

Strategisk analyse og verdivurdering

av



marineharvest

av

Marcus Island

Veileder: Førsteamanuensis Bjørn Svendsen

Hovedprofil: Finansiell økonomi

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

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å komme frem til en begrunnet vurdering av markedsværdien av totalkapitalen og egenkapitalen til Marine Harvest, og således vurdere hvorvidt selskapet er over- eller underpriset i dagens marked i forhold til de resultatene jeg kommer frem til. Formålet med oppgaven blir et fokus mot å vise en bred faglig og analytisk forståelse gjennom bruk av flere fagområder innen finansiell økonomi, som er min hovedprofil, og strategisk analyse.

Jeg har i første del av oppgaven presentert selskapet Marine Harvest og næringen som selskapet opererer i. Deretter har jeg gjennomført en strategisk analyse av selskapet og dets eksterne omgivelser. Gjennom en ekstern analyse hvor modellen Porters 5 krefter har blitt benyttet, har de eksterne forholdene blitt analysert, som påvirker selskapets virkemåte. Deretter har det blitt foretatt en intern analyse av selskapet for å identifisere selskapets sterke sider ved hjelp av modellverktøy som SVIMA og KIKK. Til slutt har jeg foretatt en verdivurdering av selskapet med den strategiske analysen som grunnlag for vurdering av fremtiden. En analyse av selskapets strategiske posisjon i form av eksterne og interne forhold har gitt grunnlag for å danne forventninger om hva fremtiden kan bringe for selskapet. Denne forventingsdannelsen er hva som til syvende og sist har lagt grunnlaget for verdivurderingen av selskapet.

Med utgangspunkt i fremtidig verdiskapning har jeg verdsatt egenkapitalen til Marine Harvest gjennom en fundamental verdsettelse av de frie kontantstrømmene, som gav en verdi på kr. 5,91 per aksje. For å kontrollere verdiesimatet har jeg også foretatt en komparativ verdsettelse. På bakgrunn av mine funn konkluderer jeg med at selskapet er underpriset, og jeg vil derfor sette en kjøpsanbefaling på aksjen.

Førord

Denne oppgaven er et resultat av det selvstendige arbeidet som gjennomføres i siste del av masterutdannelsen ved Norges Handelshøyskole, hvor mitt fordypningsområde har vært finansiell økonomi. Oppgaven bygger på kunnskap og erfaringer jeg under siviløkonomutdannelsen har opparbeidet meg, med særlig vekt på fag innen finans og strategi.

En generell verdivurdering av et selskap har etter hvert blitt et nokså vanlig valg av tema for masterutredning, og kan kanskje oppfattes som noe uoriginalt. Men etter min oppfatning gir en verdivurdering en utmerket mulighet for å bruke flere fagområder, og kan således godt illustrere kunnskap man har tilegnet seg gjennom studiet.

Min motivasjon for valg av selskap er at jeg i lengre tid har hatt særlig interesse for oppdrettsbransjen hvor norske selskaper er dominerende på verdensbasis, med Marine Harvest i spissen. Jeg har selv vært småaksjonær i selskapet på ulike tidspunkter de siste årene.

Oppgaven er i sin helhet basert på offentlig tilgjengelig informasjon om selskapet, som årsrapporter, kvartalsrapporter, samt annen tilgjengelig informasjon på selskapets nettsider.

Jeg vil til slutt takke min veileder, Bjørn Svendsen, for tips og råd til arbeidet med oppgaven.

Bergen, 20.12.2009

Marcus Island

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord	3
1. Innledning	6
2. Marine Harvest og oppdrettsnæringen	7
2.1 Historie	7
2.2 Organisasjonsstruktur	8
2.3 Historisk kursutvikling	9
2.4 Oversikt over eiere	10
2.5 Produktet	11
2.6 Næringen	12
.....	14
3. Strategisk analyse	15
3.1 Innledning	15
3.2 Eksternanalyse	15
3.2.1 Teori – Porters 5 krefter	15
3.2.2 Anvendelse – Porters 5 krefter	16
3.3 Internanalyse	31
3.3.1 Teori – KIKK-modellen	31
3.3.2 Teori – SVIMA-modellen	33
3.3.3 Anvendelse av KIKK	34
3.3.4 Anvendelse av SVIMA	38
3.4 Risikofaktorer	40
3.4.1 Markedsrisiko	41
3.4.2 Operasjonell risiko	42
3.4.3 Andre risikofaktorer	43
3.5 Oppsummering strategisk analyse	44
4. Verdsettelse – teoriene	47
4.1 Innledning	47
4.2 Fundamental verdsettelse	47
4.3 Komparativ verdsettelse	52
4.4 Opsjonsbasert verdsettelse	54
4.5 Valg av verdsettelsesmetode	54
5. Verdsettelse av Marine Harvest	56

5.1	Forutsetninger	56
5.2	Kapitalkostnad	59
5.3	Resultater kontantstrømsanalyse.....	60
5.4	Sensitivitetsanalyse	61
5.4.1	Prisen på laks	61
5.4.2	Kostnader.....	62
5.4.3	Produksjonsvolum	63
5.4.4	Oppsummering sensitivitetsanalyse.....	63
5.5	Komparativ verdsettelse.....	64
5.5.1	Sammenlignbare selskaper.....	64
5.5.2	Valg av basis for multiplikatorer.....	64
5.5.3	Resultater	65
6.	Konklusjon	67
7.	Litteraturfortegnelse	68
8.	Appendiks	70

1. Innledning

Marine Harvest er i dag verdens største selskap innen oppdrett av laks, en bransje som er av relativt ung alder. Det var ikke før rundt årtusenskiftet at de totale produksjonsvolumene av laks oversteg fangst av villaks. Siden den gang har bransjen vokst videre og representerer i dag en svært spennende del av matproduksjon.

Hva angår matproduksjon, er oppdrett av fisk ansett som en av de mest bærekraftige delene av fremtidig matproduksjon, med svært effektiv ressursutnyttelse. Norge har i dag flere av de største og viktigste aktørene i denne bransjen, med Marine Harvest i spissen som den største.

Jeg vil i de første delene av oppgaven presentere selskapet og deretter bevege meg inn på bransjen. Deretter følger en strategisk analyse av selskapet og dets eksterne omgivelser, som danner grunnlaget for en verdivurdering av selskapet.

2. Marine Harvest og oppdrettsnæringen

2.1 Historie

Selskapet Marine Harvest ASA er et resultat av en fusjon som tok sted 29. desember 2006. Selskapet Pan Fish ASA kjøpte Fjord Seafood ASA og Marine Harvest. Det nye selskapet med hovedkontor i Oslo ble altså gitt navnet Marine Harvest. Resultatet av fusjonen ble et verdensledende selskap innen sjømat, og verdens største produsent av oppdrettslaks.

Marine Harvest er i dag verdens ledende selskap innen oppdrett av laks og produserte i 2008 omtrent 315 000 tonn. Dette representerer omtrent 25 % av verdens totale produksjon av laks.

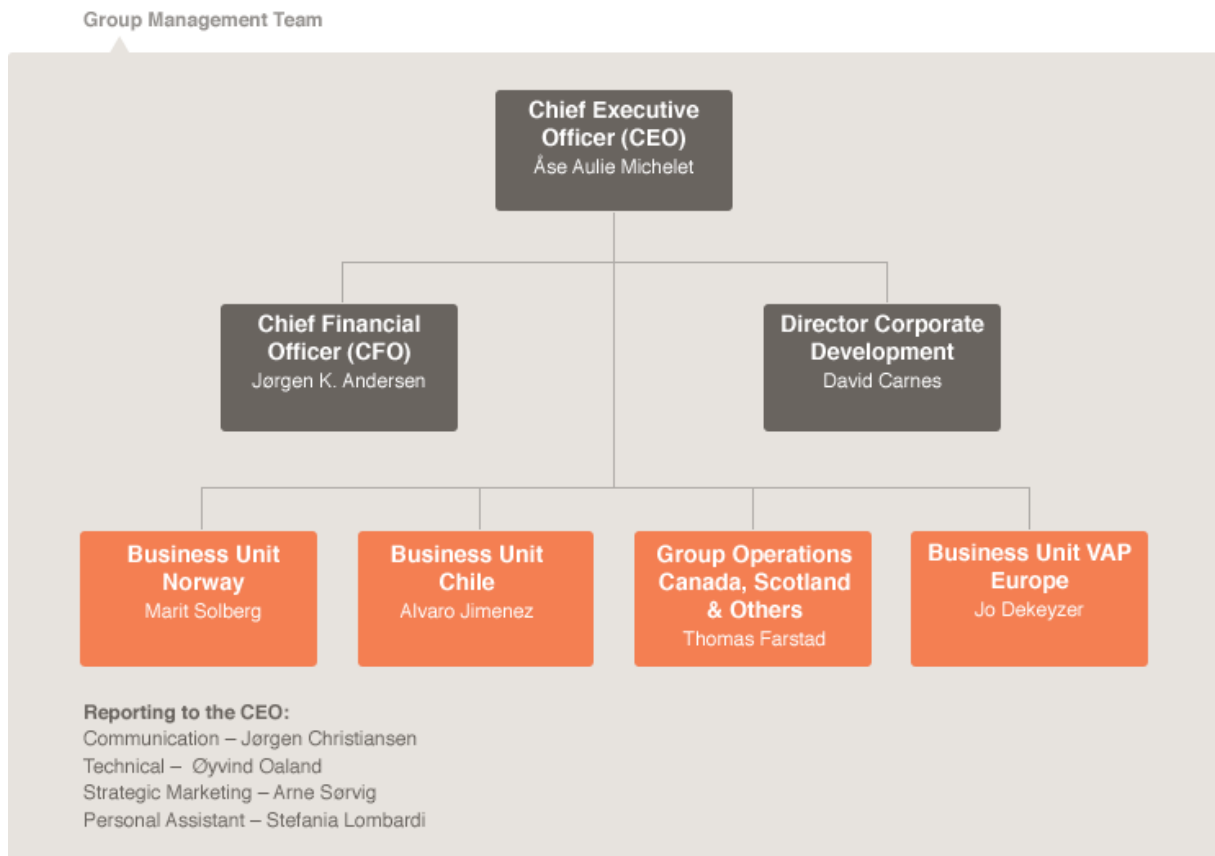
Nærmere om Pan Fish

Selskapet Pan Fish ASA ble opprettet i 1992, og kjøpte i samme år andeler i flere oppdrettsselskaper i Norge og Canada. I 1996 fortsatte de oppkjøpene, denne gangen i Skottland. De ekspanderte også innenfor videreforedling gjennom å kjøpe bedrifter både i Norge og Frankrike. I 1997 blir Pan Fish ASA notert på Oslo Børs. I år 2000 ble datterselskapet Pan Pelagic etablert for drift innenfor pelagisk sektor, som innebærer produksjon av blant annet sild, lodde, sildeolje og brisling. Året etter ble Pan Pelagic notert på børs etter nedsalg, men senere dette året kjøpte Pan Fish tilbake alle aksjene og tok selskapet av børs igjen. Året 2002 ble et tungt år for Pan Fish, med lave laksepriser og fallende lønnsomhet i næringen. I tillegg ble de rammet av sykdomsutbrudd på de kanadiske anleggene, som medførte store tap. På grunn av dette fikk Pan Fish problemer med å møte sine finansielle forpliktelser og måtte igjen selges seg ned i Pan Pelagic. I årene 2003 og 2004 gjennomgikk Pan Fish en omfattende restrukturering, hvor ny egenkapital og nye lån tilføres selskapet, noe som medførte at eierstrukturen i selskapet ble vesentlig endret. Bankene Nordea og DnB ble sittende igjen med en eierandel på 80 % og de tidligere gründerne ble skjøvet ut. I 2005 overtok skipsreder John Fredriksen (gjennom selskapet Geveran Trading) som majoritetseier ved å kjøpe aksjeposten til Nordea. Fredriksen kjøpte i

2006 også oppdrettsselskapet Marine Harvest fra nederlandske Nutreco og norske Stolt-Nielsen og la det inn under Pan Fish.

2.2 Organisasjonsstruktur

Figur 1¹



Figuren over viser Marine Harvest sin selskapsstruktur per i dag med de ulike forretningsområdene med tilhørende nøkkelpersonell angitt. Som man ser er Norge og Chile inndelt i egne forretningsenheter, mens operasjoner i Canada, Skottland og andre geografiske områder legges sammen under enhet. I tillegg skilles den europeiske videreforedlingsvirksomheten (VAP) ut i en egen enhet.

Business Unit Norway

Den norske forretningsenheten har både oppdrett, videreforedling, distribusjon og salgsaktiviteter som sentrale oppgaver. Enhetens hovedprodukt er laks i hel og filetert form. Totalt slaktet volum for enheten var i 2007 168 221 tonn.

¹ Hentet fra www.marineharvest.com

Forretningsenhetens hovedkontor befinner seg i Bergen, og anleggene er lokalisert langs kysten med regioninndeling for henholdsvis nord, midt, vest og sør. Forretningsenheten fullt ut vertikalt integrert med kontroll over hele prosessen fra smoltproduksjon og oppdrett til videreforedling, pakking, salg og distribusjon. Ved utgangen av 2007 var 1072 mennesker sysselsatt i den norske forretningsenheten.

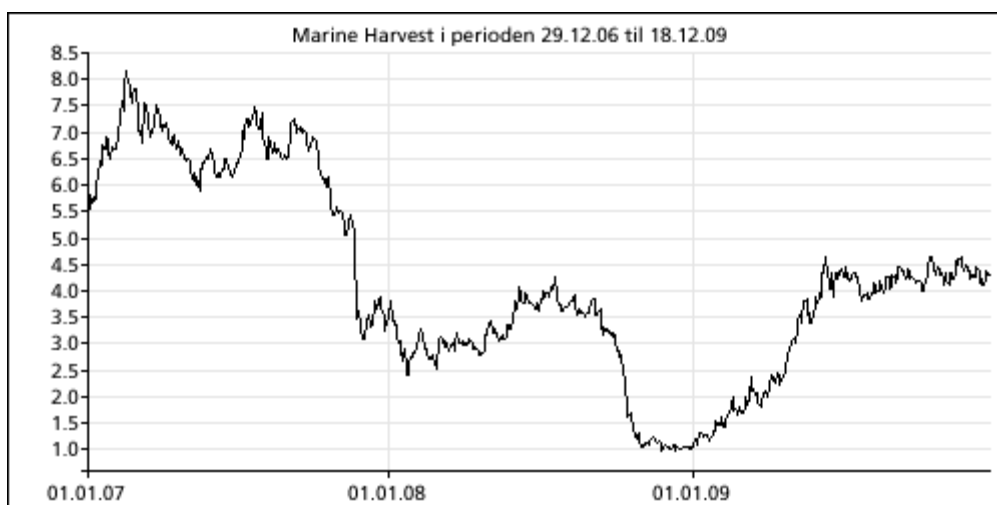
Business Unit Chile

Marine Harvest Chile driver oppdrett, videreforedling og salg i Chile i tillegg til videreforedling og salg i USA. Hovedkontoret til forretningsenheten er lokalisert i byen Puerto Montt, som betraktes som "laksens hovedstad" i Chile. Oppdretts- og videreforedlingsanleggene er i stor grad lokalisert i nærheten av denne byen. I den amerikanske delen av forretningsenheten skjer videreforedlingen av produktene i Maine, mens salgsaktivitetene skjer i Miami.

Totalt slaktet volum for enheten var 90 557 tonn i 2007, og 4800 mennesker var sysselsatt i enheten ved utgangen av det nevnte året.

2.3 Historisk kursutvikling

Figur 2²



² Hentet fra www.hegnar.no

Figuren viser kursutviklingen til Marine Harvest sine aksjer med startpunkt 29.12.2006, det vil si da nyheten om fusjonen ble kjent. Fra en toppnotering på kr. 8,30 intradag 14.02.2007, har aksjen hatt en fallende utvikling og var så lavt priset som kr. 0,97 19.11.2008. Den har siden tatt igjen en del av det tapte og omsettes i dag til rett over kr. 4 per aksje (kr. 4,285 per 18.12.09). Det siste års ustabile kursutvikling kan i stor grad forklares av de generelle markedsforholdene, med finanskrisens innvirkning på aksjemarkedene. Ellers har problemer med sykdommer som for eksempel lakselus hatt sitt å si for bransjen isolert sett, noe jeg vil komme tilbake til senere.

2.4 Oversikt over eiere

Figur 3³

	Investor	Antall aksjer	% av total	% av topp 20	Nasjonalitet
1	GEVERAN TRADING CO LTD	1 099 632 775	30,76	44,78	Kypros
2	MORGAN STANLEY & CO INTERNAT. PLC	170 979 628	4,78	6,96	Storbritannia
3	BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	165 526 683	4,63	6,74	USA
4	STATE STREET BANK AND TRUST CO.	137 405 629	3,84	5,6	USA
5	FOLKETRYGDFONDET	117 066 125	3,27	4,77	Norge
6	STATE STREET BANK AND TRUST CO.	75 684 331	2,12	3,08	USA
7	BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	66 596 596	1,86	2,71	USA
8	CITIBANK N.A. NEW YORK BRANCH	65 639 484	1,84	2,67	USA
9	CITIBANK N.A. NEW YORK BRANCH	65 164 000	1,82	2,65	USA
10	FIDELITY FUNDS	61 838 600	1,73	2,52	USA
11	STATE STREET BANK AND TRUST CO.	58 176 528	1,63	2,37	USA
12	CLEARSTREAM BANKING S.A.	51 874 770	1,45	2,11	Luxembourg
13	JPMORGAN CHASE BANK	51 609 691	1,44	2,1	Storbritannia
14	BANK OF NEW YORK MELLON	50 167 154	1,4	2,04	USA
15	SKAGEN KON-TIKI	47 200 000	1,32	1,92	Norge
16	BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	45 063 555	1,26	1,84	USA
17	JPMORGAN CHASE BANK	36 141 400	1,01	1,47	USA
18	STATE STREET BANK AND TRUST CO	35 713 999	1	1,45	USA
19	DNB NOR BANK ASA EGENHANDEL	29 404 741	0,82	1,2	Norge
20	MP PENSJON	24 658 000	0,69	1	Norge

Som man kan se av listen over de 20 største aksjonærene i selskapet, er den i hovedsak dominert av store institusjonelle investorer, med unntak av den største enkeltaksjonæren. Geveran Trading som er klart største eier med over 30 % av aksjene i selskapet er kontrollert av den londonbaserte nordmannen John Fredriksen.

³ Figuren er utarbeidet på bakgrunn av tall hentet fra www.marineharvest.com.

