

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høsten 2013

Verdsettelse av Marine Harvest ASA

av

Henrik Johansen Forsstrøm

Veileder: Førsteamanuensis Linda Nøstbakken

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

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 inntår for metoder som er anvendt, de resultater som fremkommer eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forkortelser

MHG	Marine Harvest ASA (Ticker, Oslo Børs)
FCR	Feed Conversion ratio
CapEx	Capital Expenditures (Investeringer)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalverdimodellen)
DCF	Discounted Cash Flow (Diskontert kontantstrøm)
EBIT	Earning before interest and taxes (Resultat før renter og skatt)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation (Resultat før renter, skatt, avskrivning og amortiseringer)
EV	Enterprise Value (Foretaksverdi)
MNOK	Millioner Norske Kroner
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gjennomsnittlige kapitalkostnad)
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (Driftsresultat etter skatt)

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å verdsette det børsnoterte selskapet Marine Harvest ASA per 15.12.2013.

Utredningens struktur bygger på en total fundamental analyse. Innledningsvis presenteres selskapets historikk og den mest sentrale informasjonen vedrørende bransjen, produksjonen og produktet laks. Som en sentral del av den fundamentale verdsettelsen gjennomføres det en strategisk analyse av de makroøkonomiske forholdene som har betydningen for selskapet. Dette er i hovedsak belysning av politiske, juridiske, økonomiske og miljømessige faktorer. Grunnet utredningens omfang er denne delen av analysen begrenset til det norske markedet.

Den fundamentale verdsettelsen er i stor grad regnskapsbasert. Det er gjennomført en detaljert regnskapsanalyse av Marine Harvests årsregnskap for perioden 2007-2012. Elementene i regnskapsanalysen er normalisering og justering av driftsresultat, samt omgruppering og analyse av balansen. Disse prosessene gjennomføres for å danne et bedre bilde av den reelle og operasjonelle driften og inntjeningen. I sammenheng med den strategiske analysen danner regnskapsanalysen grunnlaget for prognosearbeidet og verdsettelsen basert på fremtidig operasjonell kontantstrøm.

Resultatet av denne utredningen er den estimerte verdien av egenkapitalen i Marine Harvest ASA. På analysetidspunktet viser nåverdien av prognosene for fremtidig kontantstrøm og supplerende markedsbasert verdsettelse en nedside og en anbefaling om salg av aksjen. Pr. 15.12.2013 omsettes aksjen på Oslo Børs (Ticker: MHG) for kr 7.28. Estimert verdi i denne utredningen er kr 5.08 hvilket representerer en nedside på 30,2 %.

Førord

Denne utredningen er skrevet som det avsluttende leddet i min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH) høsten 2013. Min hovedprofil er finansiell økonomi.

Valg av tema for denne utredningen har sin opprinnelse i interesse og fagfelt. Gjennom hele studietiden har jeg hatt en stor interesse for oppdrettsbransjen og jeg har fulgt denne tett. En verdsettelsen av Marine Harvest ga meg muligheten til å fordype meg ytterligere og gjennomføre et dypdykk innen bransjen, samtidig som jeg fikk utfordret opparbeidet finansiell kompetanse, der min bakgrunn har hovedvekt innen verdipapir- og makroøkonomisk analyse.

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder, førsteamanuensis Linda Nøstbakken ved Norges Handelshøyskole, for konstruktiv og nyttig tilbakemelding gjennom prosessen.

