiestimat på 5,11 kroner per aksje.

11.4.3 Oppsummering av partiell sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen over identifiserer at verdiestimatet på 4,744 er svært sensitivt for endringer i kritiske budsjettstørrelser. Brukere av denne utredningen som informasjonsgrunnlag for investeringsbeslutninger anbefales derfor å vurdere rimeligheten i budsjettdriverne før en beslutning treffes. Som vist over vil selv små endringer i kritiske budsjettstørrelser føre til store endringer i den estimerte aksjeprisen. Særlig er elementer som inngår i beregningen av terminalverdien av kritisk art.

11.4.4 Simulering

I tillegg til å manuelt endre kritiske variabler, velger jeg å også gjennomføre en simulering, som innebærer simultan manipulasjon av noen av de kritiske budsjettdriverne. Som simuleringstøytøy benyttes Excel-tillegget Oracle Crystal Ball¹⁵ og simuleringmetoden som velges er Monte Carlo-simulering. Monte Carlo-simuleringen trekker mer tilfeldig enn Latin Hypercube, og for å best avdekke usikkerheten velges den mest tilfeldige metoden.

Endringsvariabler

Ettersom de budsjetterte variablene slik de fremkommer i det presenterte fremtidsregnskapet anses som mitt beste estimat på faktiske størrelser, velges enten en normalfordelt tilnærming med forventningsverdi og standardavvik eller en uniformert fordeling med øvre og nedre grenseverdi. Budsjettdriverne, fordelingstype, nedre og øvre grenseverdi og standardavvik presenteres under. De budsjetterte størrelsene fra fremtidsregnskapet settes som forventet verdi. Øvre og nedre grenseverdier baseres på en rimelighetsvurdering med utgangspunkt i både den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Eksempelvis anses det som usannsynlig at driftsinntektsveksten i terminalverdien skal være lavere enn 2,5 % og samtidig anses det som usannsynlig at den skal være høyere enn 6 %. Disse to størrelsene velges derfor som grenseverdier for variabelen.

Driftsinntektsvekst i 2015 (U): Min 0 %, Max 7 %

Driftsinntektsvekst 2019 – 2021 (U): Min 2,5 %, Max 6 %

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (U): Min 0,875, Max 1,2

¹⁵ Programvareinformasjon finnes på: <http://www.crystalballservices.com/Software/OracleCrystalBall.aspx>

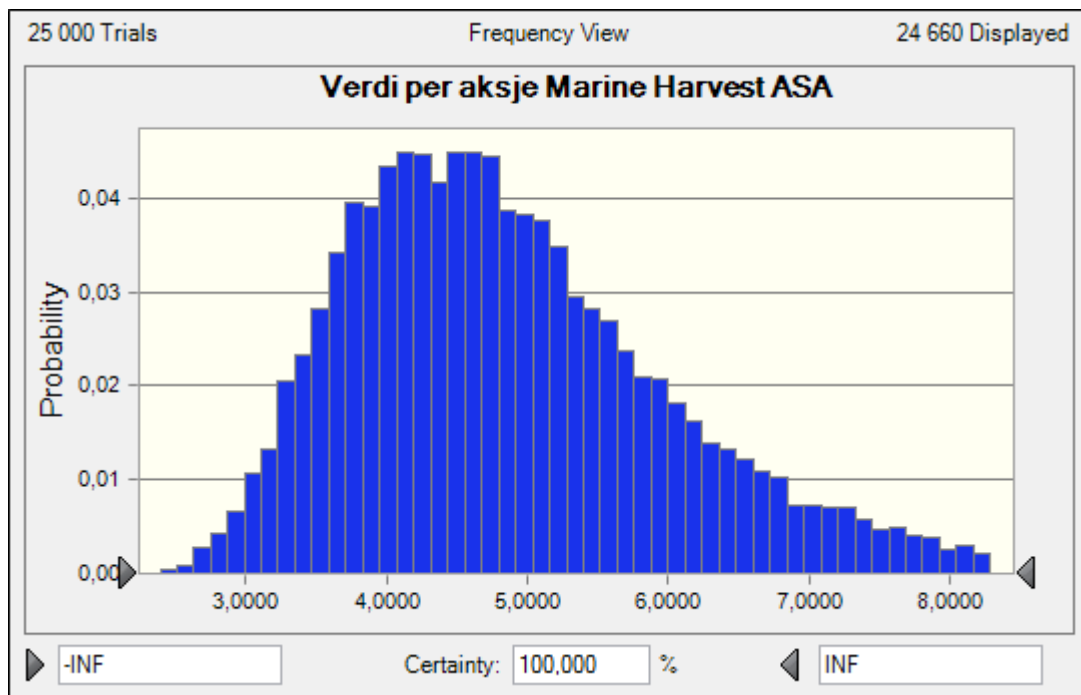
Netto driftsmargin 2013 (N), uten grense, Std 0,01