2.5 Produktet

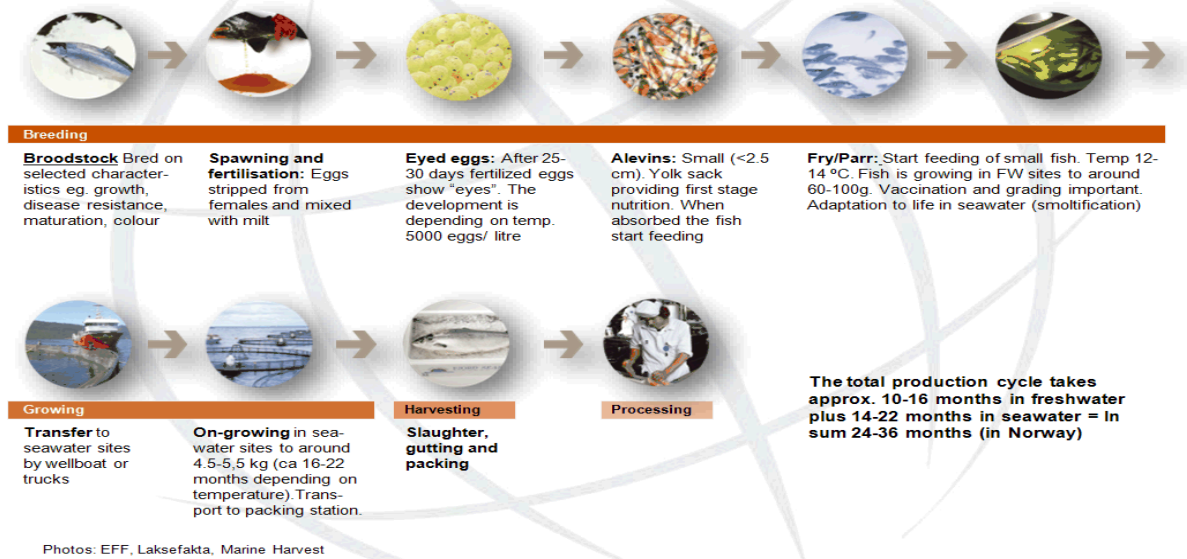
Laks er en ansett som en av de finere fisketypene, og er en svært populær matvare på grunn av dens kvalitet og de helsemessige gevinstene den gir. Den gode kvaliteten opprettholdes både som følge av produsentenes sterke fokus på kvalitet, og også myndigheters og matvarekjeders strenge krav til kvalitet.

Laks er proteinrik og skiller seg ut fra sine andre proteinkilder som kylling og storfe ved den helsebringende effekten den sunne fiskeoljen gir. Innholdet av Omega-3 er relativt høy i sjømat generelt, og da spesielt i artene som lever i saltvann. I tillegg inneholder laks andre viktige næringsstoffer som vitamin A og D, jod og selen. Forskning har vist at Omega-3 har positiv virkning på mange forskjellige sykdommer i tillegg til hjerte- og karsykdommene. Eksempelvis kan nevnes lettere symptomer ved leddgikt, forebyggende effekt ved diabetes II og positiv effekt ved depresjon og angst. Omega-3 er dessuten viktig for utvikling av synet og hjernen hos foster og spedbarn. I alt kan man si at disse helsemessige gevinstene som laksen gir kan betraktes som et konkurransefortrinn målt opp i mot andre mattyper.

Oppdrett av laks krever spesielle forhold med tanke på klima, og bransjen kan derfor bare operere i visse geografiske områder hvor forholdene er optimale med tanke på vanntemperatur. Vanntemperaturen varierer i løpet av året på alle regioner hvor oppdrett av laks foregår i dag. Siden laks er et kaldblodsdyr spiller havtemperatur en svært viktig rolle for den vekst. Det optimale temperaturintervallet for laks er mellom 8 og 14 grader celsius. Temperatur er en av de viktigste naturlige konkurransefortrinnene som Chile har sammenlignet med andre produksjonsområder, og produksjonssyklusen har tradisjonelt vært noen måneder kortere i Chile enn andre steder. Med for høye vanntemperaturer i sjøen øker sykdomsrisikoen betraktelig, mens for lave temperaturer fører til store dødsfall for denne fisketypen.

Figur 4

Seafood production - the Atlantic Salmon life cycle



Som man ser av figuren over tar den totale produksjonssyklusen omtrent 10 til 16 måneder i ferskvann og deretter 14 til 22 måneder i sjøvann, altså fra to til tre år til sammen. Dette gjelder for alle regioner utenom Chile hvor temperaturen i sjøvannet er mer optimal og gjennomsnittlig vekt på innhøstingen er lavere. På de chilenske anleggene er derfor produksjonssyklusen typisk noe kortere.

2.6 Næringen

Oppdrett av laks forgår i hovedsak i tre hovedregioner: Atlanterhavet (Norge, Skottland, Færøyene), Nord-Amerika (USA, Canada) og Chile. Årsaken til at produksjon for det meste forgår på disse stedene er de naturlige forholdene stedene har å tilby. Oppdrett av laks krever som nevnt en skjermet kystlinje med god vannkvalitet, og lave og stabile vanntemperaturer.

Industrien for lakseoppdrett er kapitalintensiv og volatil. Dette er et resultat av den lange produksjonssyklusen, fragmentert industri, markedsforhold og biologisk produksjon som blir påvirket av en rekke eksterne faktorer. Siden denne industrien hadde sin oppstart har produksjonskostnader etter hvert falt og produktiviteten har

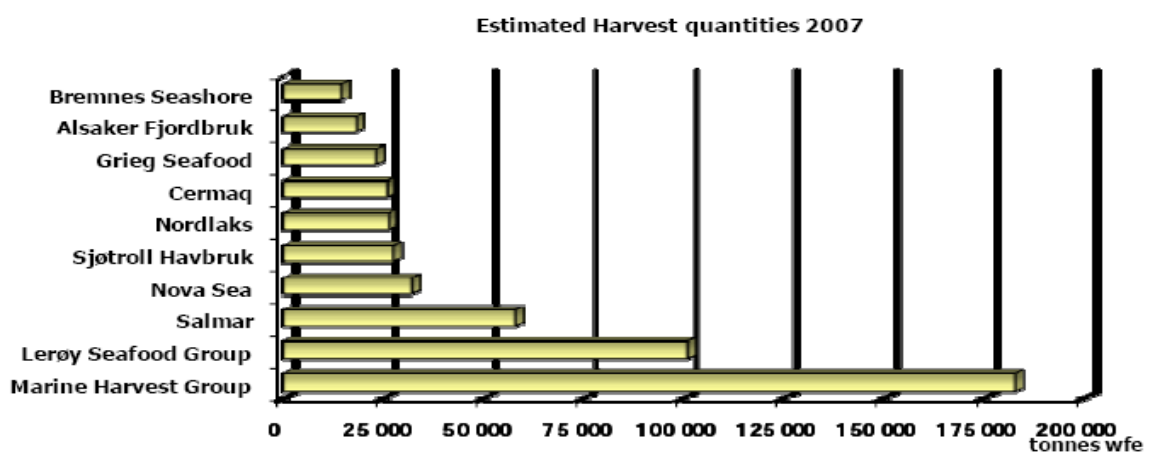
økt som følge av ny teknologi og ny kompetanse. Man kan anta at disse effektene vil fortsette i fremtiden med tanke på at industrien fortsatt er relativt ung.

Historisk har næringen for lakseoppdrett vært representert av mange små selskaper. Dette har i det minste vært tilfellet for Norge, men ikke i like stor grad i Chile og Skottland. Hvis vi går tilbake til 1997 var det 117 selskaper i disse tre landene til sammen som samlet sett stod for 80 % av det totale volumet på verdensbasis. 70 av selskapene fant man i Norge. Den store forskjellen mellom Norge og Chile var og er den dag i dag myndighetenes involvering i bransjen. I Norge satte myndighetene fra starten av begrensninger for hvor mange konsesjoner/lisenser hvert enkelt individ/selskap kunne eie. Hvis en kjøper av en lisens gjennom kjøpet oppnår kontroll over mer enn 15 % av den totale lisensierte biomassen i landet, må man søke om tillatelse hos Fiskeri- og kystdepartementet. Departementet kan ikke gi en tillatelse til en handel som gjør at kjøperen får kontroll over mer enn 25 % av den totale biomassen. Når det gjelder prisen på en lisens ble disse omsatt for kr. 200 000 i 1993, mens det i 2006 hadde steget til kr. 15-20 mill. I siste runde hvor konsesjoner ble utstedt var prisen kr. 8 mill. I Chile har det tradisjonelt vært langt færre restriksjoner. Tankegangen har vært mer rettet mot å la markedet bygge opp en ny industri uten for mye offentlig innblanding. I det siste tiåret har næringen vært gjennom en periode med konsolidering og antallet selskaper som til sammen produserer 80 % av volumet er redusert med 62 % til 44 selskaper i 2008. Konsolideringstrenden er ventet å fortsette. De nevnte begrensningene hva angår det norske markedet setter naturlig nok en begrensning for hvor stor en aktør kan vokse seg her, men aktører som opererer på flere geografiske områder kan vokse seg større på disse.

Marine Harvest er det selskapet med størst total produksjon i verden med omtrent 25 % av volumene i Norge, Nord-Amerika og Storbritannia. I Nord-Amerika og Storbritannia er produksjonen mer konsolidert og det er estimert at omtrent $\frac{3}{4}$ av volumene her stammer fra de fem største selskapene i regionene. I Norge og Chile er det flere selskaper med signifikante produksjonsvolumer. Bransjestrukturere for Norge så i 2007 slik ut:

Figur 5

Top 10 – Salmonid producers Norway

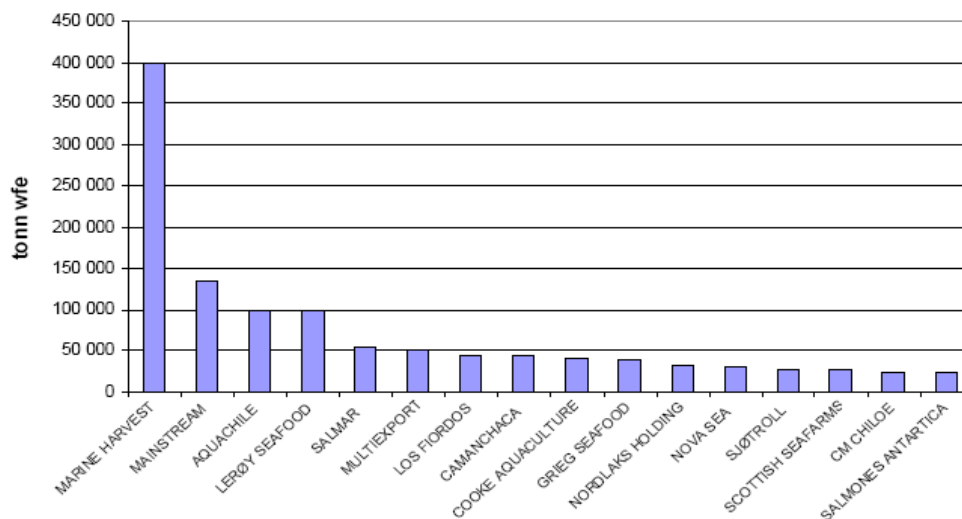


På verdensbasis er fordelingen slik:

Figur 6

Top 15 – Salmonid producers world wide

- 2/3 of world harvest



3. Strategisk analyse

3.1 Innledning

For å kunne vurdere Marine Harvest sine muligheter for vekst i fremtiden er det nødvendig å analysere både de eksterne forholdene selskapet har å forholde seg til i markedet de opererer i, men også interne forhold i selskapet som for eksempel ressurser og utnyttelse av disse. Jeg vil forsøke analysere de eksterne forholdene selskapet opererer i ved å ta bruk av modellen Porters 5 krefter. For å analysere de interne forholdene vil jeg benytte meg av modellene KIKK og SVIMA. Teoriene er hentet fra forelesningsnotater i kursene SOL040 Strategisk ledelse og pensumboken i kurset; Hill og Jones (2004): Strategic Management Theory: An Integrated Approach.

3.2 Eksternanalyse

3.2.1 Teori – Porters 5 krefter

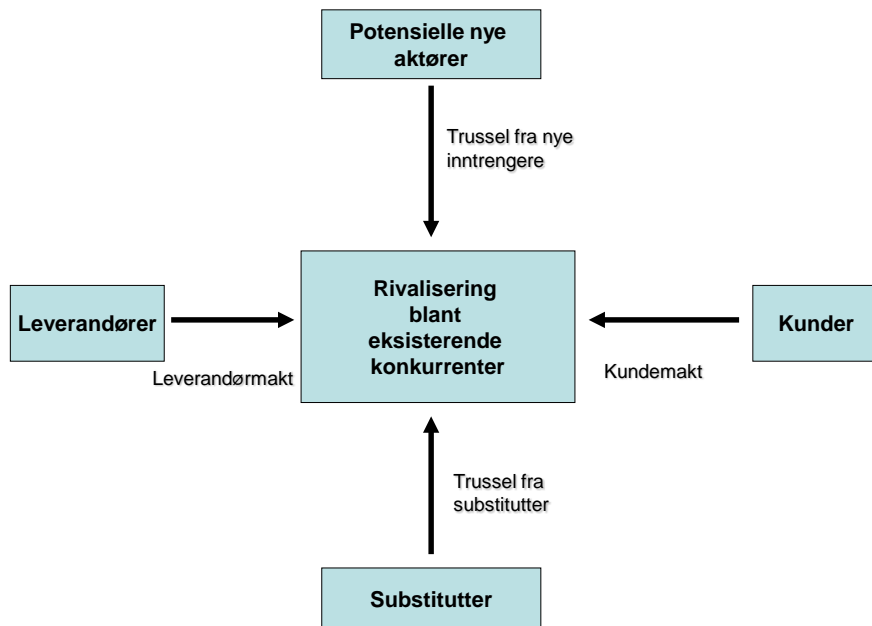
Modellen Porters 5 krefter er et verktøy for å analysere eksterne faktorer (eller krefter) som er relevante for et selskaps evne til å prestere i markedet det opererer i. Disse faktorene har direkte innvirkning på selskapets potensial til å drive lønnsomt, og er derfor viktige å se nærmere på for å kunne gjøre kvalifiserte vurderinger av selskapets fremtidige vekstmuligheter.

Porters 5 krefter modell - bidrar til at vi kan:

- Identifisere ulike aktører i en bransje
- Vurdere lønnsomheten i en bransje
- Vurdere hvem som har makt og dermed kaprer verdier
- Se muligheter og trusler

De fem faktorene modellen redegjør for er rivalisering mellom eksisterende konkurrenter i bransjen, leverandørers forhandlingsmakt, kunders forhandlingsmakt, risiko for nye konkurrenter og trusler fra substitutter. Modellen er illustrert i figuren under:

Figur 7



Rivaliseringen mellom selskapet og andre aktører i bransjen er en faktor som er av avgjørende viktighetsgrad for den potensielle lønnsomheten av å drive virksomheten. Om selskapet har monopol på markedet, eller driver i et marked med tilnærmet fullkommen konkurranse på den andre enden av skalaen, kan avgjøre om selskapet kan operere på egne premisser eller må anse premissene allerede gitt.

3.2.2 Anvendelse – Porters 5 krefter

Intern rivalisering

En konkurrent er en bedrift som tilbyr produkter/tjenester som dekker samme behov hos kunden. Jo sterkere rivaliseringen er mellom aktørene i bransjen, jo større blir utfordringen med å operere lønnsomt. Hvor sterk rivaliseringen er, avhenger av tre faktorer: konkurransestructur, etterspørselsforhold og utgangsbarrierer.

Konkurransestructur - Når det gjelder konkurranse- og markedsstrukturen kan det først nevnes at markedet for oppdrett av laks preges av mange aktører. I tillegg til Marine Harvest har vi flere andre store aktører i denne bransjen. Flere av dem er norske, som for eksempel Cermaq, Lerøy Seafood og SalMar. I tillegg finnes det mange mindre bedrifter i både Norge og resten av verden som har vist seg å være konkurransedyktige. Man kan altså si at markedet er noe fragmentert, men viser en klar trend til å gå mot konsolidering.

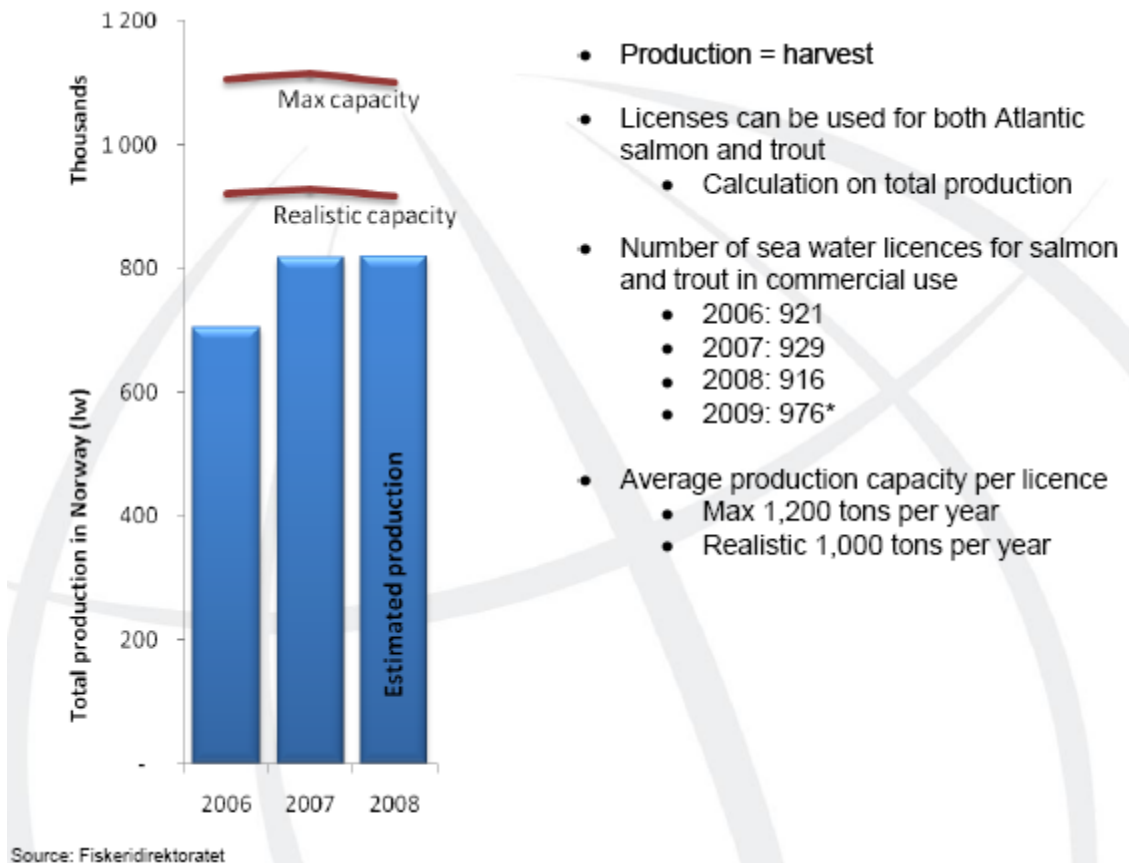
Selv om markedet har en del mindre aktører, kan man si at hoveddelen av markedet består av noen store aktører, med Marine Harvest som den største. Dette skyldes konsolidering av markedet de siste årene, noe som er naturlig gitt bransjens utflatende vekst. Det er derimot ikke ubegrensede muligheter for hvor stor en enkelt aktør kan bli.