Bergen, 20. Desember 2013

Henrik Johansen Forsstrøm

Innhold

1. PRESENTASJON AV MARINE HARVEST OG BRANSJEN	8
1.1 MARINE HARVEST	8
1.2 OPPDRETTBRANSJEN	9
1.2.1 Laks	10
1.3 DET GLOBALE MARKEDET FOR LAKS	11
1.3.1 Historisk produksjonsnivå og prognoser	13
1.3.2 Handel og vareflyt	13
1.3.3 Prisdannelse	13
1.3.4 Industristrukturen	14
1.3.5 Produksjon av laks	15
1.3.6 Kostnadsdynamikken	16
2. VERDIVURDERINGSMODELLER	17
2.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	18
2.1.1 Egenkapitalmodellen	19
2.1.2 Totalkapitalmodellen	19
2.1.3 Dividendemodellen	20
2.1.4 Residualinntektsmodellen	21
2.2 MARKEDSBASERT VERDSETTELSE	23
2.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	24
3. MODELL- OG METODEVALG	25
3.1 TILGANG PÅ INFORMASJON	25
3.2 TID TIL DISPOSISJON	25
3.3 KRAV TIL PÅLITELIGHET	25
3.4 BRANSJE	25
3.5 FASE I LIVSYKLUS	25
3.6 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE & MARKEDSBASERT TILNÆRMING	26
Oppstilling av verdsettelsesprosessen:	27
Kontantstrøm for verdivurderingsformål:	28
4. BRANSJEANALYSE	30
4.1 NYETABLERINGER	31
4.2 LEVERANDØRER	31
4.3 KONSUMENTENE	31
4.4 SUBSTITUTTER	33
4.5 RISIKOELEMENTER	34
5. ANALYSE AV MAKROØKONOMISKE FORHOLD	37
5.1 POLITISKE OG JURIDISKE	37
5.2 ØKONOMISKE FAKTORER	37
5.3 TEKNOLOGI OG FOU	38
5.4 MILJØMESSIGE FAKTORER	39
6. HISTORISK REGNSKAPSDATA	40
6.1 ANALYSEPERIODE	40
6.2 PRESENTASJON AV REGNSKAPSDATA	40

7. NORMALISERING	45
7.1 VERDIJUSTERING AV BIOLOGISKE EIENDELER.....	46
7.2 RESTRUKTURERING	47
7.3 IMMATERIELLE EIENDELER & FORSKNING OG UTVIKLING (FOU).....	48
7.4 GEVINST VED SALG AV EIENDELER	48
7.5 RESULTAT FRA TILKNYTTET SELSKAP.....	49
7.6 AVSETNING TAPSUTSATTE KONTRAKTER.....	50
7.7 PENSJONER OG LØNN.....	50
7.8 AVSETNING FOR TAP PÅ KRAV	51
7.9 BETINGET UTFALL	51
7.10 UVANLIG POSTER.....	52
7.11 INVESTERINGER (CAPEX).....	52
7.13 ARBEIDSKAPITAL.....	54
8. OMGRUPPERING AV BALANSEN FOR ANALYSEFORMÅL.....	55
9. NETTO FINANSIELL GJELD	57
9.1 FINANSIELLE EIENDELER	57
9.2 FINANSIELL GJELD	58
10. FREMTIDSREGNSKAP OG VERDSETTELSE	59
10.1 DRIFTSINNTEKTER	59
10.1.1 <i>Volumanalyse</i>	59
10.1.2 <i>Prisanalyse</i>	61
10.2 KOSTNADER.....	63
10.2.1 <i>Varekostnad</i>	63
10.2.2 <i>Lønnskostnad</i>	66
10.3 RESTUKTURERINGSKOSTNADER	67
10.4 ANDRE DRIFTSKOSTNADER.....	68
10.5 NORMALINVESTERINGER	70
10.6 ENGANGSINVESTERINGER I PERIODEN	72
10.7 ENDRINGER I ARBEIDSKAPITAL.....	73
10.8 EFFEKTIV SKATT	75
11. MH VAP EUROPA	76
12. AVKASTNINGSKRAV.....	79
12.1 EGENKAPITALKOSTNADEN.....	80
12.1.1 <i>Risikofri rente</i>	80
12.1.2 <i>Beta</i>	82
12.1.3 <i>Markedets risikopremie</i>	84
12.1.4 <i>Gjeldskostnad</i>	85
12.1.5 <i>Skatt</i>	86
13. ENDELIG FREMTIDSREGNSKAP OG VERDSETTELSE	88
14. MARKEDSBASERT TILNÆRMING	90
15. SENSITIVITETSANALYSE.....	94

15.1 LAKSEPRIS OG VOLUM.....	96
15.2 VAREKOSTNAD	97
15.3 AVKASTNINGSKRAV.....	97
15.3.1 <i>Beta-koeffesient</i>	98
15.3.2 <i>Langsiktig vekst</i>	99
16. KONKLUSJON	102
LITTERATURLISTE	103
BØKER	103
RAPPORTER.....	103
DATABASER.....	105
NETTSIDER.....	106
FORELESNINGER	106

1. Presentasjon av Marine Harvest & bransjen

Dette kapitlet gjennomgår den viktigste informasjonen om Marine Harvest og oppdrettsbransjen. Formålet med dette avsnittet er å gi leseren av denne verdsettelsen det nødvendige bakgrunnsteppet som følger resten av oppgaven. Først er det sammenfattet kort informasjon om selskapet og historisk aksjekursutvikling. Deretter følger en konsentrert gjennomgang av bransjen, basert på blant annet Marine Harvest Industry Handbook. Det redegjøres kort om produktet laks, det globale markedet for oppdrettslaks, industrisektoren, produksjonsprosessen og kostnadsdynamikken.