Netto driftsmargin 2019 – 2021 (N): Min 7,5 %, Max 11 %, Std 0,01

Markedets risikopremie (U): Min 4,8 %, Max 5,8 %

Simuleringsresultat

Simuleringen gir en gjennomsnittlig verdi på 4,906 og en medianverdi på 4,707. Fordelingen av verdiestimatet vises under:

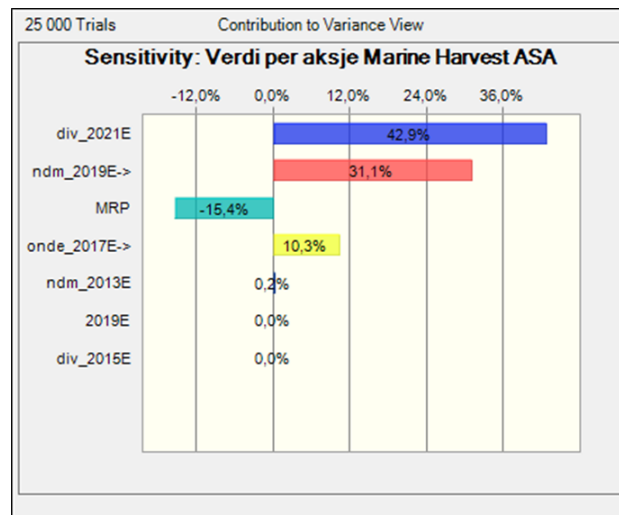


Figur 27.2: Spredning i verdiestimat

Simuleringsestimatet kan ligne på en normalfordeling, og har en markant topp i intervallet rundt 4 – 5 kroner per aksje. En normalfordelt kurve har skewness på null, mens denne har en skewness på 0,932. Dette innebærer at kurvens høyrehale er lenger enn venstrehalen, som igjen tyder på at det er større sannsynlighet for at verdien ligger under gjennomsnittsverdien på 4,906 per aksje. Simuleringen har et standardavvik på 1,208. Dette tilsvarer et årlig standard avvik på 8,5 % og kan tyde på at det er lagt inn for lite usikkerhet i simuleringmodellen.

Budsjett drivernes medvirkning til varians

Som ventet er det størrelsene som har påvirkning av terminalverdien som i størst grad påvirker variansen i simuleringen. Som vist under er det størrelsene med påvirkningskraft på terminalverdien som forklarer brorparten av variansen i simuleringen.

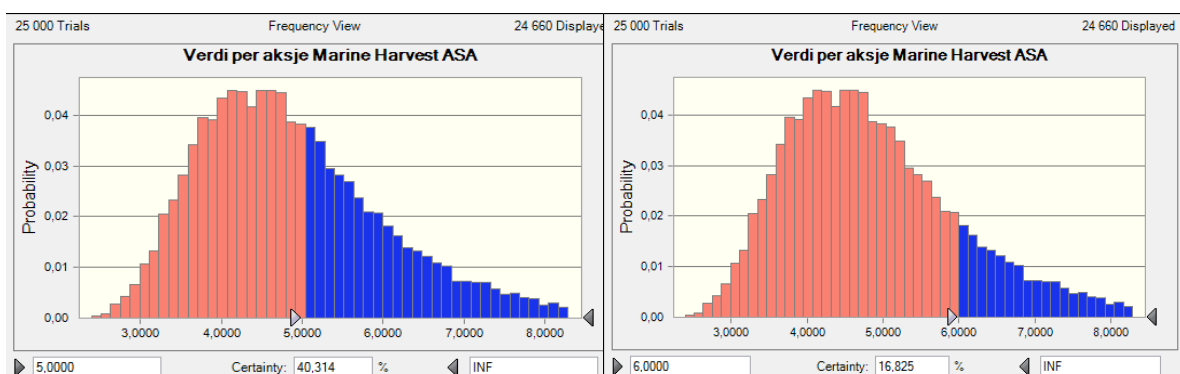


Figur 28.3 Drivernes bidrag til varians

Verdiestimatet er mest sensitivt for endringer i driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpshastigheten i terminalverdien, i tillegg til markedets risikopremie.