Den norske lovgivningen for konsesjonstildeling sier blant annet at maksimalt 25 % av konsesjonene kan være på en og samme eiers hånd, for å forhindre et noe selskap får uforholdsmessig stor makt. Hvis kjøp av en lisens medfører at man kontrollerer mer en 15 % av den samlede tillatte biomassen i Norge, må man søke om tillatelse fra Fiskeri- og kystdepartementet. Det settes i Norge begrensinger for biomasse per konsesjon (780 tonn). Dette gjør at den realistiske kapasiteten per konsesjon er en produksjon på ca 1000 tonn fisk. Dette gjør at produksjonen i Norge medfører ekstra utfordringer.

Produksjon opp mot kapasitetsgrensen gir bedre utnyttelse av produksjonsfaktorene og således lavere enhetskostnader. Det er derimot vanskelig å beregne hvor mye smolt som må settes ut for å nå kapasitetsgrensen fordi det er mange faktorer som påvirker fiskens vekst. Som produsent ønsker man ikke å risikere å måtte slakte fisk bare for å holde seg under maksimalgrensen som er satt for konsesjonen. Derfor vil det alltid være et visst gap mellom realistisk produksjonsnivå og maksimalt

produksjonsnivå. Denne typen begrensninger er på den annen side enestående for Norge.

Figur 8⁴:



Dersom man kan greie å oppnå kvalitetsmessige fordeler kan man oppnå bedre pris på produktet enn konkurrentene. Det er svært høye krav til kvalitet på produktene i bransjen som helhet, noe som gjør at det ikke etterlates særlig store muligheter for konkurransefortrinn i form av kvalitet. Produktet som selges er mer eller mindre homogent, noe som gjør det vanskelig å differensiere seg fra sine konkurrenter, og dermed oppnå konkurransefortrinn. Samtidig blir en eventuell bestrebelse etter et kvalitetsmessig fortrinn en kostnadsavveining. I og med at markedet i stor grad bestemmer prisene og at produktene fra før av er mer eller mindre homogene av natur, skal ikke kostnadene øke mye som følge av dette før det fort kan bli ulønnsomt.

⁴ Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 21.

Når det gjelder markedsprisene påvirkes de av disse faktorene:

- Tilbud
- Etterspørsel
- Globaliseringen av markedet
- Terminkontrakter (Spotmarked og fremtidspriser)

Man må dermed forsøke å oppnå kostnadsfordeler overfor konkurrenter for å kunne skille seg fra dem lønnsomt. Foreløpig har tilsynelatende konkurrenter, både de store og de mindre, vist seg å være mer eller mindre jevnbyrdige med hensyn til kostnader. Det kan dermed sies at aktørene i denne bransjen i stor grad kjemper mot kostnader, og i mindre grad mot hverandre. I og med at produktet laks er såpass homogent, omsettes det i stor grad også til markedspris. Prisforskjeller stammer mer fra hvordan fisken i seg selv selges (hel eller filetert, frossen eller fersk).

Fisk solgt i frossen tilstand gir mulighet til og nå et større marked fordi det kan fraktes billigere og over lengre avstander. På den annen side får man ikke like god pris for frossen fisk som fersk fisk. Allikevel kan man si at evne til å tilby begge disse kan være en fordel da det gir potensial til å betjene et større marked. Desto mer lønnsomt vil det være om man kan endre produksjonsfokuset mellom disse ved behov ettersom lønnsomheten i de to markedene kan variere.

Etterspørsel – Økende etterspørsel tjener bransjen som helhet gjennom at alle kan oppleve vekst og gjør at konkurransen mellom de ulike aktørene dempes i noen grad.

Det er grunn til og tro at etterspørselen etter oppdrettslaks vil stige jevnt og trutt i årene som kommer. Av viktige grunner til dette er verdens stadig økende befolkning, og at mat kan komme til å bli en stadig mer knapp faktor. Fangst av naturlige fiskebestander er allerede presset til grensepunktet, det er liten vekst å hente der uten at det påvirker de fremtidige ressursene i negativ retning. 1999 var det først året

hvor det totale tilbudet av laks var dominert av oppdrettslaks. Siden da har oppdrettslaksens andel økt hvert eneste år, og den foreløpige toppen for 2008 viste at oppdrettslaks stod for omtrent 71 % av det totale tilbudet. Det er naturlig at oppdrett av fisk får et stadig sterkere fokus da dette kan hjelpe dekke den fremtidige etterspørselsveksten.

De største markedene for oppdrettslaks er per i dag EU, Japan, Russland og USA. Disse markedene har hatt ganske ulik utvikling de siste årene. Det største markedet, EU, har vist stødig vekst de siste årene, det amerikanske markedet har stagnert, mens det japanske markedet har vist tilbakegang. Det japanske markedet har lidd under økende laksepriser de siste årene kombinert med en svak Yen, som har gjort produktet relativt dyrt på dette markedet. Samtidig anses det japanske markedet som det mest prissensitive av de store, noe som har forsterket effekten. Russland har hatt en stødig vekst, mens resten av verden også viser god vekst. Når det gjelder resten av verden kan man si at de viktigste landene er Brasil, Kina, Hong Kong og andre land i sørøst-Asia sammen med de østeuropeiske landene. Disse representerer de viktigste markedene hva angår fremtidig vekst.

Oppdrett av laks krever spesielle forhold med tanke på klima, og bransjen kan derfor bare operere i visse geografiske områder hvor forholdene er optimale med tanke på vanntemperatur (og variasjonen på denne) og en beskyttet kystlinje. Bransjen har derfor alltid vært dominert av noen få land med tanke på produksjon. I tillegg er det forholdsvis ressurskrevende, og dermed også kostnadskrevende.

Utgangsbarrierer – Det vil ikke være særlig store utgangsbarrierer i denne bransjen med tanke på at konsesjoner kan omsettes, det finnes et velfungerende marked for dette. Dessuten er det nærliggende å tro at flere av aktørene i bransjen kan ha ønsker om vekst gjennom oppkjøp av konkurrenter. I den forstand kan man si at det bør være gode muligheter for og tre ut av markedet uten at det behøver koste all verden. Som tidligere nevnt er de største kostnadene man har å forholde seg til av variabel art (fôr, lønn, distribusjon).

I sum når det gjelder rivalisering blant eksisterende konkurrenter kan man si at de små mulighetene som er tilstede for differensiering mellom konkurrentene gjør at konkurransen hardnes i markedet. Prisene er som nevnt gitt, man kan ikke differensiere seg fra konkurrenter på produktnivå. Det fører til at de ulike aktørene må ha et kontinuerlig fokus på kostnader, og eventuell innovasjon for å få ned disse. Bransjen fungerer i dag slik at mengden fisk som produseres holdes på et nivå som gjør at prisene som oppnås reflekterer kostnadsnivået produksjonen medfører. Hvis det totale produksjonsnivået og dermed også tilbudet øker for mye og for raskt kan det naturligvis påvirke prisene i negativ retning. Dermed kan det synes som at mer effektiv drift kan være mer verdifullt fremfor sterk volumvekst. Det nevnte kostnadsfokuset dreier fokuset mot interne forhold for de enkelte aktørene i bransjen. Man kan derfor si at rivaliseringen mellom de ulike aktørene er relativt liten.

Trussel fra nye inntrengere

Neste faktor som påvirker de eksterne forholdene selskapet opererer under er den potensielle trusselen for inntrengere. For å vurdere dette må man se hvilke etableringsbarrierer som eksisterer for potensielle nyetablerere. Jo høyere etableringsbarrierene er, jo lavere er sannsynligheten for at nye aktører vil etablere seg, og lave inngangsbarrierer vil følgelig være en trussel mot eksisterende aktører.

Hindringer for etablering kan være flere, blant annet skalafordeler, produktdifferensiering, merkeloyalitet, kostnadsmessige fortrinn, kapitalinvesteringer, byttekostnader, myndigheter/reguleringer og tilgang til distribusjonskanaler og lokalisering. Jeg skal nå se nærmere på noen av disse.

Som tidligere nevnt utgjør markedet i dag noen store aktører som for eksempel Marine Harvest, og en del mellomstore og små aktører. I en del bransjer kan bedrifter som er store i forhold til sine konkurrenter dra fordel av sin størrelse på ulike måter. En årsak til det kan være små marginer, slik at man er avhengig av en viss skala for

at driften skal kunne være lønnsom. Skalafordeler kan ikke sies å være særlig gjeldende i dette markedet. Det faktum at bransjen fortsatt er forholdsvis fragmentert er et argument for det, og dette bør derfor ikke representere et etableringshinder.

Siden laks er et produkt som skiller seg lite fra produsent til produsent, og er mer eller mindre homogent, kan man si at grunnlaget for produktdifferensiering og dermed merkeloyalitet er nærmest fraværende. Konkurransen og krav fra myndigheter har gjort at kvaliteten har blitt meget høy uavhengig av produsent og region. Laks fra Norge har tidligere vært regnet for å være av særdeles høy kvalitet, og har således tidligere hatt et visst grunnlag for differensiering. Men dette har med tiden tilsynelatende svekket seg.

Når det gjelder kostnadmessige fortrinn må man vurdere om eksisterende aktører i bransjen innehar spesifikke fordeler som gjør at nye aktører vil få store vanskeligheter med å oppnå tilsvarende kostnadsnivåer. Noen eksempler på fordeler i denne sammenheng kan være produksjonsteknologi, patenter eller kontroll over innsatsfaktorer. Dessuten kreves det som nevnt konsesjoner for å drive oppdrett av laks. En forutsetning for å kunne etablere virksomhet i bransjen er derfor at man enten får kjøpt konsesjon ved nye konsesjonstildelinger, eller at man får kjøpt eksisterende konsesjoner av andre aktører. Det sistnevnte alternativet kan være relativt dyrt ettersom prisene på konsesjoner i annenhåndsmarkedet har blitt ganske presset etter hvert. Grunnet miljøhensyn og ønske om bærekraftighet i bransjen, er veksten i nye konsesjonstildelinger lav og stabil.

Kostnaden for kjøp av en konsesjon er relativt stor. Disse ble omsatt for kr. 200 000 i 1993, mens det i 2006 hadde steget til kr. 15-20 mill. I siste runde hvor konsesjoner ble utstedt var prisen kr. 8 mill. Dessuten kreves investeringer på ca kr. 15 mill i utstyr for ett enkelt anlegg. I tillegg kreves det ganske store investeringer til smolt og senere fôr som blir bundet opp i lengre tid i og med at en vanlig produksjonssyklus går over tre år. I det hele tatt er næringen svært kapitalintensiv. Man kan således si at tilgang på nødvendig kapital kan være en viktig hindring for en potensiell nyetablerer.

Myndighetene påvirker gjennom sine reguleringer hvor attraktivt det er for en ny aktør å etablere seg i bransjen. Konesjonstildelingen nevnt tidligere er ett eksempel på dette. Myndigheten stiller dessuten strenge krav til kvalitet på produktene som fremstilles og hvordan dette gjøres. Det er dessuten ikke ubegrenset med lokaliteter hvor lakseoppdrett er egnet. Egnede lokaliseringer kan derfor også sies å være en knapp faktor, og dermed en hindring for etablering.

I alt kan man si at det eksisterer etableringshindringer i bransjen for oppdrett av laks. En ny aktør må vurdere nøye hvorvidt selskapet kan ha livets rett i bransjen, og om de tunge investeringene som kreves gir tilstrekkelig avkastning. Med tanke på at prisene er gitt i markedet, og mulighetene for å differensiere produktet er nærmest ikke-eksisterende, kan nyetableringer vanskelig ses som noen trussel mot dagens bransje.

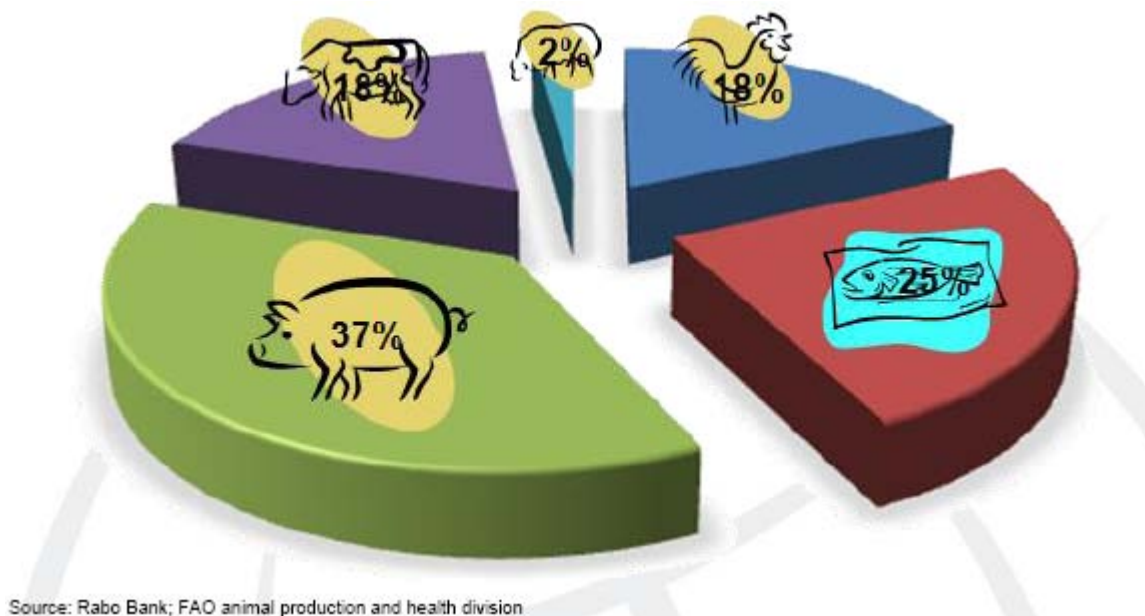
Substitutter

Et produkt som kan konkurrere mer eller mindre direkte med produktet oppdrettslaks i form av at det kan gjøre samme nytten, men som samtidig kan skilles vesentlig fra det er det vi betrakter som et substitutt i denne sammenhengen. Dersom det finnes substitutter som ligger veldig nær oppdrettslaks på kvalitet, nytte, smaksopplevelse og lignende innebærer det mer pressede priser i markedet, og dette kan gjøre kundene mer prissensitive. Når vi vurderer trusselen fra substitutter må vi se nærmere på følgende:

- Pris/ytelse i substituttmarkedet vs. vår konkurransearena. Hvor attraktive er substituttene?
- Byttekostnader.
- Produktdifferensiering. Hvor lojale er kundene?/Merkevare?
- Konkurranseforhold på substituttens konkurransearenaer.

Oppdrett av laks innebærer i prinsippet at man har et helt matmarked å konkurrere mot. Det er først og fremst nødvendig å identifisere de nærmeste substituttene. Som følge av økt fokus på sunt kosthold de siste årene kan man si at sunne typer kjøtt som for eksempel kylling og svin og annen type fisk er de nærmeste substituttene til laks. Prismessig ligger de nevnte substituttene noe lavere i pris. Sammenlignet med kylling har laks blitt relativt mye billigere de siste tiårene. Laks har gått fra å være ca 10 ganger dyrere enn kylling til å være ca dobbelt så dyr. Sammenlignet med svin har dette vært volatil de siste tiårene, men laks har som regel vært mellom 2 og 4 ganger dyrere. Figuren under illustrerer fiskens andel av markedet for proteinrike matvarer i Europa⁵:

Figur 9



Som vi kan se er svin den desidert største kilden til proteinrik mat i Europa, mens fisk er den nærmeste konkurrenten. Laks står derimot for bare 4 % av det totale sjømatkonsumet i Europa, slik at laks i praksis bare har ca én prosent av det totale markedet for proteinrike matvarer.

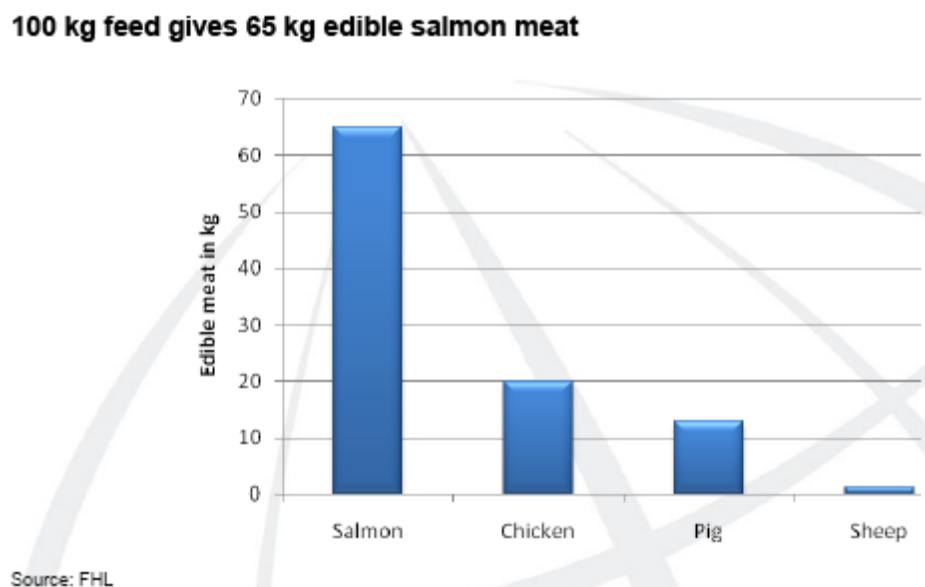
De nevnte produktene er utvilsomt sterke konkurrenter, men kan samtidig ikke sies å ha samme kvalitetsstempel som laksen. Laks har alltid blitt ansett som et produkt

⁵ Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 30.

av særdeles høy kvalitet. Samtidig har tilbudet av laks i markedet som regel blitt holdt på et nivå som har sørget for at kvalitets- og eksklusivitetsstempelen har blitt beholdt. Det var derimot en periode på slutten av 90-tallet hvor produksjonen ble for stor og det ble et overskuddstilbud. Det ble derfor dumpet laks i markedet til lavere priser. Etter dette har prisene falt noe tilbake, men prisene på laks i markedet er fortsatt på et nivå den dag i dag som tilsier at produktet har beholdt sitt kvalitetsstempel.