1.1 Marine Harvest

Marine Harvest som vi kjenner i dag ble etablert desember 2006 etter en fusjon med to norske oppdrettsselskaper, Pan Fisk ASA og Fjord Seafood ASA, og det hollandske selskapet Marine Harvest N.V.

Marine Harvest er i dag et av verdens ledende sjømatelskaper og den største produsenten av oppdrettslaks. I 2012 produsert selskapet 392.300 tonn laks, hvilket utgjorde 22% av verdensmarkedet. Per 2013 sysselsetter de 6400 ansatte, med virksomheter i Norge, Skottland, Irland Færøyene, Chile og Canada. I tillegg til tradisjonell oppdrettsvirksomhet har Marine Harvest en vesentlig kapasitet innen foredling og bearbeiding.

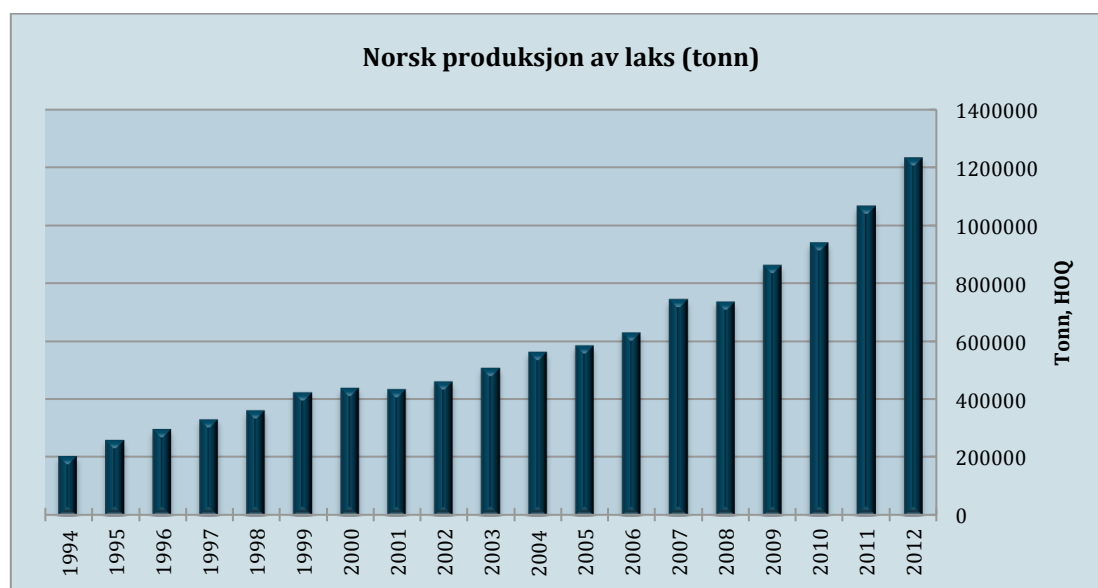
Figur 1.1.1 under viser historisk kursutvikling og handelsvolum i Marine Harvest (MHG) aksjen på Oslo Børs. Kursutviklingen gir en indikasjon på volatiliteten som kjennetegner markedet selskapet operer innenfor. Marine Harvest er det største oppdrettsselskapet som omsettes på Oslo børs og handles på kr 7,28, totalt antall aksjer er 3.748.341.587, hvilket gir en markedsverdi per 15.12.2013 på 27.250.443.410 NOK. Aksjen er svært likvid og omsatt volum er stabilt høyt relativt til sammenliknbare selskaper.



Figur 1.1.1: MHG, Handelsvolum & Kursutvikling, 2007-2012 (Kilde: www.oslobors.no)

1.2 Oppdrettsbransjen

Oppdrettsbransjen er i historisk perspektiv en relativt ung næring. Det hele startet i 1970 da brødrene Ove og Sivert Grøntvedt satt ut 20.000 laksesmolt på Hitra, i det som blir regnet som verdens aller første laksanlegg. På 40 år har bransjen utviklet seg raskt nasjonalt og globalt, hvor fra 1994 til 2012 økte Norges produksjon av oppdrettsfisk fra ca. 205.000 tonn i året til nå i overkant av 1200.000 tonn årlig.