Oppside-potensiale

Oppside-potensiale viser sannsynligheten for at verdiestimatet ligger over en bestemt verdi. For å identifisere potensialet i denne utredningen benyttes 5 og 6 kroner per aksje som referanse.

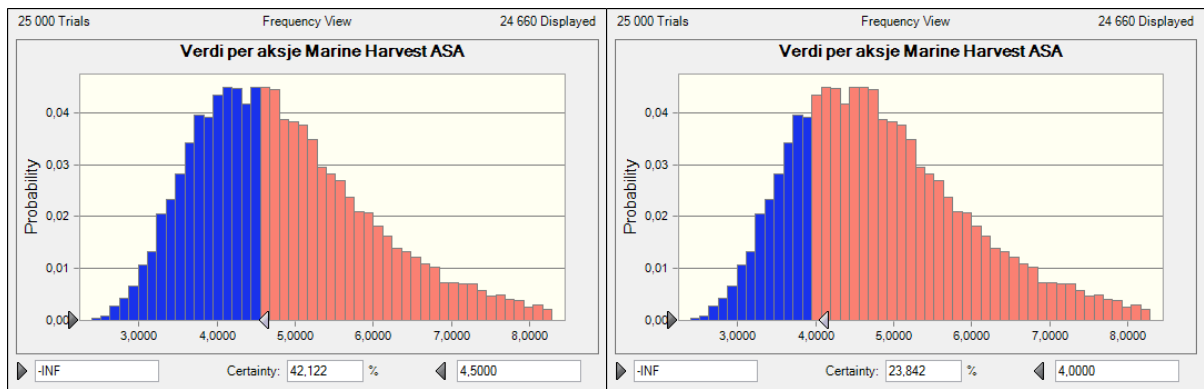


Figur 29: Oppside-potensiale

I følge simuleringresultatet er det 40,3 % sannsynlighet for at verdiestimatet er høyere enn 5 kroner per aksjer, og 16,825 % sannsynlighet for at det er høyere enn 6 kroner. I følge simuleringen viser dette at det finnes en potensiell oppside for aksjen.

Nedside-“potensiale”

Nedside-potensiale viser det motsatte av oppside-potensiale, sannsynligheten for at verdiestimatet ligger under en bestemt verdi. For å belyse nedside-potensialet fastsettes 4 og 4,5 kroner per aksje som referanseverdier.



Figur 30: Nedside-potensiale

I følge simuleringen er det 42 % sannsynlighet for at verdien ligger lavere enn 4,5 kroner, og 23,8 % sannsynlighet for at verdien ligger lavere enn 4 kroner. Simuleringen viser dermed at det også foreligger et nedside-potensiale i aksjen.

11.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse og simulering

Både den partielle sensitivitetsanalysen og simuleringen viser at verdiestimatet er svært sensitivt for endringer i kritiske budsjettfaktorer. Dette er også ett av de store ankerpunktene ved å gjennomføre fundamental verdsettelse. Ettersom verdivurderingen tar utgangspunkt i budsjetterte størrelser, er de gjenstand for subjektive forventninger om fremtidsverdier (Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A survey of the Theory and Evidence 2006) (Ruback 2011). Dette er årsaken til at kursestimater fra ulike meglerhus avviker fra hverandre, som vist i kapittel 11.4.1. Lesere av denne utredningen anbefales derfor å vurdere rimeligheten i budsjettdriverne og kapitalkravene før kursestimatet aksepteres eller forkastes. Til tross for at det påvises usikkerhet i estimatet, beholdes 4,74 som endelig verdiestimat. Innsikten fra kapittel 11 gav ingen indikasjon på at sentrale budsjett drivere burde endres, men snarere synliggjør usikkerheten i estimatet for leseren.

12 Oppsummering og handelsstrategi

Formålet med denne utredningen er å verdsette egenkapitalen til Marine Harvest ved hjelp av fundamental analyse, og sammenligne dette med selskapets markedsverdi. Avslutningsvis i utredningen vil jeg kort oppsummere hovedfunnene fra analysen, samt presentere en anbefalt handelsstrategi som konklusjon.