Laks har en fordel sammenlignet med substituttene når det gjelder effektivitet med tanke på utnyttelse av selve produktet. Når det gjelder laks er en svært høy andel av fisken mulig å spise sammenlignet med andre typer kjøtt som kylling, svin og får. Det som ikke kan spises må naturlig nok kastes, noe som er negativt i et miljøperspektiv. Samtidig krever oppdrett av laks mye mindre fôr enn de andre kjøtttypene. Dette samlet sett betyr at laks har et svært fordelaktig og høyt nivå av spiselig kjøtt per kilo fôr, noe figuren under illustrerer:

Figur 10



Byttekostnader gjelder eventuelle kostnader (økonomiske, moralske eller lignende) som påløper som følge av å bytte mellom produkter man betrakter som substitutter i markedet. I matmarkedet kan det ikke sies å være byttekostnader i forbindelse med

bytte mellom substitutter. Fravær av byttekostnader betyr i prinsippet at trusselen fra substitutter øker.

Man må også vurdere om produktet laks er differensiert på en måte i markedet som gir grunnlag for konkurransefortrinn i form av kundelojalitet. Laks har som nevnt alltid blitt ansett som et kvalitetsprodukt og har stort sett vært forbeholdt de mer kjøpesterke delene av verden. Dette eksklusivitetsstempelet kan være en fordel i konkurransen mot substituttene, det hjelper til med å skille produktet fra andre produkter.

I alt kan man si at trusselen fra produkter man kan anse som substitutter til laksen er moderat. Markedet for sunn mat er stort, og laksen har foreløpig en liten del av dette. Så lenge laksen har en såpass liten andel av dette markedet, blir den antakelig ikke ansett som noen stor trussel for substituttproduktene heller.

Kunder

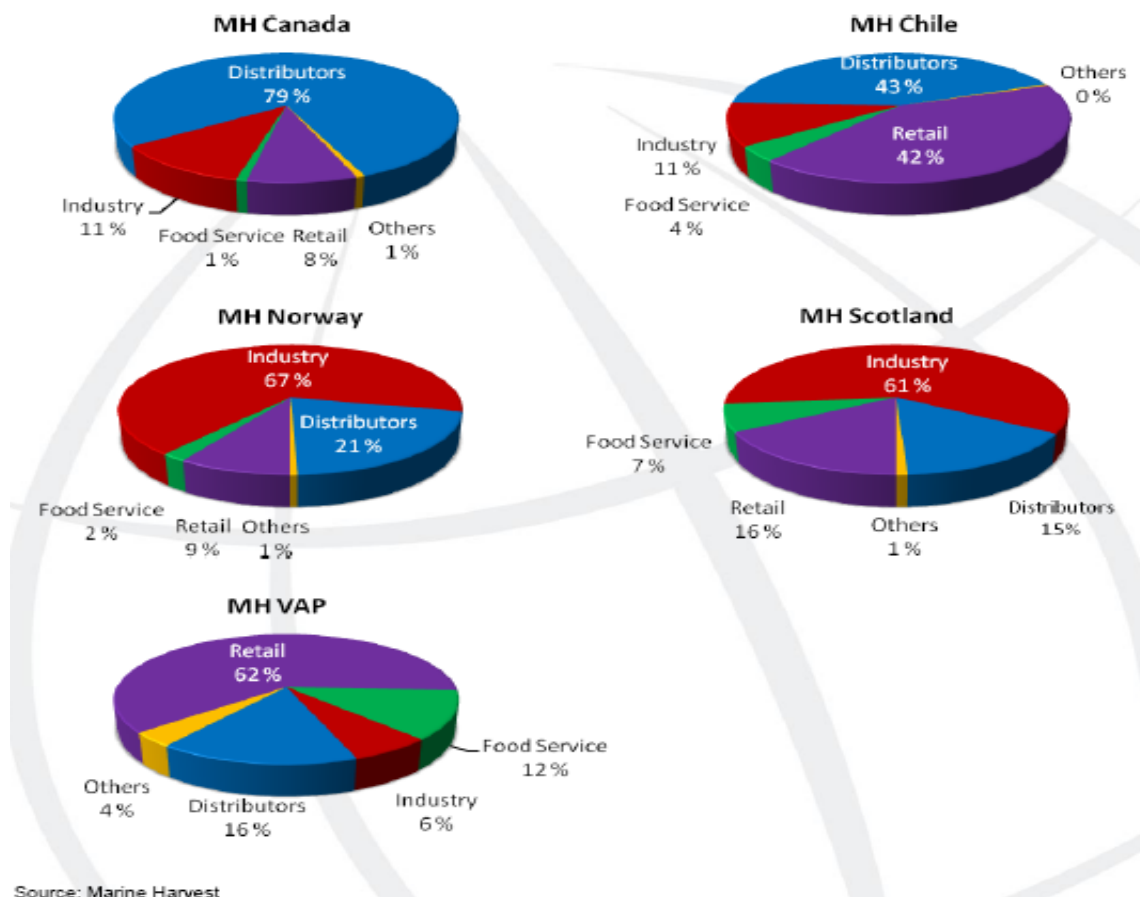
Også kundene kan representere en maktfaktor i bransjen. Maktforholdet kan blant annet bli påvirket av dette:

- Antall kunder
- Størrelse på kundene
- Andel av omsetningen
- Antall tilbydere
- Byttekostnader
- Produktdifferensiering
- Muligheter for vertikal integrasjon

Kundenes forhandlingsmakt øker dersom det er et lite antall kunder som representerer store deler av markedet. I et slikt scenario vil det føre til et avhengighetsforhold for tilbyder og overføring av makt til kunde. I Marine Harvest sitt

tilfelle selges produktene til flere kategorier av kjøpere. De ulike kategoriene kan deles inn i retail (direktesalg til matvarekjeder), food service (hoteller, restauranter, catering), industry (salg til bedrifter som videreforedler), distributors (distributører som videreselger til bedrifter som videreforedler og matvarekjeder) og andre. Se fordelingen for året 2008 under:

Figur 11



Som vi kan se har hver forretningsenhet sin egen salgsprofil. For eksempel selger Marine Harvest Canada det meste av sin produksjon til distributører, mens Marine Harvest Chile har høyere grad av egen videreforedling og selger mer av produksjonen direkte til matvarekjedene. For de norske og skotske forretningsområdene selges fisken for det meste i hel tilstand videre til videreforedlingsvirksomheter som deretter selger fisken videre som filet, porsjoner, røkt laks og andre ferdige produkter. Som vi ser har også Marine Harvest egen videreforedlingsvirksomhet (Value Added Processing – VAP). Hvorvidt denne typen nedstrøms integrasjon er fordelaktig med tanke på konkurranse med andre aktører og maktforholdet med kunder, er dog usikkert. Det avhenger til syvende og sist av

om Marine Harvest selv kan utføre dette minst like kostnadseffektivt og til samme kvalitet som bedriftene de alternativt kan selge fisken hel til.

Marine Harvest har altså flere kort å spille på når det gjelder hva slags kunder de selger til. Ved salg direkte til matvarekjedene kan disse kundene ha en viss forhandlingsmakt med tanke på at det gjerne selges til noen få kjeder som gjerne er av solid størrelse. Men i det hele tatt kan man si at denne diversifiserte kundebasen gjør at trusselen fra kunders forhandlingsmakt svekkes.

På den annen side kan vi si at Marine Harvest ikke nødvendigvis har særlig forhandlingsmakt overfor sine kunder heller. De er langt fra den eneste aktøren i bransjen for oppdrett av laks, og det vil være rimelig å anta at bytte av leverandør ikke medfører altfor store kostnader i denne bransjen, med tanke på det homogene produktet og de markedsbestemte prisene. Byttekostnader bør altså ikke være store for kundene i denne bransjen, gitt at man ikke har inngått lange leveransekontrakter som det koster å bryte ut av.

I alt kan vi si at kundene har en viss forhandlingsmakt i denne bransjen. Produktet som omsettes er av homogen art og det er mange tilbydere, noe som medfører at prisene presses i negativ retning. Samtidig har Marine Harvest som nevnt flere bein å stå på med tanke på og få avsetning for produksjonen.

Leverandører

Dersom en leverandør har en eller annen særstilling i forholdet til kjøperen påvirker det maktforholdet mellom de to, og dermed kan prisene presses. Maktbalansen i forholdet til leverandørene påvirkes av følgende faktorer:

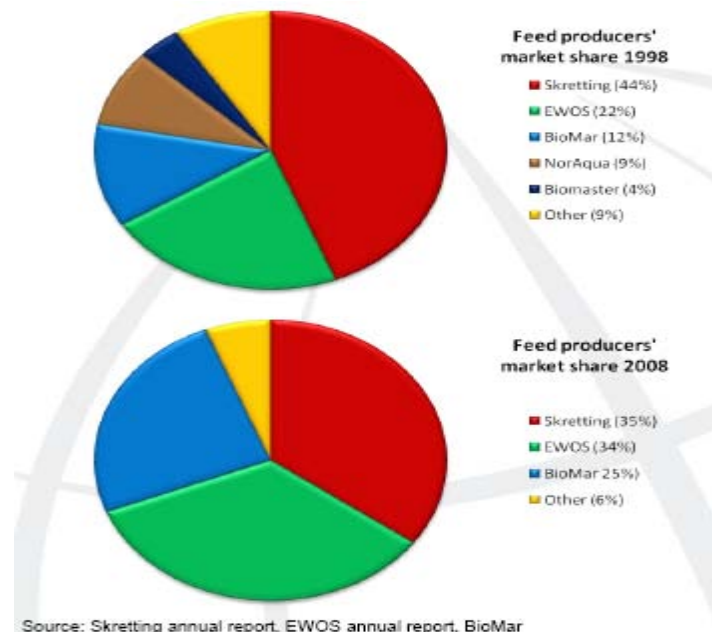
- Antall leverandører
- Størrelse på leverandører
- Andel av totalt kjøp

- Byttekostnader
- Produktdifferensiering
- Muligheter for vertikal integrasjon

Den viktigste leverandøren for aktører i oppdrettsbransjen er fôrproduzentene. Dette fordi fôr i seg selv står for opp i mot halvparten normalt sett av den totale kostnaden ved å drive med oppdrett av laks. I løpet av 2008 har kostnaden til fôr stått for mellom 50 og 60 % av de totale kostnadene til Marine Harvest⁶. Dette skyldtes at enkelte av råvarene som brukes til fiskefôret steg med omtrent 100 % i pris fra slutten av 2007 til sommeren 2008. Dette betyr at en stor del av grunnlaget for lønnsom drift ligger akkurat her. Et viktig fokus for aktører i oppdrettsbransjen er derfor å bruke fôr så effektivt som mulig. Et annet viktig fokus er naturlig nok å forhandle frem så gode priser og leveringsavtaler på fôret som mulig.

Det har i det siste tiåret vært betydelig konsolidering i fôrbransjen, noe figuren under illustrerer:

Figur 12



⁶ Annual Report 2008, Marine Harvest

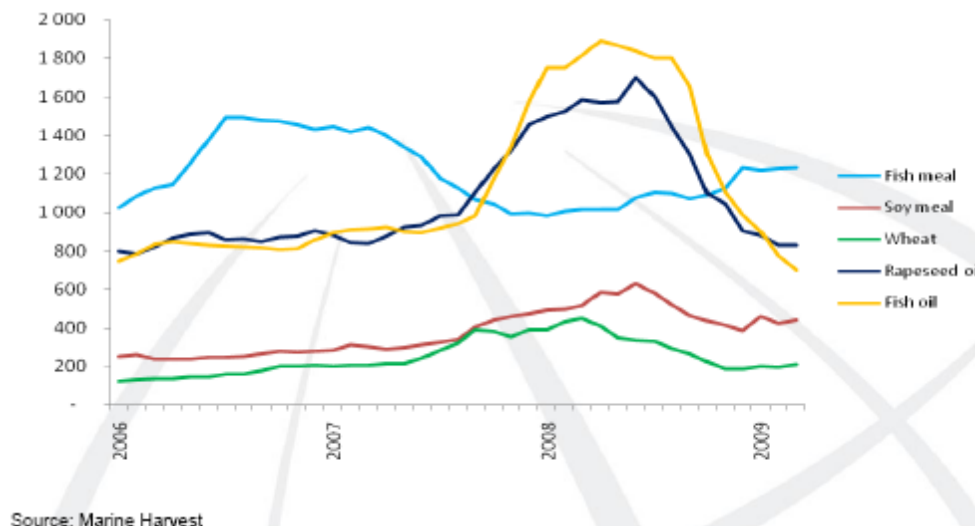
I 2008 og var det mer eller mindre tre store aktører innen fôr til oppdrettsbransjen. De tre, BioMar, EWOS (Cermaq) og Skretting (Nutreco) kan karakteriseres som globale aktører i og med at de er tilstede i de regionene med størst produksjon av laks. I tillegg produksjonen av fôr er også fôrprodusentene viktige bidragsyttere for oppdretterne med tanke på rådgivning, en annen viktig faktor for valg av leverandør. Det at tilbyderne av fôr til oppdrettsbransjen er såpass få og store er noe som i utgangspunktet kan gi fôrprodusentene mer forhandlingsmakt.

En annen viktig faktor er at fôrprodusenten EWOS er eid av børsnoterte Cermaq ASA som også har store eierinteresser i internasjonal fiskeoppdrett gjennom datterselskapet Mainstream Group⁷. Som vist i figur x (referer til figur under næringsbeskrivelsen) er Mainstream en av de største konkurrentene til Marine Harvest på verdensbasis. Gjennom denne eierkonstellasjonen er altså en av de viktigste konkurrentene til Marine Harvest en fullt vertikalt integrert virksomhet, med full kontroll over en svært viktig strategisk del av produksjonen. Konkurranselovgivning setter en effektiv stopper for prisdiskriminering av kunder, men lovgivningen sier ingenting om hvem en leverandør må levere til så lenge markedspriser er gjeldende for leveransen. Dersom fôr skulle bli en knapp faktor kan det derfor være en fordel å ha eierinteresser i en fôrleverandør for å kunne være sikret levering. På den annen side kan det potensielle problemet løses ved å inngå lange bindende kontrakter som sikrer leveransene.

Når det gjelder prisstrukturen har fôrprodusentene tradisjonelt sett operert med kostpluss-kontrakter. På denne måten overlates eksponeringen mot råvareprisene til fôringredienser til oppdrettsselskapene selv, noe som i seg selv kan vise seg å være risikabelt med tanke på hvor volatile disse kan være. Dette kan prisutviklingen for råvarene de siste tre årene vist i figuren under illustrere:

Figur 13

⁷ http://www.ewos.com/portal/wps/wcm/connect/ewosnorway/no/frontpage/om_ewos/ og <http://www.mainstream-group.com/who.htm>.



I alt kan vi si at leverandørene representerer en maktfaktor i og med at aktørene i oppdrettsbransjen er svært avhengig av noen få, store leverandører.

3.3 Internanalyse

I den interne analysen vurderer vi bedriftens strategiske ressurser. For å analysere dette finnes det ulike modellverktøy å benytte seg av. Jeg kommer i min analyse til å vurdere konkurransefortrinn og eventuelle kilder til konkurransefortrinn ved hjelp av modellen KIKK. Deretter vil jeg gjennom en såkalt SVIMA-analyse gjøre en analyse av bedriften i et ressursbasert perspektiv. Jeg vil først se litt nærmere på de enkelte modellene.

3.3.1 Teori – KIKK-modellen

Først og fremst kan det være greit å definere hva et konkurransefortrinn er, og hvordan dette skapes. For å vurdere konkurransefortrinn kan man vurdere bedriftens avkastning opp i mot markedets gjennomsnittsavkastning. Dersom bedriftens avkastning overstiger sistnevnte antyder det at bedriften har et konkurransefortrinn i en eller annen form. At bedriftens lønnsomhet er bedre enn markedets skyldes rett og slett at bedriften er bedre til å skape verdier. Bedre lønnsomhet kan i hovedsak skapes på tre måter. Den første måten er å kunne produsere likeverdige produkter

som markedet, men til lavere kostnader. Den andre måten er å skape et bedre produkt enn resten av markedet, men til en moderat kostnad. Den tredje måten er og både skape et bedre produkt og til lavere kostnader enn resten av markedet, noe som vil være å foretrekke for enhver bedrift.

Kilder til konkurransefortrinn: KIKK

- **Kostnadsstruktur**
- **Innovasjon**
- **Kvalitet**
- **Kundeorientering**

Kostnadsstruktur som kilde til konkurransefortrinn betyr at gjennom en hensiktsmessig struktur på kostnadene kan man oppnå høyere effektivitet. Gjennom effektivitet kan bedriften oppnå bedre lønnsomhet enn sine konkurrenter. Dette kan være effektivitet med hensyn til arbeidskraft, innsatsfaktorer og lignende.

Kvalitet kan også være en kilde til konkurransefortrinn. Gjennom at produktet selskapet leverer oppfattes som bedre enn konkurrentenes produkter med hensyn til kvalitet, kan produktet bli et mer opplagt valg enn konkurrerende produkter. Dessuten kan det føre til at man kan ta en høyere pris enn konkurrentene.

Innovasjon kan gjøre at man er raskere på markedet med nye teknologier enn konkurrentene, eller at man er raskere enn konkurrentene til å benytte ny teknologi i produksjon. På denne måten kan man oppnå bedre priser i markedet, eller oppnå kostnadsfordeler.

Kundeorientering kan også være en kilde til konkurransefortrinn. Gjennom å sette kunden i fokus kan man foretrekkes fremfor konkurrenter dersom fordelene kundefokuset gir oppfattes som positive. Kundefokus i denne sammenheng kan være utvidet service i forbindelse med både kjøp og etter kjøp. Dessuten kan nært forhold til kunder hjelpe med å sørge for at man vet hva kunden vil ha, med tanke på fremtidige produktlanseringer.

KIKK-modellen sier i det hele tatt at gjennom ressurser, kapabiliteter og aktiviteter kan man oppnå konkurransefortrinn. Med ressurs menes her noe bedriften har som kan bidra til å skape verdi for kunden. Kapabilitet henspeiler på organiseringen av ressursene. Dette kan forklare hvorfor tilsynelatende ressurssvake bedrifter evner å utkonkurrere ressurssterke bedrifter. Innsikt og teft gjør noen bedrifter i stand til å gjøre bedre bruk av gitte ressurser. Med aktiviteter menes noe bedriften gjør (eller ikke gjør) som kan bidra til å skape verdi for kunden.