Figur 1.2.1: Norsk produksjon av laks, tonn. 1994-2012 (Kilde: Fiskeridirektoratet)

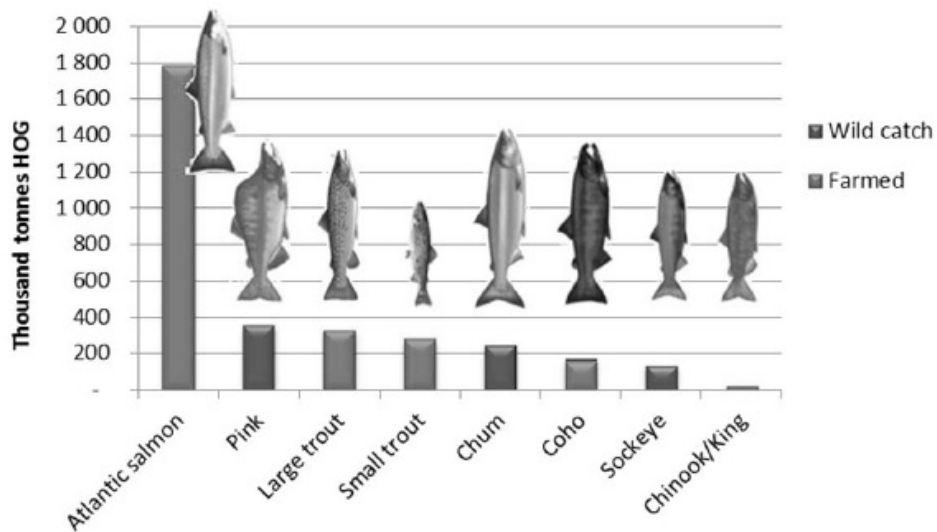
Oppdrettslaks er i dag en av de viktigste eksportartiklene for Norge, og det er ventet at bransjens betydning vil øke i fremtiden ved en gradvis utfasing av olje- og gassnæringen. De positive framtidsutsiktene for norsk oppdrettsbransje er begrunnet i at Norge er internasjonalt ledende på oppdrettsteknologi, kompetanse i offentlig forvaltning, finansiering, samt en lang kyst med gunstige forhold for lakseoppdrett.

1.2.1 Laks

Laks er en fellesbetegnelse for en fiskefamilie bestående av flere ulike arter eksempelvis Atlantisk- og Stillehavslaks. Flere av lakseartene eksisterer både i form av villaks og oppdrettslaks. Laks er en anadrom fiskeart, hvilket innebærer at fisken blir født i ferskvann, beveger seg ut i saltvannsområder og returnerer tilbake til ferskvann ved kjønnsmoden alder for gyting og reproduksjon.

Laks, som fiskeprodukt og næringsmiddel, klassifiseres i denne utredningen som kilde til protein. I 2008 utgjorde fisk 6% av den totale globale etterspørselen etter proteinrike næringsmidler. Det totale markedet for proteinrike næringsmidler utgjorde i 2008 i underkant av 200 mill. tonn, og vil i følge IMF vokse til i overkant av 250 mill. tonn i 2050, en økning på 40%. Denne veksten er avledet fra en forventet global befolkningsvekst på 2 milliarder mennesker i samme periode.

Årlig konsum (kg per person) av laks har steget fra 9,9 kg i 1960 til 18,4 kg i 2009. I 2009 var globalt tilbud av laks 126 mill. tonn. Gitt nåværende konsumnivå av laks per verdensborger, må tilbudet øke med 23 mill. tonn for å møte økt etterspørsel fram mot 2030. Gitt global stagnasjon i fangst av villfisk er det ventet at etterspørselen etter oppdrettslaks vil øke ytterligere.



Figur 1.2.1.1: Oversikt laksearter (Kilde: Kontali Analyse)

Figur 1.2.1.1 (Kontali Analyse) viser at Atlantisk laks er, rangert etter produsert volum, den største og viktigste arten av laksefisk. Denne arten er meget allsidig og kan benyttes til flere ulike formål blant annet som røkt, fersk eller grillet. Videre er arten en av de mest hardføre og tilpasset flere ulike produksjonsområder. Marine Harvest produserer i all hovedsak Atlantisk laks. Andre arter er Pink, Large trout, Small trout, Chum, Coho, Sockeye og Chinook.