12.1 Oppsummering

Av den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.1 går det frem at konsesjonssystemet skaper en skjevhet i markedet, som gjør at bransjedeltakerne både historisk og i fremtiden er ventet å ha en strategisk bransjefordel. Den interne analysen i 4.3 viser at selskapet historisk har hatt muligheten til å ha en intern ressursbasert fordel relativt til sine konkurrenter, grunnet sin størrelse. Betydelig sykdomseksposering i Chile, samt at selskapet har hatt en ineffektiv organisering, har ført til at selskapet historisk ikke har evnet å utnytte disse fordelene. Med forutsetning om at selskapet unngår fremtidig sykdom, samt lykkes med sine effektivitetsforbedrende tiltak er det imidlertid ventet at selskapet i fremtiden vil evne å utnytte de underliggende fordelene. Med dette som utgangspunkt er det ventet at selskapet vil kunne oppnå en superprofitt på rundt 2,6 % på lang sikt.

Med disse forutsetningene til grunn ble selskapet verdsatt både ved egenkapital- og selskapskapitalmetoden i kapittel 10. Metodene gav et første verdiestimat på henholdsvis 4,6944 og 5,6777 per aksje. Ved å oppdatere vektene i kapitalkravet konvergente estimatene mot hverandre og gav et felles estimat på 4,744 – som også anses som endelig estimat på verdien av egenkapitalen til Marine Harvest. Identifiserer dermed at det finnes betydelige merverdier i selskapet, utover selskapets bokførte egenkapital på 3,048 per aksje. Denne merverdien tilskrives i stor grad til superprofitten selskapet er ventet å generere som følge av stordriftsfordeler og konsesjonssystemet. Sensitivitetsanalysen i kapittel 11 avdekket imidlertid at verdsettelsesestimatet i stor grad avhenger av de budsjetterte størrelsene fra kapittel 9 – og dermed er tilknyttet stor usikkerhet.

12.2 Handelsstrategi

Ettersom denne analysen har tatt utgangspunkt i offentlig informasjon – vil handelsstrategien ta utgangspunkt i det som Penman (2010) omtaler som en ekstern investeringsstrategi. Dette innebærer å vurdere nåværende markedspris mot verdiestimatet, og agere om det er avvik i mellom de to.

Kursen per 03.12.2012 er som nevnt 4,97 per aksje, mot mitt verdiestimat på 4,744.

Markedet verdsetter dermed aksjer i Marine Harvest til å være verdt rundt 5 % mer verdt enn mitt fundamentale verdiestimat. Dette betyr at også markedet anerkjenner at det er betydelige merverdier i selskapet. Selskapet synes å være priset rimelig likt sin fundamentale verdi per 03.12.2012, til tross for at mitt verdiestimatestimat indikerer en moderat overprising på 5 %.

Estimatet er imidlertid heftet med betydelig usikkerhet, som vist i sensitivitetsanalysen i kapittel 11. Med dette som utgangspunkt synes det fornuftig å benytte et handlingsrom på $\pm 10\%$. Med dette menes at aksjen bør holdes i intervallet 4,26 – 5,22. Om markedsprisen på aksjen er lavere enn 4,26 bør aksjen kjøpes, og ved en pris høyere enn 5,22 bør aksjen selges. Etersom kurs per 03.12.2012 er 4,97 gis det en **hold-anbefaling** for Marine Harvest Group ASA per dags dato.