3.3.2 Teori – SVIMA-modellen

Det ressursbaserte perspektivet på bedriften danner grunnlaget for SVIMA-modellen. I henhold til det ressursbaserte perspektivet består bedrifter av sett med ressurser. Bedriftene i markedet konkurrerer med ulike ressurser (heterogenitet). Ressurser kan bare delvis flyttes på eller kopieres (immobilitet). I dette perspektivet stammer dermed konkurransefortrinn fra verdifulle ressurser som ikke lett kan kopieres. Når det gjelder selve ressursene kan disse være av ulik art:

- Fysiske
- Finansielle
- Organisatoriske (Rutiner, prosedyrer, organisasjonskultur)
- Relasjonsbaserte (Omdømme, relasjoner)
- Kompetansebaserte (Kunnskaper, ferdigheter, evner)

De kan også deles inn i fysiske vs. Ikke-fysiske ressurser.

I SVIMA-analysen tar vi derfor sikte på først og fremst å identifisere hvilke ressurser bedriften har. Man må deretter vurdere hvorvidt ressursene man identifiserer kan gi grunnlag for konkurransemessig fortrinn. Det er fem betingelser for at de skal gi et varig fortrinn:

- **Sjelden**
- **Viktig**
- **Ikke imiterbar**

- Mobilisert
- Appropriert

Sjelden henspeiler på om ressursen er særegen for bedriften. Særegenhet i seg selv er ikke nok, ressursen må også være viktig i form av at den kan utgjøre en forskjell for bedriften i form av lønnsomhet. Dessuten må ikke ressursen være av en art som lar seg lett kopiere av konkurrenter, altså kan den ikke være imiterbar. Ressursen må også være mobilisert for at den skal ha noen verdi, altså at den blir utnyttet av bedriften. Til slutt må ressursen være appropriert, det vil si at verdien som ressursen tilfører fanges opp av bedriften selv, ikke andre interessenter som for eksempel kunder eller leverandører. Dersom alle disse fem betingelsene er oppfylt kan ressursen være en kilde til et varig konkurransefortrinn.

3.3.3 Anvendelse av KIKK

Kostnadsstruktur

Fôrkostnader er som kjent den dominerende kostnaden for Marine Harvest og andre aktører i oppdrettsbransjen. Mellom 50 og 60 % av Marine Harvest sine kostnader i 2008 kom direkte fra fôr. I følge konsernsjef Åse Aulie Michelet jobber bedriften hardt for å få ned disse prisene og forventer en klar reduksjon i kostnadene til dette i 2009⁸. I 2008 ble viktige kontrakter med nøkkelleverandører inngått hvor kontraktsstrukturen ble noe endret. Historisk sett har leverandørenes priser tatt utgangspunkt i kost-pluss, noe som har betydd at all risiko med hensyn til varierende råvarepriser har blitt skjøvet over på kjøperne, altså oppdretterne. Med tanke på at råvarene står for 80-85 % av fôrkostnadene, og at noen av disse råvarene på kort tid doblet seg i pris løpet av en periode på slutten av 2007 og inn i 2008, kan denne risikofaktoren betraktes som betydelig. De nye kontraktene for leveranse av fôr som Marine Harvest inngikk i 2008 var konstruert slik at begge parter skulle få nytte av bedre kontroll over råvarekostnader, uten at hva som nøyaktig ligger i dette er utdypet noe nærmere⁹. Men det vil være rimelig å anta at Marine Harvest gjennom

⁸ Marine Harvest Annual Report 2008, s. 2.

⁹ Marine Harvest Annual Report 2008, s. 6.

de nye kontraktene har tatt sikte på og få bedre kontroll over disse kostnadene, og risikoen knyttet til disse.

Av andre kostnader som kan være av en viss betydning har vi smolt, lønn til arbeiderne, transport, prosessering og videreforedling, samt andre operasjonelle kostnader som administrasjon og forsikring. Disse utgjør hver enkelt forholdsvis lite av den totale kostnadssammensetningen. Se kostnadsstrukturen for henholdsvis de norske, kanadiske og skotske virksomhetsområdene i figuren under:

Figur 14¹⁰

	Norway (NOK)	Canada (CAD)	Scotland (GBP)
Feed	10,60	1,80	0,99
Primary processing	2,29	0,53	0,25
Smolt	1,79	0,46	0,26
Salary	1,42	0,33	0,18
Maintenance	0,87	0,13	0,06
Wellboat	0,72	0,14	0,13
Depreciation	0,79	0,26	0,12
Sales & Marketing	0,31	0,04	0,04
Mortality	0,27	0,05	0,05
Other	1,95	0,75	0,41
Total*	21,00	4,50	2,50

Som allerede påpekt kan man se at fôret representerer en stor del av kostnadene på alle tre forretningsenhetene, og i løpet av 2008 enda større andeler grunnet de nevnte prisøkningene som senere gikk en del tilbake. Man kan også vurdere om Marine Harvest kan oppnå kostnadsfordeler gjennom sin størrelse i form av skalafordeler. Dette kan være gjeldende til en viss grad, men som omtalt i tidligere deler av oppgaven har også mindre og mellomstore aktører i bransjen vist seg levedyktige.

Kvalitet

Marine Harvest har som et viktig mål å levere produkter med høy teknologisk og næringsmessig kvalitet som møter kundenes krav og forventninger¹¹. Den teknologiske kvaliteten dekker parametre som kvalitetsgrad, størrelse og form på

¹⁰ Salmon farming industry handbook, s. 49.

¹¹ <http://www.marineharvest.com/en/Corporate-responsibility/Food-quality/>

fisken, fettinnhold, pigmentinnhold og forpakningsspesifikasjoner. Norske myndigheter har for øvrig etablert strenge ordninger for å kontrollere næringen¹². Fiskeridirektoratet fører kontroll med produksjonen av fisk i merder, mens Mattilsynet fører kontroll med kvaliteten på fisken med fokus på fisk som matvare. Det føres også grundig kontroll med medisiner i oppdrettsnæringen.

Selv om Marine Harvest selv har strenge krav til kvalitet, gjelder dette i praksis for alle aktører i oppdrettsbransjen. Gjennom strenge krav som settes av norske myndigheter og andre lands myndigheter både med hensyn til hvordan næringen drives og dens bærekraftighet, og til sluttproduktenes kvalitet, vil oppdrettslaks være et kvalitetsmessig tilfredsstillende produkt uavhengig av hvilken aktør som har produsert den. Man kan derfor ikke si at Marine Harvest sitt fokus på kvalitet er noe som skiller bedriften fra resten av bransjen. Kvalitet som ressurs blir derfor mer å regne som en nødvendighet for å kunne operere i denne bransjen enn en potensiell kilde til konkurransefortrinn.

Innovasjon

Marine Harvest er langt fremme når det gjelder bruk av nye metoder for å effektivisere produksjonen, og for å ta hånd om de etter hvert eskalerende sykdomsproblemene. En innovativ innhøstingsmetode har blitt introdusert og tatt i bruk på Marine Harvest sine norske og kanadiske anlegg¹³. Metoden skal forbedre fiskens velvære under innhøstingen og redusere kostnader samt bedre produktkvaliteten. Fiskens velvære bedres ved at stress minimeres ved innhøstingen. Dette muliggjøres ved hjelp av bruk av spesialkonstruerte båter med teknologi som gjør at fisken kan svømme helt frem til slaktingen skal igangsettes. Dette medfører at behovet for bruk av egne båter som frakter levende fisk til slakting blir unødvendig. Dette gir videre to fordeler. For det første kan båtene frakte mer fisk så lenge fisken er ferdigslaktet, som gir mindre forbruk av driftstoff og dermed lavere utslipp. Dessuten kan lukkede båter benyttes for frakt av den ferdigslaktede fisken, slik at

¹² http://www.laksefakta.no/files/documents/infoark_havbrukbaerekraft_no.pdf

¹³ <http://www.marineharvest.com/en/Corporate-responsibility/Qmarine-in-practise/New-harvest-methods-in-Marine-Harvest-Canada/>

sykdomsrisikoen reduseres under transporten. Prosjektet er finansiert dels av Marine Harvest Norge, og dels av båtprodusenten Napier og Innovasjon Norge.

Marine Harvest er også langt fremme når det gjelder nye metoder for bekjempelse av biologiske problemer som blant andre lakselus. En metode for bekjempelse av dette er bruken av leppefisk (berggyllt, grønngyllt el.). Opp gjennom årene har Marine Harvest opparbeidet kompetanse på bruk av leppefisk som et biologisk verktøy for å kontrollere utbredelsen av lakselus¹⁴. Ved å bruke denne metoden kan man unngå eller i allefall minimere bruken av skadelige medisiner. Dette året har Marine Harvest investert NOK 8 mill for å starte oppdrett av leppefisk, og forventer nye investeringer på NOK 10 mill per år i 2010, 2011 og 2012.

Marine Harvest eier også forskningssenteret Centre for Aquaculture Competence (CAC) sammen med AKVA Group og Skretting¹⁵. Målet med forskningen på dette senteret er å finne løsninger som sørger for at oppdrett av laks er en bærekraftig bransje i fremtiden, samt finne løsninger på problemer av biologisk art. Marine Harvest samarbeider dessuten med miljøorganisasjonen WWF, et partnerskap som har som formål å redusere de miljømessige konsekvensene og de økologiske fotsporene av oppdrettsvirksomhet¹⁶.

I sum kan det synes som at Marine Harvest ligger langt fremme hva angår innovasjon, og dette kan betraktes som en av bedriftens viktigste ressurser.

¹⁴ <http://www.marineharvest.com/en/Corporate-responsibility/Qmarine-in-practise/Biological-tool-towards-sea-lice/>

¹⁵ <http://www.marineharvest.com/en/Corporate-responsibility/Qmarine-in-practise/Sustainability-breakthrough-by-Marine-Harvest/>

¹⁶ <http://www.marineharvest.com/en/Corporate-responsibility/Working-with-the-WWF/Partnership-with-WWF--Norway/>

Kundeorientering

I og med at oppdrett av laks er en bransje hvor produktet er mer eller mindre homogent, er det vanskelig for de enkelte aktørene og skille seg ut med tanke på produktet som leveres, og dermed å tilpasse seg kunders behov. Kundene til aktørene i oppdrettsbransjen er i hovedsak matvarebransje, servicebransje (hoteller, restauranter etc.), videreforedlingsindustri og distributører. Man selger altså ikke direkte til sluttbrukerne, men via andre ledd. Det kan ikke sies at Marine Harvest har aktiviteter per i dag som tyder på at kundefokuset står sentralt, ei heller ser jeg noen god grunn til at de burde ha det.

Oppsummering KIKK

I sum kan vi si at Marine Harvest kan ha flere konkurransefortrinn sammenlignet med konkurrentene i bransjen. Et viktig konkurransefortrinn er organisasjonen i seg selv. Marine Harvest er verdens største i bransjen de opererer, noe som blant annet kan gi fordeler i form av skalafordeler, makt i forhandlinger og økonomisk tyngde til å greie seg gjennom vanskelige perioder. Selskapet har også et sterkt fokus på innovasjon for å sørge for å holde på sin sterke posisjon i bransjen, og for å sørge for at bransjen har livets rett også i fremtiden. Dette både ut i fra selskapets uttalelser og konkrete handlinger. Når det gjelder det kostnadmessige, har Marine Harvest inngått nye kontrakter med fôrleverandører som skal skape noe bedre betingelser og bedret risikoeksponering mot volatile råvarepriser på fôringredienser. Jeg har derimot intet grunnlag for å si at dette kan gi Marine Harvest noe konkurransefortrinn på kostnadssiden, utover eventuelle skalafordeler.

3.3.4 Anvendelse av SVIMA

Det er først og fremst nødvendig å vurdere hvilke ressurser Marine Harvest har som man kan betrakte som strategisk viktige i konkurranse med andre aktører i oppdrettsbransjen. Selskapets sterke fokus på innovasjon er en viktig strategisk ressurs. Gjennom innovasjon kan Marine Harvest oppnå konkurransefortrinn på viktige områder som kostnader og sykdomsbekjempelse. En annen viktig ressurs for

Marine Harvest er som nevnt organisasjonen i seg selv. Marine Harvest er verdens største i bransjen de opererer, noe som blant annet kan gi fordeler i form av skalafordeler, makt i forhandlinger og økonomisk tyngde til å greie seg gjennom vanskelige perioder. En tredje viktig ressurs for Marine Harvest er lokalitetene de er opererer på. De har i dag virksomhet på alle de viktigste geografiske områdene hvor oppdrett av laks er mulig, som Norge, Skottland, Chile og Canada. Som nevnt tidligere må de naturlige forholdene ligge til rette for at oppdrett av laks skal være mulig. Dette er ikke bare viktig for å ha flere bein å stå på hvis ett av områdene får problemer, men gjør dem også i stand til å betjene de tradisjonelt viktigste markedene på verdensbasis.

Analyseskjema:

	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert
Innovasjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja/Nei
Organisasjon	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja
Lokaliteter	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja

Innovasjon

Marine Harvest er i spissen av aktørene i oppdrettsbransjen når det gjelder innovasjon. Selskapet er det største i bransjen og har et sterkt fokus på innovasjon, således kan vi si at ressursen er sjelden. Ressursen kan gi konkurransefortrinn på viktige områder som kostnader og sykdomsbekjempelse, altså er den verdifull. Også andre aktører i oppdrettsbransjen kan velge å gi innovasjon et sterkt fokus gjennom å bruke mer penger på det og inngå samarbeid med viktige partnere på dette området. Innovasjon kan derfor ikke sies å være ikke imiterbart. Ressursen kan sies å være mobilisert, jfr. KIKK-analysen. Hvorvidt ressursen er appropriert er litt vanskelig å si. Fordelene som Marine Harvest får gjennom ressursen kan fort tilfalle andre aktører i bransjen og. Innovasjon kan gagne oppdrettsbransjen som helhet.

Organisasjon

Marine Harvest er den største aktøren i oppdrettsbransjen, men det er også flere andre aktører i bransjen som er av betydelig størrelse deriblant Cermaq sitt fulleide oppdrettsselskap Mainstream, jfr. Figur x. Marine Harvest er ikke eneste aktør i

bransjen som har virksomhet på alle de viktigste områdene, og betjener alle de viktigste markedene. Ressursen kan derfor ikke sies være sjelden. Ressursen er viktig fordi den gir selskapet flere bein å stå på, og kan gi skalafordeler. Den kan ikke anses ikke imiterbar i og med at det finnes konkurrenter av betydelig størrelse fra før av som kan vokse seg større. Ressursen tas i bruk og fordelene av den tilflyter selskapet, den kan anses som både mobilisert og appropriert.

Lokaliteter

Ressursen kan ikke anses som sjelden, da flere av konkurrentene opererer på samme lokaliteter, og noen av de største på alle lokalitetene som Marine Harvest. Ressursen er viktig fordi den gir selskapet flere bein og stå på og gir geografisk nærhet til viktige markeder. Ressursen kan ikke anses være ikke imiterbar da konkurrentene opererer på samme måte. Ressursen kan anses være mobilisert og appropriert, den utnyttes av selskapet og fordelene den gir går tilbake til selskapet.

Oppsummering SVIMA

De tre ressursene som er trukket frem er av viktig strategisk betydning for Marine Harvest. De tilfører selskapet viktige egenskaper som gjør selskapet til en sterk aktør i oppdrettsbransjen. På den annen side oppfyller ingen av de nevnte ressursene samtlige betingelser i modellen. Ressursene kan derfor ikke anses å være kilder til varige konkurransefortrinn for Marine Harvest.

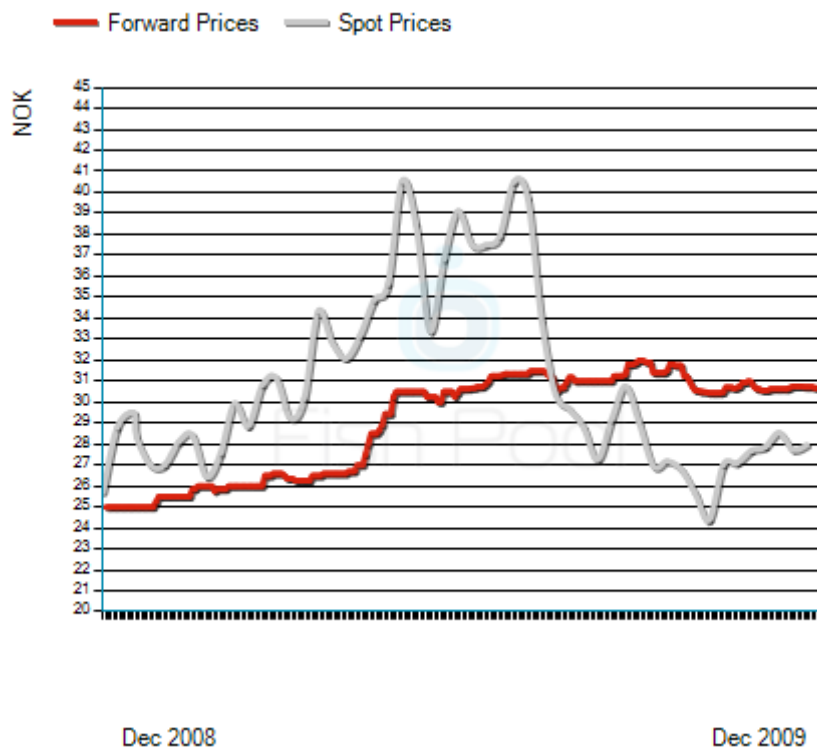
3.4 Risikofaktorer

Avslutningsvis i denne strategiske analysen kan det være verdt å ta en titt på ulike risikofaktorer som man må ta hensyn til hva angår både Marine Harvest og bransjen som helhet. Ulike risikofaktorer kan påvirke virksomheten, dens finansielle situasjon, og fremtidige resultater og kontantstrømmer.

3.4.1 Markedsrisiko

Først og fremst har vi risikofaktorer knyttet til markedet. Risikofaktorer i denne gruppen er for eksempel priser på laks, og kostnader knyttet til fôr. Marine Harvest sin fremtidige finansielle posisjon og utvikling avhenger i stor grad av prisen på laks, som historisk sett har hatt betydelige fluktasjoner. Den fremtidige balansen mellom tilbud og etterspørsel vil være avgjørende for lønnsomheten. Fôrkostnader utgjør den mest betydelige kostnadskomponenten og prisene på fôr har derfor tilsvarende grad av viktighet. Figuren under viser prisutviklingen for oppdrettslaks det siste året.

Figur 15¹⁷



Prisene på laks har tidvis vært over kr. 40 per kg i spotmarkedet det siste året. Dette skyldes til en viss grad den biologiske situasjonen i Chile (sykdomsproblemer), som har gått noe utover det totale tilbudet. Fremtidsprisene har i en viss tid ligget stabilt rundt kr. 30 per kg, noe som kan antyde at dette er et reelt prisestimat for fremtiden på kort til mellomlang sikt.

¹⁷ www.fishpool.eu

3.4.2 Operasjonell risiko

En annen viktig risikofaktor er den operasjonelle. Knyttet til denne er den største enkeltstående risikofaktoren sykdom. Oppdrett av fisk medfører betydelig risiko for sykdom, noe som har vært vist seg helt siden bransjens fødsel. Ved sykdomsutbrudd kan oppdretteren i tillegg til direkte tap av fisk få betydelige kostnader i form av tapt vekst på biomasse, akselerert innhøsting, dårligere kvalitet på fisken og redusert produksjonskapasitet. Det finnes et antall forskjellige sykdommer som bransjen har varierende grad av kontroll over per i dag, men den største utfordringen i form av sykdom for bransjen i dag er ILA (Infeksiøs lakseanemi).

Det smittsomme ILA-viruset (Infeksiøs lakseanemi) ble først oppdaget ved to av Marine Harvest sine oppdrettsanlegg i Chile i august 2007¹⁸. Siden den gang har sykdommen blitt spredt med rekordhastighet til et tresifret antall anlegg i oppdrettsnæringen i landet. På den tiden visste ingen at Chiles lakseoppdrettsbransje, som er den nest største i hele verden, var i ferd med å oppleve det verste sykdomsutbruddet i historien. Konsekvensene av dette har vært svært nedslående for de som har blitt rammet, med nedslakting og milliardtap. Årsaken til utbruddet er trolig at det er brukt ILA-infisert rogn, men multiresistente lakselus kan ha medvirket til spredningen.

Lakselus er et krepsdyr som lever av slim, skinn og blod fra laksefisk. Laksen får hudskader som både forringer fiskens helsetilstand samt gjør den mer utsatt for andre infeksjoner. Veksten i oppdrettsnæringen har bidratt til at også mengden lakselus er betydelig større enn tidligere. I tillegg til at lusen forringer oppdrettslaksen, er det også påvist langt mer lus på villaks og sjørørrrett i sommer. Store mengder lus kan ta livet av villfisken.

¹⁸ Dagens Næringsliv 1. Desember 2009, s. 6-7.

Det finnes legemidler mot lakselus, men det er fare for at lakselusen etter hvert utvikler økt motstandsdyktighet mot disse midlene. Dette har allerede skjedd i Chile, og man har nå også påvist lignende tilfeller langs norskekysten. I en rekke anlegg er det påvist multiresistens – det vil si at lakselusen er motstandsdyktig mot flere legemidler. Et alternativ for oppdretterne kan være leppefisk (berggyllt, grønngyllt el.) som beiter på lus som sitter på fisken, men dette fungerer dårlig ved lave vanntemperaturer. Det satses hardt på å løse problemet, og Marine Harvest er bruker stor midler for å få kontroll over situasjonen. Blant har de startet opp med oppdrett av leppefisk dette året, noe de vil fortsette med i årene som kommer. Dessuten er det flere andre metoder på trappene for å få bukt med problemet, som for eksempel kombinasjonsmetoden som har vist seg gi gode resultater så langt¹⁹.

I løpet av denne våren har lakseproduksjonen i Chile vært fallende og prognoser for fremtidig produksjon har blitt stadig nedgradert som følge av de negative utsiktene. De neste årene vil bli tøffe for den chilenske laksoppdrettsnæringen med gjenoppbygging og tiltak for å ta hånd om dette sykdomsutbruddet.

Store strukturelle endringer planlegges nå for en industri som har vokst raskt, raskere enn hva som har vist seg å være en bærekraftig utvikling. Dette er den største utfordringen som denne næringen har møtt på så langt, ikke bare på grunn dens omfattende karakter med tanke på tapte volumer, men også med tanke på hvordan den medfører krav til rask og omfattende endring for å forhindre at næringen forsvinner.

3.4.3 Andre risikofaktorer

Av andre risikofaktorer som kan være verdt å nevne er potensielle internasjonale restriksjoner på handel, den generelle økonomiske utviklingen (ref. finanskrisen og

¹⁹ Dagens Næringsliv 12. Desember 2009, s. 12-13.

dens ettervirkninger), valuta- og renterisiko, samt miljø (klimaproblematikk og bransjens bærekraftighet).

3.5 Oppsummering strategisk analyse

På bakgrunn av den strategiske analysen er det nå et grunnlag for å vurdere Marine Harvest sine fremtidige muligheter. Gjennom den eksterne analysen som tok for seg bransjen og Marine Harvest sin rolle i denne, ble det vist at selskapet er en betydelig maktfaktor gjennom at selskapet er den største og dermed dominerende aktøren. Samtidig ble det påpekt at selskapet kan være sårbart både med tanke på konkurransestrukturen i markedet (tilnærmet fullkommen konkurranse, homogene produkter) og leverandørers makt (3 leverandører med tilnærmet hele markedet for fôr). Gjennom den interne analysen ble det gjort klart at Marine Harvest innehar viktige strategiske ressurser i form av solid organisasjon, innovasjon og lokaliteter. Ressursene kan på den annen side ikke sies å være kilder til varige konkurransefortrinn. Andre aktører i bransjen kan i teorien true selskapets posisjon i fremtiden.

Det er også klart at Marine Harvest har en del utfordringer i forhold til ulike risikofaktorer som må håndteres. De aller fleste av dem skyldes eksterne forhold, og det er derfor lite Marine Harvest kan gjøre annet enn å tilpasse seg de rådende forholdene på best mulig måte.

De viktigste tallene for den videre analysen når det gjelder Marine Harvest sitt potensial i fremtiden er prisen på oppdrettslaks i markedet, prisen på fôr (gitt relativ viktighet for totale kostnader) og produksjonsvolum for både Marine Harvest selv og bransjen i sin helhet. Når det gjelder prisen på laks er fremtidsprisene en god indikasjon på hvilket prisnivå man kan vente seg i fremtiden. Per i dag konvergerer

fremtidsprisene mot en pris rett over på kr. 30 (kr. 30,69 for hele 2010 sett under ett²⁰).

Når det gjelder fremtidige kostnader på fôr forventes de å ligge omtrent på dagens nivå, men det kan være grunn til å forvente at effektiviteten når det gjelder utnyttelse av fôret kan bli bedret i årene som kommer. Det gjelder for Marine Harvest å utvikle gode fôrstrategier med mål om å drive opp fisken til sedvanlig god kvalitet til lavest mulig kostnad. Det finnes et optimalt fôringsnivå for å oppnå lavest mulige produksjonskostnader. For restriktiv fôring kan forsinke produksjonen, være uøkonomisk og gå utover fiskens velferd. Et mer aggressivt fôrregime med større forbruk av fôr kan virke positivt inn på produksjonssyklusens, men til en høyere kostnad og lavere utnyttelsesgrad av fôret. Fôrets utnyttelsesgrad måles ved Feed Conversion Rate (FCR) som er forholdstallet mellom hvor mye fôr som benyttes for å produsere en viss mengde fisk. En utnyttelsesgrad på 1,2 er normalt i dag²¹. Det vil si at for å få en kilo fisk, må det benyttes 1,2 kilo med fôr. Det er allikevel realistisk å kunne forvente at utnyttelsesgraden kan komme ned mot 1 som følge av nye råvarer i fiskefôret, bedre fôr og dyktige oppdrettere²².

Når det gjelder produksjonsvolumer har Marine Harvest i forbindelse med tallene for 3.kvartal signalisert et estimat på 322 000 tonn for år 2009, noe som er en økning på 9 000 tonn fra året før²³. Dette til tross for at produksjonsvolumene fra Chile har vært lave grunnet sykdomssituasjonen der nede. De norske anleggene har i stor grad veid opp for Chile. Det signaliseres mindre enn 5 000 tonn produksjon fra Chile neste år, men aktiviteten i landet vil gradvis øke etter dette. På tidspunktet hvor 3.kvartalstallene ble publisert ble det signalisert fra norske myndigheter en økning i maksimal tillatt biomasse på 5 % for alle lisenser fra 2010, et syn som muligens må korrigeres med tanke på all oppmerksomhet sykdomsutviklingen på norske anlegg har fått mot slutten av dette året.

²⁰ Dagens Næringsliv 15. Desember 2009, s. 40.

²¹ Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 60.

²² http://www.laksefakta.no/files/beregning/faktaark/infoark_laksvillfisk_no2.pdf

²³ <http://hugin.info/209/R/1355208/328875.pdf>

4. Verdenssettelse – teoriene

4.1 Innledning

Det er i utgangspunktet tre brede hovedperspektiver når det gjelder verdenssettelse av selskaper: Fundamental, komparativ, og opsjonsbasert verdenssettelse. Den fundamentale verdenssettelsen baserer seg på neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer for å fastsette en verdi på selskapet. I komparativ verdenssettelse bruker man andre selskaper, helst innenfor samme bransje, for å finne frem til en verdi for selskapet. Dette gjøres ved å lage multiplikatorer ved å bruke finansielle nøkkeltall som for eksempel Pris/bok-forhold, altså prising i forhold til bokførte verdier. I det opsjonsbaserte perspektivet ser man på selskapet som et prosjekt eller et sett av opsjoner, og verdenssettelsen foretas ved å benytte opsjonsprisingsteori.

Den teoretiske biten som følger er basert på forelesningsfoiler i kursene FIE400N – Finansmarkeder, FIE402N – Foretakets finansiering og FIE437 - Mergers & Acquisitions and Valuation, samt de ulike pensumbøkene tilhørende de nevnte kursene²⁴.

4.2 Fundamental verdenssettelse

Det fundamentale utgangspunktet er at verdien av et selskap er nåverdien (PV – present value) av fremtidige kontantstrømmer som vil gi avkastning til investorene:

$$PV(\text{selskap}) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+R)^t}.$$

Hvor: CF_t er Cash flow eller kontantstrøm (KS) på tidspunkt t og R representerer avkastningskravet. Hvis vi var i stand til å kunne forutse de fremtidige kontantstrømmene perfekt, ville verdenssettelse vært enkelt. Dessverre er det stor

²⁴ Brealey, Myers & Allen; Corporate Finance, 8. utg, 2006. McGraw-Hill Irwin.

Bodie, Kane & Marcus: Investments. 6. utg, 2005. McGraw-Hill Irwin.

Damodaran, Aswath: Investment Valuation – Tools and techniques for determining the value of any asset. 2. utg, 2002. Wiley Finance.

usikkerhet knyttet til å estimere fremtidige kontantstrømmer for et selskap. Derfor er en stor del av fokuset innen verdsettelse rettet mot hvordan man best mulig kan estimere fremtidige kontantstrømmer, og hvordan man setter verdier på usikkerheten knyttet til kontantstrømmene. I virkeligheten vet man altså ikke hva fremtidige kontantstrømmer vil være, og man må forsøke estimere dem ved hjelp av regnskapene og annen informasjon.

Den enkleste måten å verdsette et selskap på er rett og slett å estimere hva fremtidige kontantstrømmer til aksjonærene vil være (utbytte og eventuelt tilbakekjøp av aksjer), og deretter diskontere disse tilbake til nåverdier. Verdien på et selskap er nåverdien av forventede fremtidige dividender (D):

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R)^t}$$

Modellen er kjent som Dividend Discount Model (DDM). Den enkleste antakelsen man kan ta er at fremtidige dividender vil være konstant, D. Verdien på selskapet blir da:

$$V = \frac{D}{r}$$

En mer realistisk antakelse er at dividendene vil vokse over tid, dette med en vekstfaktor g. Tar man hensyn til dette blir verdien av selskapet:

$$V = \frac{D_1}{r - g}$$

Hvor D_1 er forventet dividende år 1. Dette kalles Gordons vekstmodell. Den er i seg selv for enkel til å brukes som den står, men tankegangen er allikevel høyst relevant når man ser på Free Cashflow (FCF – fri kontantstrøm), noe jeg vil komme tilbake til.

Mens DDM er den enkleste måten å foreta en verdsettelse på, er den også den minst nøyaktige. Dividendeutbetalinger avhenger av mange faktorer som vekst, konkurranse, valutakurser, endringer i lovgivning, generell økonomiske forhold osv. Selv om dividender er kontantstrømmer og gir verdi for aksjonærene, er de en primitiv form for verdi. Et mer fundamentalt konsept er lønnsomhet, og på lang sikt kan dividender bare komme fra lønnsomhet i driften.

Hvis en kun ser på fri kontantstrøm til eierne kan en bruke egenkapitalmetoden som i figuren til venstre under. Hvis en fokuserer på de frie kontantstrømmene til både eiere og kreditorer se figur til høyre

EBIT * (1-T)	EBIT * (1-T)
+ Avskrivninger	+ Avskrivninger
- Endring i arbeidskapital	- Endring i arbeidskapital
- Kapitalutgifter	- Kapitalutgifter
- Minoritetens andel av res.	= Fri kontantstrøm til TK
- Netto finanskostnader	
+ Endring i gjeld	
= Fri kontantstrøm til EK	

EBIT er forkortelse for earnings before interest and taxes, altså resultat før renteinntekter og kostnader og skatt. T angir skattesatsen, slik at skatten trekkes ut ved å multipliserere med 1-T. Arbeidskapital er midler som er bundet opp av driften som for eksempel kundefordringer og leverandørgjeld. I kontantstrømanalysen ser man på om nivået på disse har endret seg i inneværende periode og dermed bundet opp midler eller frigjort midler som ellers kunne vært frigjort til totalkapitalen. Jo mindre arbeidskapital jo bedre, da dette ikke er midler som gir noen form for avkastning. Med kapitalutgifter menes nye investeringer korrigerert for avskrivninger. Man ser altså på kjøp og salg av anleggsmidler, noe endringen i anleggsmidler vil uttrykke, i tillegg til avskrivninger og eventuelle nedskrivninger. Minoriteters andeler henspiller på eierandeler i selskaper hvor eierandelen er mer enn 50 %, men ikke fullleid. Et slikt selskap vil bli konsolidert inn i balanse og resultatregnskap, men det må trekkes ut eventuelle andeler av resultat som skal tilfalle de resterende aksjonærene i det delvis eide selskapet.

Det er problematisk og predikere kontantstrømmer i all fremtid, så det er vanlig å dele verdsettelsen opp i flere perioder. Den første perioden er den eksplisitte perioden der kontantstrømmene blir estimert. Denne perioden varierer i lengde men det mest vanlige er en periode på fem til ti år. Etter dette er det vanlig å anta en eller flere steady state perioder med en konstant vekst i kontantstrømmene. Da kan man bruke Gordons formel for å finne horisontverdien av selskapet. Man kan dermed si at selskapet verdi kan uttrykkes som følgende:

V_0 = Nåverdien av kontantstrømmen i en eksplisitt periode + horisontverdien av selskapet.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{T-1} \frac{KS(t)}{(1+k)^t} + \frac{KS(T) \times (1+g)}{(1+k)^T \cdot (k-g)}$$

T= antall år i den eksplisitte perioden.

Kontantstrømmene må neddiskonteres med en faktor som reflekterer avkastningskravet til totalkapitalen. Her kommer Weighted average cost of capital (WACC) inn.

$$WACC = \left(\frac{E}{D+E} \right) \cdot y + \left(\frac{D}{D+E} \right) \cdot d(1-t_c)$$

E=Equity (egenkapital), y=avkastningskrav til egenkapitalen, D=Debt (gjeld), d=gjeldskostnad, t_c =bedriftsskattesats. WACC tar hensyn til både aksjonærenes avkastningskrav og kreditorenes avkastningskrav. Aksjonærenes avkastningskrav, altså avkastningskravet til egenkapitalen, er representert ved det første leddet i uttrykket. Det andre uttrykket representerer gjeldskostnaden som korrigeres for skatt. I uttrykket veies avkastningskravet til totalkapitalen ved å vektlegge de ulike kapitalkostnadene på bakgrunn av henholdsvis egenkapitalens og gjeldens andel av den totale kapitalen. For både egenkapital og gjeld brukes markedsverdier.

Markedsverdien til egenkapitalen er rett og slett børsverdien til selskapet, noe som i utgangspunktet er det man ønsker å finne. Gjeldende børsverdi vil derfor benyttes som markedsverdi av egenkapitalen. Resultatet man får ut av beregningene vil da med stor sannsynlighet gi et annet estimat markedsverdi av egenkapital. Man må da gjenta prosessen på grunnlag av den nye WACC man får, og vil etter hvert konvergere mot en verdi, som gir det endelige estimatet på prisingen.

Egenkapitalens avkastningskrav, eller kapitalkostnad, finner man ved å bruke Capital asset pricing modell (CAPM).

$$y_i = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

R_f = risikofri rente, β_i = Beta, systematisk risiko, $E(R_m)$ = markedets forventede avkastning.

I tillegg kan egenkapitalens avkastningskrav tillegges en illikviditetspremie, som følge av at alle selskaper har en viss risiko for konkurs i større eller mindre grad. Ut ifra et selskaps konkurssannsynlighet, kan man legge på et påslag for å reflektere denne risikoen i avkastningskravet.

Den risikofrie renten representerer den avkastningen man kan oppnå uten å eksponere seg for risiko. Ettersom avkastningskravet, i tillegg til rollen som analyseverktøy, også skal benyttes til å diskontere lange kontantstrømmer legger man gjerne en lang rente til grunn. Risikofri rente i CAPM er som regel med utgangspunkt i en kort investeringshorisont, men i en fundamental verdsettelse ser man på kontantstrømmer i langt perspektiv. Når det gjelder valg av rente blir det derfor en avveining om man skal benytte korte eller lange renter. Hva angår rentens risiko anses statlige utstedte rentepapirer som det mest sikre, for eksempel statsobligasjoner.