13 Litteraturliste

13.1 Bøker

- Barney, J.B. *Gaining and sustaining competitive advantage, 4. utgave*. New Jersey: Pearson Education, 2011.
- Besanko, David, Dranove m.fl. *Economics of Strategy*. Wiley, 2010.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. *Investments 8th edition*. New York: McGraw Hill , 2009.
- Bøhren, Øyvind, and Dag Michalsen. *Finansiell økonomi 3. utgave*. Bergen: Skarvet Forlag, 2006.
- Copeland, Tom, and Vladimir Antikarov. *Real options: A practioners guide*. New York: Texere, 2003.
- Damodaran, Aswath. *Applied Corporate finance*. New York: Wiley, 2010.
- . *Investment valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any asset. 2nd edition*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.
- Elliott, Barry, and Jamie Elliott. *Financial Accounting and Reporting*. New York: Pearson education, 2007.
- Gjesdal, Frøystein, and Thore Johnsen. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 1999.
- Johnson, G, K Scholes, and R Whittington. *Fundamentals of strategy*. Essex: Prentice Hall, 2009.
- Kotler, Philip. *Markedsføringsledelse 11.utgave*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag, 2005.
- Penman, Stephen. *Financial statment analysis and Security valuation, fourth edition*. New York: McGraw-Hill, 2010.
- Pinto, J, E Henry, T Robinson, and J Stowe. *Equity Asset Valuation 2nd edition*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc., 2010.
- Soffer, Leonard, and Robin Soffer. *Financial Statement analysis: A valuation approach*. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2003.
- Sørgård, Lars. *Konkurransestrategi 2.utgave*. Bergen: Fagbokforlaget, 2003.
- Tellefsen, Jan Terje, and John Christian Langli. *Årsregnskapet 8. utgave*. Oslo: Gyldendal akademiske forlag, 2005.

Wahlen, James, Stephen Baginski, and Mark Bradshaw. *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective 7th edition*. Mason: Cengage Learning, 2008.

13.2 Artikler

Boye, Knut, and Gunnar Dahl. "Verdsettelsesmodeller." In *Verdsettelse i teori og praksis*, by Gunnar Dahl, Terje Hansen, Roar Hoff and Arne Kinserdal, 3-38. Oslo: Cappelen akademiske forlag, 1997.

Damodaran, Aswath. "Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs." 2012.
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (accessed 11 02, 2012).

—. *Equity Risk Premiums(ERP): Determinants, Estimation and Implications*. Notat om risikopremie. Finnes på:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2012.pdf>, New York: Stern School of Business, 2012.

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

Dyrnes, Sverre. "Verdsettelse med bruk av multiplikatorer." *Praktisk økonomi & finans*, 2004: 43-53.

Gjesdal, Frøystein. "Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse." *Praktisk økonomi og finans, volum 2*, 2007: 3-17.

Johnsen, Thore. "Avkastningskrav." In *Verdsettelse i teori og praksis*, by Gunnar Dahl, Terje Hansen, Roar Hoff and Arne Kinserdal, 39-74. Oslo: Cappelen akademiske forlag, 1997.

Lin, H.-w, and M McNichols. "Underwriting relationships, analysts' earnings forecast and investment recommendations." *Journal of Accounting and Economics*, 1998: 101-127.

Meese, R. A, and K Roghoff. "Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit our sample?" *Journal of International Economics*, 1983: 3-24.

Penman, Stephen. "An Evaluation of Accounting Rate-of Return." *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1991.

Ruback, Richard S. "Downsides and DCF: Valuing Biased Cash Flow Forecasts." *Journal of Applied Corporate Finance*, 2011: 8-18.

Weinstein, N. "Unrealistic optimism about future life events." *Journal of Personality and Social Psychology*, 1980: 806-820.

13.3 Rapporter og forelesningsnotater

Eksportutvalget for fisk. *Fakta om fisk*. Eksportutvalget for fisk, 2011.

Fiskeridirektoratet. *Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring: År 2011*. Bergen: Fiskeridirektoratet, 2012.

Fondsfinans. *Company update after 2Q12 – Marine Harvest (2012)*

Knivsflå, Kjell Henry. "Forelesningsnotater BUS 424." Bergen, 2012.

Knivsflå, Kjell Henry. "Forelesningsnotater BUS 425." Bergen, 2006.

Kontali Analyse. *The Salmon Farming Industry in Norway 2011: Analysis of the annual reports for 2010*. Kristiansund: Kontali Analyse, 2011.

Marine Harvest. *The Salmon Farming Industry Handbook 2012*. Bergen: Marine Harvest, 2012

Marine Harvest. *Årsrapport 2011*. Bergen: Marine Harvest, 2011.

Nordea Markets. *Company Update: Marine Harvest 29. Oktober (2012)*

PWC . *Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012*. Spørreundersøkelse, Oslo: PWC Deals, 2012.