β representerer den systematiske risikoen, det vil si selskapets relative påvirkning av markedets risiko. Marine Harvest er notert på Oslo Børs, så det dette som anses som markedet det måles opp i mot (indeks OSEBX²⁵). β -verdien forteller i hvilken grad selskapets markedsverdi svinger med markedet generelt, og i hvilken retning variasjonen går. Et β -verdi på 1 tilsier at selskapet samvarierer perfekt med markedet. Alle positive verdier på β tilsier at selskapet verdi beveger seg i samme retning som markedet. Negative verdier tilsier at selskapet beveger seg motsatt av markedet. Man kan regne ut β ved å benytte historiske tall for avkastning på henholdsvis markedet og selskapet. β -estimatet man kommer frem til er et resultat av perioden man tar utgangspunkt i. Gitt at β har tendens til å konvergere mot 1, bør et β -estimat for fremtiden justeres i denne retningen. I henhold til Merrill Lynch-tilnærmingen justeres β på en enkel måte, hvor estimatet man kommer frem til vektlegges med 2/3 og den siste tredjedelen gis verdien 1, noe som vil bli gjort senere i oppgaven²⁶.

Formelen er som følger:

$$\beta_i = \text{Cov}(E(R_i), E(R_m)) / \text{Var}(R_m)$$

Man måler altså kovariansen mellom den avkastningen til selskapet og avkastningen til markedet i forhold til variansen til markedets avkastning.

β -verdien multipliseres videre med $(E(R_m) - R_f)$, altså forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente, som kalles markedets risikopremie eller markedspremium (MP). Dette baseres på historiske data, og det er viktig at tallmaterialet er omfattende for å unngå at uheldig periodisering kan gi en feilaktig risikopremie.

4.3 Komparativ verdsettelse

²⁵ http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?newt__ticker=OSEBX

²⁶ Bodie, Kane & Marcus: Investments. 2005, s. 332.

Bruk av komparativ verdsettelse er ofte ansett som en komplementær metode til en omfattende analyse av neddiskonterte kontantstrømmer omtalt i forrige del av oppgaven. Noe som først og fremst kjennetegner en komparativ analyse er bruk av multiplikatorer (m). Multiplikatorer er fordelaktige i form av at de er raske og enkle å ta i bruk, men kan bare sies å gi et usikkert estimat på selskapets verdi, og kan således ikke anses være et substitutt for en fundamental analyse med tanke på nøyaktighet.

Relevante multiplikatorer estimeres fra sammenlignbare selskaper, vanligvis innenfor samme bransje. Et sammenlignbart selskap skal helst ha tilsvarende forventet vekst og risiko som selskapet som verdsettes. Når man skal finne multiplikatorens verdi må man først bestemme en finansielt nøkkeltall man ser på i forhold til prisen, en basisverdi. Den mest brukte basisverdien som grunnlag for multiplikatoren er:

P/E = Aksjepris/fortjeneste per aksje (Price per share/earnings per share)

P/E-forholdet kan variere på grunn av ulik vekst og risiko, samt kapitalstruktur (gjeldsgrad). Dessuten kan enkelte selskaper ha negative resultater i vanskelige perioder, noe som fører til at P/E gir meningsløse verdier. Det finnes flere andre multiplikatorer, som kan være hensiktsmessige å benytte i slike tilfeller.

Selve multiplikatorverdien regnes ut ved å summere forholdstallet for de sammenlignbare selskapene og deretter dele på antallet selskaper:

$$m = \Sigma \left(\frac{P}{\text{basisverdi}} \right) / n$$

Man kan deretter finne den estimerte prisen på selskapet ved å gange multiplikatoren med selskapets basisverdi.

4.4 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rett, men ikke en plikt, til på et tidspunkt å kjøpe eller selge et verdipapir (typisk aksjer), varer eller andre ytelser til en på forhånd avtalt pris. Denne fremtidige prisen kan avvike fra verdipapirets eller varens markedsverdi.

Den fundamentale tanken bak å bruke opsjonsprisingsteori til verdsettelse er at modeller for neddiskonterte kontantstrømmer har en tendens til å undervurdere verdien av aktiva som gir avkastning som kan være avhengig av gitte omstendigheter. For eksempel kan man tenke seg et oljeselskap som har en rettighet til utvinning av olje på et uutviklet oljefelt. Man kan verdsette denne rettigheten basert på forventede oljepriser i fremtiden, men da tar man ikke hensyn til det faktum at selskapet bare vil utvinne olje på feltet dersom oljeprisen går opp, dersom den går ned vil rettigheten forbli ubrukt. En opsjonsprisingmodell kan gi en verdi som tar hensyn til dette sentrale forholdet. Når vi bruker opsjonsprisingsteori til å verdsette aktiva som for eksempel patenter og uutviklede naturressurser antar vi at markedet er sofistikert nok til å anerkjenne slike opsjoner og inkludere dem i markedsprisen.

Det finnes to forskjellige typer opsjoner, finansielle opsjoner og realopsjoner. Finansielle opsjoner handles åpent på markedet og er lett og sette verdi på. Realopsjoner kan være eiendeler som råvarer, fast eiendom, anleggsmidler eller investeringsprosjekter. Disse kan det være vanskeligere å sette verdi på da de ikke omsettes i samme grad som førstnevnte, og det kan være betydelig informasjonsasymmetri mellom den som innehar opsjonen og potensielle kjøpere.

4.5 Valg av verdsettelsesmetode

I neste del av oppgaven vil jeg ta for meg den praktiske delen av verdsettelse og vil forsøke komme frem til en teoretisk verdi for Marine Harvest. Dette vil jeg gjøre ved i

hovedsak å foreta en fundamental verdsettelse. Dette vil bli gjort gjennom å estimere de fremtidige frie kontantstrømmene til henholdsvis egenkapitalen og totalkapitalen.

Jeg vil også benytte meg av en komparativ verdsettelse både for å komplimentere den fundamentale verdsettelsen, og for å kontrollere de svarene jeg får i den fundamentale verdsettelsen. For å gjøre dette er man avhengig av å ha tilgang på sammenlignbare selskaper som kan benyttes for å utvikle multiplikatorer. Når det gjelder bransjen for oppdrett av laks finnes det flere sammenlignbare selskaper, og flere av dem er i likhet med Marine Harvest notert på Oslo børs. De selskapene jeg vil benytte i den komparative analysen er SalMar, Lerøy Seafood Group og Grieg Seafood.

5. Verdssettelse av Marine Harvest

5.1 Forutsetninger

Tidshorisont

Jeg kommer i min kontantstrømanalyse til å estimere tallene for 5 år, altså inneværende til og med år 2013. Disse 5 årene blir altså den eksplisitte perioden. Deretter vil jeg regne ut horisontverdien av selskapet utover den eksplisitte perioden som til sammen vil utgjøre den teoretiske verdien av selskapet.

Volum

For inneværende år er det forholdsvis uproblematisk å estimere volum, da 3.kvartalstallene er rapportert og det er blitt gitt guiding for siste kvartal for samtlige forretningsområder²⁷. Den chilenske delen av virksomheten er under omstrukturering som følge av de store sykdomsproblemene som har vært der og vil generere forholdsvis lave volum dette året, og enda lavere neste år i følge prognosene basert på eksisterende biomasse. Jeg antar allikevel at den gode trenden vil fortsette på de andre anleggene i Norge, Canada og Skottland som i noen grad vil veie opp. Den chilenske virksomheten vil gradvis bli bygd opp igjen og man vil antakelig få se gode volumer fra Chile igjen fra og med 2011. Volumet vil være en av verdidriverne når fremtidige driftsresultater skal estimeres.

Laksepris

Jeg vil ta utgangspunkt i fremtidsprisene for laks, som viser en konvergering mot kr. 30 per kilo laks de neste 12 månedene²⁸. Jeg vil derfor benytte kr. 30 som pris i de to første årene i estimeringsperioden, deretter en vekst på 3 % de tre siste årene. Dette i og med at kr. 30 per kilo allerede er et historisk høyt nivå, som kan være en stabil

²⁷ Marine Harvest 3rd quarter report 2009.

²⁸ www.fishpool.eu

likevektspris en stund fremover. Lakseprisen vil være den andre sentrale verdidriveren for de fremtidige kontantstrømmene som estimeres.

Kostnadsnivå

Som vist i figur 14 tidligere i oppgaven, varierer de totale produksjonskostnadene per kilo laks noe mellom hvert produksjonsland. I snitt angis det en kostnad på ca kr. 23 per kilo produsert laks. Dette inkluderer alt fra fôrkostnader, lønn og vedlikehold til avskrivninger av anleggsmidler og salgs- og markedsføringskostnader. Jeg vil anta denne kostnaden holder seg forholdsvis stabil i årene som kommer og vil legge til grunn en vekst på 3 % fra og med år 2012 i likhet med prisene på laks. Kostnadsnivået vil være den tredje sentrale verdidriveren for fremtidig

Skattesats

Benytter den norske bedriftsskattesatsen som er på 28 %.

Kapitalutgifter

Når det gjelder kapitalutgifter, herunder nye investeringer i anleggsmidler og avskrivninger av eksisterende samt eventuelle nedskrivninger, vil jeg anta små endringer på disse. Marine Harvest vil ha investeringer i løpet av de kommende årene i omtrent samme skala som før. Som nevnt tidligere i oppgaven investerer de inneværende år ca 8 mill. i oppdrett av leppefisk, investeringer som vil fortsette årene som kommer i størrelsesorden ca 10 mill per år. Men dette er uansett relativt lite sett i den store sammenhengen, gitt selskapet størrelse. Totalt sett vil jeg anslå årlige investeringer i utstyr, anlegg og konsesjoner til kr. 40 millioner per år. Selskapets eiendeler, materielle som immaterielle, har en levetid på mellom 5 og 20 år og avskrives lineært i følge årsrapporten for 2008. Jeg vil derfor anta avskrivninger på samme nivå som de siste årene, som har ligget på ca 9 %.

Valg av risikofri rente, R_f

Korte renter varierer i mye større grad enn de lange rentene, så å basere utregningen av kapitalkostnad på korte renter kan gi feilaktige resultater. Jeg velger å legge til grunn en femårig statsobligasjonsrente med en effektiv rente på 3,55 % p.a. per 17.12.2009²⁹.

Markedets risikopremie, $R_m - R_f$

Markedets risikopremie er den meravkastningen som en investor oppnår utover den risikofrie renten ved å investere i markedsporteføljen. Risikopremien er særlig sensitiv for lengden av analyseperioden og det vil av den grunn være hensiktsmessig å legge et langsiktig perspektiv til grunn. Thore Johnsen, professor ved NHH og foreleser i FIE402, har gjennom en studie estimert markedets risikopremie ved hjelp av data for markedets avkastning sammenlignet med risikofri rente fra 1900 til 2005³⁰. Jeg velger å benytte meg av dette estimatet som er 5 % etter skatt.

β -estimat

Man kan regne ut β ved å benytte historiske tall for avkastning på henholdsvis markedet og selskapet. β -estimatet man kommer frem til er et resultat av perioden man tar utgangspunkt i. Jeg har beregnet β for Marine Harvest ved å bruke daglige avkastningstall for OSEBX-indeksen på Oslo Børs for siste tre år³¹. I og med at Marine Harvest er notert på Oslo Børs regnes dette som markedet. Sammen med avkastningstallene for Marine Harvest i samme periode kan man kjøre en regresjon og bruke minste kvadraters metode for å finne frem til et β -estimat. Jeg finner frem til et β -estimat på 0,5854. Gitt β har tendens til å konvergere mot 1, må dette estimatet justeres i henhold til Merrill Lynch-tilnærmingen, hvor estimatet man kommer frem til vektlegges med 2/3 og den siste tredjedelen gis verdien 1.

Endelig β -verdi: $2/3 * 0,5854 + 1/3 * 1 = 0,7236$

²⁹ http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/bondOverview?newt__ticker=NST471

³⁰ Johnsen, Thore og Gjesdal, Frøystein: Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verddivurdering, 1999. Cappelen Damm

³¹ Se utdrag av beregning i Tabell 1 i Appendix.

Illikviditetspremie

Marine Harvest har en sterk posisjon i markedet for oppdrettslaks som den desidert største av alle aktørene, og med virksomhet på alle de viktige geografiske områdene. Jeg antar at denne posisjonen vil bli opprettholdt og antakelig bli forsterket i fremtiden. Oppdrettsnæringen i seg selv er ansett å være av de mest bærekraftige med tanke på fremtiden når det gjelder matproduksjon. Aksjen er også på listen over de mest omsatte verdipapirene på Oslo Børs. Dette samlet sett gjør at jeg vurderer Marine Harvest sin konkurrisiko som forholdsvis lav, og velger i det følgende og se bort fra eventuell illikviditetspremie.

5.2 Kapitalkostnad

Egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen regnes ut ved hjelp av CAPM.

$$y_i = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f) = 3,55 \% + 0,7236 * 5 \%$$

Vi ender da opp med et avkastningskrav på 7,17 % for egenkapitalen.

Totalkapitalen

Avkastningen til totalkapitalen, eller kapitalkostnaden, er et veid snitt av egenkapitalens og gjeldens relative andel av totalkapitalen. Markedsverdier brukes i denne sammenheng, noe som innebærer at Marine Harvest sin aksjekurs ved årsslutt i 2008 benyttes som grunnlag for markedsverdien til egenkapitalen. Ved årsslutt ble Marine Harvest handlet for kr. 1,05 per aksje. Med 3478,9 millioner aksjer utestående ga det en markedsverdi av egenkapitalen på kr. 3652,8 millioner. Markedsverdien på den totale langsiktige rentebærende gjelden per 31.12.08 var på kr. 7740,6 mill. Samlet gir det en markedsverdi på totalkapitalen på kr. 11393,4 mill. Når det gjelder gjelden hadde Marine Harvest i 2008 rentekostnader på kr. 485,4 mill, og en totale

rentebærende gjeld (kortsiktig og langsiktig) på kr. 8113,2 mill. Dette gir da en estimert gjeldskostnad på ca 6 %. Ved utregning av kapitalkostnaden benyttes formelen for WACC:

$$WACC = \left(\frac{E}{D + E} \right) \cdot y + \left(\frac{D}{D + E} \right) \cdot d(1 - t_C)$$

Det estimerte veide avkastningskravet blir altså:

$$\begin{aligned} WACC &= (3652,8/11393,4) \cdot 0,0717 + (7740,6/11393,4) \cdot 0,06 \cdot (1 - 0,28) \\ &= 5,23 \% \end{aligned}$$

Denne verdien på WACC er dog bare midlertidig, i og med at den er utledet med en på forhånd satt markedsverdi av egenkapitalen, mens hensikten med den fundamentale verdsettelsen er å finne nettopp denne. Beregning av verdi på både egenkapitalen og WACC vil derfor bli gjort i flere omganger for å konvergere mot en teoretisk riktig verdi.

5.3 Resultater kontantstrømsanalyse

Kontantstrømsanalysen gir en markedsverdi på totalkapitalen på kr. 28 292,09 millioner kroner, og egenkapitalen gis en verdi på kr. 20551,49 millioner. Det er 3478,9 millioner utestående aksjer i selskapet, noe som gir en teoretisk aksjeverdi på kr. 5,91 per aksje³².

Gjennom å beregne WACC på nytt på grunnlag av den estimerte markedsverdien av henholdsvis totalkapital og egenkapital, kan man gradvis komme frem til den teoretiske verdien man er ute etter ved å gjenta operasjonen³³. Man vil da bevege

³² Se tabell 2 i Appendix.

³³ Se tabell 4 i Appendix.

seg mot en spesifikk verdi på WACC og egenkapitalen, i dette tilfellet en WACC på 6,39 % og som sagt en markedsverdi på egenkapitalen på kr. 20 238,20 millioner.

5.4 Sensitivitetsanalyse

For å undersøke hvor følsomt mitt estimat er for endringer i verdiene på faktorene jeg har valgt som verdidrivere er det nødvendig å foreta en sensitivitetsanalyse. På denne måten kan man få et grunnlag for å vurdere hvor realistisk estimatet er. Dersom verdien er svært følsom for endringer i noen av størrelsene blir estimatet mer usikkert.

5.4.1 Prisen på laks

Tabell 5

Endringer i laksepris				
	Laksepris	Markedsverdi EK (mill.)	Aksjekurs	Endring i markedsverdi
Utgangspunkt	32,78	20551,49	5,91	0,00 %
1% økning i pris	33,11	21589,41	6,21	5,08 %
5% økning i pris	34,42	25741,09	7,41	25,38 %
10% økning i pris	36,06	30930,69	8,89	50,42 %
1% senket pris	32,45	19513,57	5,61	-5,08 %
5% senket pris	31,14	15361,89	4,42	-25,21 %
10%senket pris	29,5	10172,29	2,92	-50,59 %

Som vi kan se av figuren er markedsverdien av egenkapitalen og dermed aksjekursen svært følsom for eventuelle endringer i prisen på laks. Dersom prisen på laks endrer seg med 1 % fører det til en endring på over 5 % i den estimerte verdien. Kvaliteten på estimatet er derfor svært avhengig av at den forventede prisen på laks i fremtiden viser seg stemme. Som påpekt tidligere i oppgaven har lakseprisen vært noe ustabil og forholdsvis høy det siste året, noe som kan være med på å underbygge usikkerheten. Det vil i stor grad avhenge av om tilbudet i bransjen sett under ett vil stabilisere seg og få en jevn vekst, noe som igjen vil avhenge av om man får bukt med dagens biologiske problemer. Hvis man tar utgangspunkt i min

antakelse for laksepris ved slutten av den eksplisitte perioden, og vurderer at prisen kan bli +/- 5 % i forhold til denne, vil det bety et estimert prisintervall på aksjen på mellom kr. 4,42 og 7,41. Det kan neppe sies være særlig nøyaktig. Uansett er det over hva aksjen omsettes for i dag (kr. 4,285 per 18.12.09).

5.4.2 Kostnader

Tabell 6

Endrede kostnader	Kostnad per kilo	Markedsverdi EK (mill.)	Aksjekurs	Endring i markedsverdi
Utgangspunkt	25,13	20551,49	5,91	0,00 %
1% økning i kostnader	25,38	19755,75	5,68	-3,87 %
5% økning i kostnader	26,39	16572,80	4,76	-19,36 %
10% økning i kostnader	27,65	12594,10	3,62	-38,72 %
1% senkede kostnader	24,88	21347,23	6,14	3,87 %
5% senkede kostnader	23,88	24530,18	7,05	19,36 %
10% senkede kostnader	22,62	28508,88	8,19	38,72 %

Aksjekursen viser seg også å være veldig sensitiv i forhold til endringer i kostnadene, dog ikke like sensitiv som for endringer i laksepris. En endring i kostnadene på 1 % fra min antakelse medfører en endring i estimert aksjekurs på nesten 4 %. Også her er det da slik at kvaliteten på estimatet er svært avhengig av at forventningene ikke viser seg å bli altfor langt fra virkeligheten.

Som nevnt i tidligere, var prisen på råvarer til fôr svært ustabil mot slutten av 2007 og frem til midten av 2008. Enkelte råvarer mer enn doblet seg i pris på svært kort tid, og normaliserte seg igjen på kort tid. Fôrkostnader utgjør som kjent en relativt stor del av de totale kostnadene (ca 50 %), noe som underbygger viktigheten av stabile priser på råvarer for å kunne estimere riktig. Dersom man antar at de totale kostnadene kan variere +/- 5 % fra min antakelse ved slutten av den eksplisitte perioden, vil det gi et prisintervall på aksjen fra kr. 4,76 til kr. 7,05.

5.4.3 Produksjonsvolum

Tabell 7

Endringer i volum				
	Antall tonn	Markedsverdi EK (mill.)	Aksjekurs	Endring i markedsverdi
Utgangspunkt	360000	20551,49	5,91	0,00 %
1% høyere volum	363600	20793,67	5,98	1,18 %
5% høyere volum	378000	21762,40	6,26	5,89 %
10% høyere volum	396000	22973,30	6,60	11,78 %
1% lavere volum	356400	20309,31	5,84	-1,18 %
5% lavere volum	342000	19340,58	5,56	-5,89 %
10% lavere volum	324000	18129,68	5,21	-11,78 %

I forhold til prisen på laks og kostnader, har produksjonsvolumet relativt mindre betydning for den estimerte verdien på egenkapitalen. En endring i volumet på 1 % i forhold til antatt volum medfører en endring i estimert aksjekurs på litt mer enn 1 %. Hvis man antar at det virkelige volumet på slutten av den eksplisitte perioden vil være +/- 5 % i forhold til min antakelse, vil aksjens prisintervall være mellom kr. 5,56 og kr. 6,26.

5.4.4 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Som vist over har de tre verdidriverne forskjellig relativ effekt på estimert verdi. Jo større relativ effekt en faktor har, jo viktigere vil det være at antakelsen stemmer i størst mulig grad. Et annet viktig element er at selskapet har ulik påvirkningskraft på de enkelte faktorene. Når det gjelder prisen på laks, har selskapet mer eller mindre ingen mulighet til å påvirke verdien på denne faktoren, med tanke på hvilken konkurransesituasjon som råder i oppdrettsbransjen. Så selv om prisen på laks kan ha relativt stor betydning for selskapet fremtid, er dette uansett noe selskapet må anse for gitt. Da er det større potensial for å påvirke fremtiden i positiv retning ved å fokusere på kostnadene. Greier selskapet presse disse ned, og bli mer effektive enn konkurrentene på dette området, kan det få sterk positiv virkning på selskapet verdi i fremtiden.

5.5 Komparativ verdsettelse

5.5.1 Sammenlignbare selskaper

Som nevnt tidligere, vil jeg i denne komparative analysen se på konkurrerende bedrifter som SalMar, Lerøy Seafood Group og Grieg Seafood. Alle disse er aktører innen bransjen for oppdrett av laks, og alle er notert ved Oslo Børs. Jeg vil ta utgangspunkt i de enkelte selskaperens årsrapporter for 2008, og således pris på de enkelte aksjene per 31.12.2008. Gitt at de opererer i samme bransje bør selskapene kunne danne et godt grunnlag for analysen som følger, men det er allikevel nødvendig å påpeke at selskapene kan være ganske forskjellige. I tillegg til oppdrett av laks er flere av de andre aktørene også involvert i fôrproduksjon og videreforedling. Enkelte av selskapene driver også oppdrett av andre fisketyper. For noen av de andre aktørene kan disse forretningsområdene være mer dominerende, og selskapene kan ha en annerledes struktur sammenlignet med Marine Harvest. Ikke alle produsentene har heller virksomhet på flere geografiske lokasjoner som Marine Harvest. Dette kan gjøre at selskapene er utsatt for andre typer risikofaktorer enn Marine Harvest, eller at de er mer utsatt for enkelte typer risikofaktorer. Dessuten kan de ulike selskapene være i andre faser hva angår vekst eller omstilling. I det hele tatt må man ta forbehold om at de sammenlignbare selskapene har ulikheter som kan gjøre dem uegnet som sammenligningsgrunnlag.

5.5.2 Valg av basis for multiplikatorer

Det vanligste og mest brukte forholdstallet for å utvikle multiplikatorer er forholdet mellom pris og fortjeneste (P/E). Denne tar dog ikke hensyn til forskjeller i kapitalstruktur, og kan vise svært ulike resultater fra virksomhet til virksomhet på bakgrunn av hvor i livssyklusen den enkelte virksomheten befinner seg. Dessuten vil det gi meningsløse resultater dersom forholdstallet er negativt, noe det kan være i dårlige perioder. Marine Harvest har i sitt årsresultat for 2008 negativ verdi på dette forholdstallet. Jeg vil derfor se etter andre mulige forholdstall som kan benyttes.

Jeg vil i analysen benytte forholdet mellom pris og bok, som tilsvarer balanseført verdi av egenkapital. Jeg vil da se på balanseførte verdier ved årsslutt, og beregne forholdstall ut ifra dagens prising. I tillegg vil jeg benytte forholdstallet mellom pris og kontantstrøm som supplement.

5.5.3 Resultater

Resultatene av multiplikatoranalysen er som følger:

Tabell 5:

	Pris (per 1. des 09)	Kontantstrøm (i tusen)	Bokført verdi av EK (i tusen)	P/B	P/K	Antall aksjer (i tusen)	Markedsverdi EK (i tusen)
Marine Harvest	4,30	1498600	9624600	1,596	10,25	3574900	15361345,3
Lerøy	106,00	209 675	3 764 343	1,509	27,087	53580	5679480
Grieg	10,80	77933	928 603	1,299	15,474	111660	1205928
SalMar	42,80	213215	1315112	3,352	20,676	103000	4408400
Gjennomsnitt i bransjen (m)				1,939	18,372		

Hvis vi ser på pris over kontantstrøm (P/K) er forholdstallet noe lavere for Marine Harvest sammenlignet med de tre andre selskapene. Dette kan tyde på at investorene har noe mindre tro på Marine Harvest sin fremtidige kontantstrømsutvikling sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Det bør og nevnes at en P/K lavere enn bransjegjennomsnittet kan være et tegn på at selskapet er underpriset. Før en konkluderer med dette må en selvsagt undersøke om selskapets historie er preget av dårlige avgjørelser.

Gjennomsnittlig P/K for bransjen, representer av de fire selskapene, er 18,37. Hvis vi deretter bruker denne verdien som multiplikator på Marine Harvest sin kontantstrøm kommer vi frem til en verdi på kr. 27 532 millioner som markedsverdi på selskapets egenkapital. Dette gir en aksjekurs på kr. 7,70.

Når det gjelder forholdstallet mellom pris og bokført verdi av egenkapital, finner jeg som gjennomsnitt i bransjen et forholdstall på 1,939. Ved å multiplisere dette med

Marine Harvest sin bokførte verdi på egenkapitalen finner jeg en markedsverdi av egenkapitalen på ca kr. 18661 millioner, noe som gir en aksjekurs på kr. 5,22.

De to forholdstallene gir altså forholdsvis sprikende resultater, noe som ikke nødvendigvis er uvanlig når man gjør komparative verdsettelsener. Hvilke forholdstall som gir mest realistisk resultat kan være vanskelig å konkludere med, det vil gjerne avhenge av flere faktorer. I forhold til den fundamentale verdsettelsen hvor jeg fant en teoretisk aksjeverdi på kr. 5,91, gir den komparative verdsettelsen ett estimat som ligger høyere (kr. 7,70) og ett som ligger lavere (kr. 5,22).

6. Konklusjon

Ved hjelp av en strategisk analyse av både de eksterne og interne forholdene Marine Harvest opererer under, har jeg lagt et fundament for å vurdere fremtidige muligheter og utfordringer for selskapet. Gjennom den eksterne analysen som tok for seg bransjen og Marine Harvest sin rolle i denne, ble det vist at selskapet er en betydelig maktfaktor gjennom at selskapet er den største og dermed dominerende aktøren. Samtidig ble det påpekt at selskapet kan være sårbart både med tanke på konkurransestrukturen i markedet (tilnærmet fullkommen konkurranse, homogene produkter) og leverandørers makt (3 leverandører med tilnærmet hele markedet for fôr). Gjennom den interne analysen ble det gjort klart at Marine Harvest innehar viktige strategiske ressurser i form av solid organisasjon, innovasjon og lokaliteter.

Mine analyser av Marine Harvest har gitt en teoretisk riktig aksjekurs på kr. 5,91 ved hjelp av den fundamentale verdsettelsen. Den komparative analysen gav resultater over og under funnet i den fundamentale verdsettelsen. Dog gir alle funnene mine en indikasjon på at selskapet kan være underpriset i forhold til dagens kurs, og jeg vil derfor sette en kjøpsanbefaling på aksjen.

I sensitivitetsanalysen av den fundamentale verdsettelsen ble det avdekket at faktorer som prisen på laks i markedet og kostnader spiller en svært viktig rolle for resultatet man ender opp med. Endringer på de to kan gi seg utslag i verdien på selskapet. En endring i prisen på laks på 1 % kan gi fem ganger så mye endring i verdien på selskapet, mens en tilsvarende endring av kostnadene kan gi nesten fire ganger så mye endring i den samme verdien. Dette vitner om at estimatene er langt fra sikre, og at mye kan endre seg.

7. Litteraturfortegnelse

Bøker:

Damodaran, Aswath: Investment Valuation, Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, Inc. 2nd ed. 2002.

Brealey, Myers & Allen: Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin. 8th ed. 2006.

Bodie, Kane & Marcus: Investments. McGraw-Hill/Irwin. 6th ed. 2005.

Koller, Goedhart & Wessels: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies. McKinsey & co. 4th ed. 2005.

Hill & Jones: Strategic Management Theory: An Integrated Approach. Houghton Mifflin. 2004.

Johnsen, Thore og Gjesdal, Frøystein: Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering, 1999. Cappelen Damm.

Kursmateriale (forelesningsnotater og foiler):

FIE400N – Finansmarkeder

FIE402N – Foretakets finansiering

FIE437 – Mergers & Acquisitions and Valuation

SOL040 – Strategisk ledelse

Internet:

www.marineharvest.com

www.leroy.no

www.griegseafood.no

www.salmar.no

www.oslobors.no

www.hegnar.no

www.dn.no

www.fishpool.eu

www.laksefakta.no

Rapporter og prospekter:

Salmon Farming Industry Handbook 2009

<http://www.marineharvest.com/Global/IR%20Documents/Salmon%20farming%20Industry%20Handbook%20Oct%202009.pdf>

Pan Fish Prospectus 2006

<http://www.marineharvest.com/Global/IR%20Documents/Prospectuses/Pan%20Fish%202006%20Prospectus%2010th%20May.pdf>

Aviser:

Dagens Næringsliv 1. Desember 2009, s. 6-7.

Dagens Næringsliv 12. Desember 2009, s. 12-13.

Dagens Næringsliv 15. Desember 2009, s. 40.

8. Appendiks

Figurer:

1. Organisasjonskart. <http://www.marineharvest.com/en/About-Marine-Harvest/Organisation/>
2. Historisk kursutvikling. www.hegnar.no
3. Eieroversikt. www.marineharvest.com
4. Laksens livssyklus. Salmon farming industry handbook 2009, s. 40
5. Liste over produsenter.
http://www.fishpool.eu/docs/Presentation_Salmon_Markets.pdf
6. Samme som forrige.
7. Porters 5 krefter. Hill & Jones: Strategic Management Theory: An Integrated Approach. Houghton Mifflin. 2004.
8. Produksjonskapasitet. Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 21.
9. Fordeling mattyper. Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 30.
10. Fôreffektivitet. Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 15.
11. Kundefordeling. Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 70.
12. Fordeling fôrprodusenter. Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 52.
13. Prisutvikling råvarer til fôr. Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 53.
14. Kostnadsfordeling. Salmon Farming Industry Handbook 2009, s. 49.
15. Spotpriser og fermtidspriser laks. www.fishpool.eu

Tabeller:

Tabell 1: Utdrag av beregning av β -verdi for egenkapitalen.

Dato	Sluttnotering OSEBX	Sluttnotering MHG	R_{OSEBX}	R_{MHG}		
02.01.08	491,32	3,49				
03.01.08	486,44	3,79	-0,99 %	8,60 %		
04.01.08	475,47	3,42	-2,26 %	-9,76 %		β-estimat 0,58537217
07.01.08	467,76	3,36	-1,62 %	-1,75 %		
08.01.08	477,86	3,44	2,16 %	2,38 %		
09.01.08	464,58	3,27	-2,78 %	-4,94 %		
10.01.08	449,84	3,10	-3,17 %	-5,20 %		
11.01.08	438,61	3,02	-2,50 %	-2,58 %		
14.01.08	441,01	3,05	0,55 %	0,99 %		
15.01.08	425,86	2,83	-3,43 %	-7,21 %		
16.01.08	411,83	2,67	-3,30 %	-5,65 %		
17.01.08	410,23	2,80	-0,39 %	4,87 %		
18.01.08	404,80	2,89	-1,32 %	3,21 %		
21.01.08	378,91	2,56	-6,40 %	-11,42 %		
22.01.08	388,91	2,41	2,64 %	-5,86 %		
23.01.08	381,26	2,41	-1,97 %	0,00 %		

Tabell 2: Kontantstrømsanalyse.

Tall i millioner	2009-2013 er eksplitt periode -> estimerte tall							Horisont
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Inntekter		13486,9	12752					
Volum (antall tonn)		326623	307000	300000	320000	340000	360000	
WACC	0,0639							
Driftsresultat (EBIT)			2149	2100	2307,2	2524,942	2753,67204	
Skatt (T = 28%)			601,72	588	646,016	706,98376	771,028171	
EBIT (1-T)		-2852	1547,28	1512	1661,184	1817,95824	1982,64387	
+ Avskrivninger	791,8	685,3	700	700	700	700	700	
Endring i anleggsmidler			40	40	40	40	40	
+ Avskrivninger	791,8	685,3	700	700	700	700	700	
- Kapitalutgifter		685,3	740	740	740	740	740	
Omløpsmidler	9384,8	9503,5	9500	9500	9500	9500	9500	
- Ikke rentebærende gjeld	2256,8	4149	3200	3200	3200	3200	3200	
=Arbeidskapital	7128	5354,5	6300	6300	6300	6300	6300	
- Endring i arbeidskapital		-1773,5	945,5	0	0	0	0	
= Fri kontantstrøm			561,78	1472,00	1621,18	1777,96	1942,64	30401,31
Neddiskontering (WACC)			0,93993796	0,88348338	0,83041957	0,78054288	0,73366188	0,73366188
Diskontert kontantstrøm			528,04	1300,49	1346,26	1387,77	1425,24	22304,28
Nåverdi (Markedsverdi av totalkapitalen)	28292,09							
- Balanseverdi av rentebærende gjeld	7740,6							
= Markedsverdi av egenkapitalen	20551,49							

Tabell 3: Verdidrivere.

Verdidrivere					
	2009	2010	2011	2012	2013
Volum (tonn)	307000	300000	320000	340000	360000
Pris	30,00	30,00	30,90	31,83	32,78
Totalkostnad per kilo	23,00	23,00	23,69	24,40	25,13
Resultat (i tusen)	2149000	2100000	2307200	2524942	2753672,04
Økning pris og tot.kostnad	1,03				

Tabell 4: Sirkulær utregning av WACC og EK.

Sirkulær utregning av WACC og EK					
	1	2	3	4	5
Markedsverdi EK før beregning (mill.)	3652,8	27256,21	19859,06	20646,29	20551,49
WACC	0,0523	0,0654	0,0637	0,0639	0,0639
Estimert markedsverdi EK (mill.)	27256,21	19859,06	20646,29	20551,49	20551,49
Antall aksjer (mill.)	3478,9	3478,9	3478,9	3478,9	3478,9
Teoretisk aksjekurs	7,83	5,71	5,93	5,91	5,91

Tabell 5: Sensitivitetsanalyse laksepris

Endringer i laksepris				
	Laksepris	Markedsverdi EK (mill.)	Aksjekurs	Endring i markedsverdi
Utgangspunkt	32,78	20551,49	5,91	0,00 %
1% økning i pris	33,11	21589,41	6,21	5,08 %
5% økning i pris	34,42	25741,09	7,41	25,38 %
10% økning i pris	36,06	30930,69	8,89	50,42 %
1% senket pris	32,45	19513,57	5,61	-5,08 %
5% senket pris	31,14	15361,89	4,42	-25,21 %
10%senket pris	29,5	10172,29	2,92	-50,59 %

Tabell 6: Sensitivitetsanalyse kostnader

Endrede kostnader				
	Kostnad per kilo	Markedsverdi EK (mill.)	Aksjekurs	Endring i markedsverdi
Utgangspunkt	25,13	20551,49	5,91	0,00 %
1% økning i kostnader	25,38	19755,75	5,68	-3,87 %
5% økning i kostnader	26,39	16572,80	4,76	-19,36 %
10% økning i kostnader	27,65	12594,10	3,62	-38,72 %
1% senkede kostnader	24,88	21347,23	6,14	3,87 %
5% senkede kostnader	23,88	24530,18	7,05	19,36 %
10% senkede kostnader	22,62	28508,88	8,19	38,72 %

Tabell 7: Sensitivitetsanalyse produksjonsvolum

Endringer i volum				
	Antall tonn	Markedsverdi EK (mill.)	Aksjekurs	Endring i markedsverdi
Utgangspunkt	360000	20551,49	5,91	0,00 %
1% høyere volum	363600	20793,67	5,98	1,18 %
5% høyere volum	378000	21762,40	6,26	5,89 %
10% høyere volum	396000	22973,30	6,60	11,78 %
1% lavere volum	356400	20309,31	5,84	-1,18 %
5% lavere volum	342000	19340,58	5,56	-5,89 %
10% lavere volum	324000	18129,68	5,21	-11,78 %

Tabell 8: Komparativ verdsettelse - multippelanalyse

	Pris (per 1. des 09)	Kontantstrøm (i tusen)	Bokført verdi av EK (i tusen)	P/B	P/K	Antall aksjer (i tusen)	Markedsverdi EK (i tusen)
Marine Harvest	4,30	1498600	9624600	1,596	10,25	3574900	15361345,3
Lerøy	106,00	209 675	3 764 343	1,509	27,087	53580	5679480
Grieg	10,80	77933	928 603	1,299	15,474	111660	1205928
SalMar	42,80	213215	1315112	3,352	20,676	103000	4408400
Gjennomsnitt i bransjen (m)				1,939	18,372		
		av EK	per aksje				
Estimert verdi MHG P/B		18661052,81	5,22				
Estimert verdi MHG P/K		27532008,7	7,70				