Års- og kvartalsrapporter for Cermaq 2007-Q2 2012

Års- og kvartalsrapporter for Lerøy 2007-Q2 2012

Års- og kvartalsrapporter for Marine Harvest 2007-Q2 2012

Års- og kvartalsrapporter for SalMar 2007-Q2 2012

13.4 Internett-ressurser

De fleste internett-ressurser oppgis som fotnote i teksten. Internett-ressurser av mer generell art oppsummeres nedenfor.

www.cermaq.com

www.dn.no

www.intrafish.no

www.fishpool.eu

www.fiskeridir.no

www.leroy.no

www.marineharvest.com

14. Vedlegg

Vedlegg 1: Fullstendige verdsettelsesmodeller

Her presenteres de fullstendige verdsettelsesmodellene før konvergering.

Selskapskapital-modeller		Indirekte verdsettelse									
		T=0	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E - Terminal
Fri kontantstrøm til kapitalen	4 643 227	976 856	421 318	549 048	621 681	834 003	913 198	987 163	1 031 585	1 078 007	
Kapitalkrav		6 417 %	6,617 %	6,817 %	7,017 %	7,217 %	7,517 %	7,517 %	7,517 %	7,517 %	7,517 %
Diskonteringsfaktor		1,06417	1,13458	1,21192	1,29696	1,39056	1,49508	1,60746	1,72829	1,86112	
Nåverdi av KS	4 643 227	917 953	371 343	453 039	479 337	599 761	610 801	614 112	596 881	596 881	
Nåverdi av terminal	20 675 905										20 675 905
Verdi av NDK	25 319 132										3 581 140 543
- NFG	4 986 489										5,6777
Verdi av EK	20 332 643										4,50 %
Periode	T=0	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E - Terminal	
NDR		1 581 262	1 123 029	1 409 626	1 525 288	1 641 591	1 803 448	1 917 474	2 003 760	2 093 929	
IB Kapital		15 905 434	16 509 840	17 211 551	18 072 129	18 975 735	19 783 323	20 673 572	21 603 883	22 576 058	
Kapitalkrav		6,42 %	6,62 %	6,82 %	7,02 %	7,22 %	7,52 %	7,52 %	7,52 %	7,52 %	
Residual income		560 650	30 614	236 357	257 211	272 159	316 385	363 493	379 850	396 944	
Diskonteringsfaktor		1,0642	1,1346	1,2119	1,2970	1,3906	1,4951	1,6075	1,7283	1,8611	
Nåverdi av RI	1 800 419	526 844	26 982	195 027	198 318	195 719	211 617	226 128	219 783	219 783	
Nåverdi av terminal	7 613 279										7 613 279
Diskontert verdi av R	9 413 698										
IB Kapital	15 905 434										
Verdi av NDK	25 319 132										3 581 140 543
- NFG	4 986 489										5,6777
= Verdi av EK	20 332 643										4,50 %

Egenkapital-modeller		Direkte verdsettelse									
		T=0	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E - Terminal
Fri kontantstrøm til kapitalen	16 811 432	1 169 964	585 614	744 344	711 997	868 999	945 990	1 021 430	1 067 394	1 115 427	
Kapitalkrav		8,09 %	8,34 %	8,58 %	8,78 %	8,98 %	9,28 %	9,28 %	9,28 %	9,28 %	9,28 %
Diskonteringsfaktor		1,081	1,171	1,271	1,383	1,507	1,647	1,800	1,967	2,146	
Nåverdi av KS	4 943 821	1 082 410	500 105	585 436	514 802	576 554	574 345	567 492	542 677	542 677	
Nåverdi av terminal	11 867 610										3 581 140 543
Verdi av EK	16 811 432										4,6944
Periode	T=0	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E - Terminal	
FNRE		1 436 437	957 754	1 222 825	1 313 799	1 406 852	1 538 896	1 641 017	1 714 863	1 792 032	
IB EK		10 918 945	11 185 417	11 557 557	12 036 038	12 637 840	13 175 693	13 768 599	14 388 186	15 035 655	
Kapitalkrav		8,09 %	8,34 %	8,58 %	8,78 %	8,98 %	9,28 %	9,28 %	9,28 %	9,28 %	
Residual income		553 222	25 420	231 356	257 211	272 159	316 385	363 493	379 850	396 944	
Diskonteringsfaktor		1,081	1,171	1,271	1,383	1,507	1,647	1,800	1,967	2,146	
Nåverdi av RI	1 669 198	511 821	21 708	181 964	185 974	180 569	192 089	201 952	193 121	193 121	
Nåverdi av terminal	4 223 289										3 581 140 543
IB Egenkapital	10 918 945										4,6944
Verdi av EK	16 811 432										4,50 %