1.3 Det globale markedet for laks

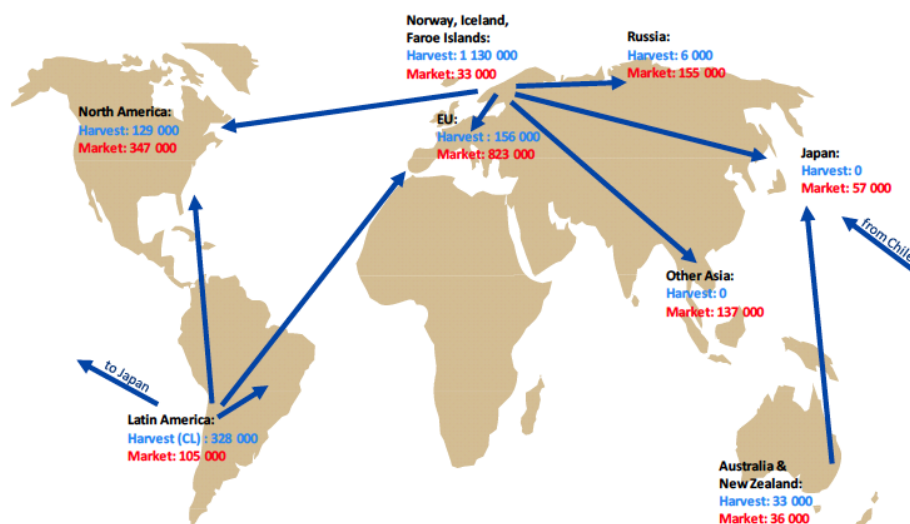
1.3.1 Historisk produksjonsnivå og prognoser

Tilbud av Atlantisk laks er doblet siden 2000, hvilket impliserer en årlig vekst på 7% i perioden. Estimater fra Kontali Analyse peker i retning av relativ nedgang, og årlig fremtidig vekst i størrelsesorden 3% i perioden 2012-2020. Tradisjonelt er EU-området og USA de største og viktigste markedene for Atlantisk laks, men i dag kommer vekst fra fremvoksende markeder i Asia og Sør-Amerika.

Produksjonen av Atlantisk laks har tradisjonelt vært dominert av en håndfull produserende land. Dette har sin forklaring i at oppdrett av laks er avhengig av en rekke naturgitte forhold som variasjon i sjøtemperatur, forhold langs kystlinjen og andre gitte biologiske forutsetninger. Norge er den globale hovedprodusenten med en total produksjon på rett i overkant av 1200.000 tonn i 2012, Chile har kommet tilbake fra produksjonsproblemer i 2009 og 2010 og er den klart neste største produsenten med i overkant av 400.000 tonn i 2012. Canada og Storbritannia følger med i underkant av 120.000 tonn hver 2012. Globalt ble det produsert 1800.000 tonn Atlantisk laks i 2012.

1.3.2 Handel og vareflyt

Historisk er det en klar inndeling i hvilke produsenter som eksporterer til de ulike hovedmarkedene, der Norge har eksportert til EU, Russland og Asia. Chile har hatt sitt hovedmarked i USA og i Sør-Amerika, samt mindre eksport også til Asia. Canada har hatt eksklusivt hovedmarked sentrert på vestkysten av USA, mens Skottland har i all hovedsak forsynt eget nasjonalt marked.



Figur 1.3.1.1: Handel og vareflyt (Kilde: Kontali Analyse)

Årsakene til denne klare inndelingen kan spores til logistikk og holdbarheten til produktet. En ny trend nå er økt integrasjon og globalisering, der Norge møter sterkere konkurranse fra chilensk frossen laks i det Europeiske markedet, samt sterkere konkurranse i det japanske markedet. Likevel er det grunn til å tro at den regionale inndelingen vil bestå på grunn av logistikk-kostnader (flyfrakt) for fersk laks.

1.3.3 Prisdannelse

På grunn av lang produksjonssyklus og kort holdbarhet på det ferske produktet (maksimum tre uker), blir spottpriisen dannet av kundens pris- og kvalitetspreferanser. Da mesteparten av oppdrettslaksen er ferskvare må all produsert fisk i en periode bli konsumert i samme periode. Produksjonsnivået er vanskelig og kostbart å justere på kort sikt, dette fordi produksjonssyklusen er tre år og bestemt av delvis absolutte og naturgitte forhold. Av den grunn er tilbudt kvantum i markedet veldig uelastisk på kort sikt, samtidig som også etterspørselen etter laks varierer basert på et sesongmessige mønster. Alt i alt har dette stor effekt på prisvolatiliteten i laksemarkedet.

Sammenliknet med andre næringsmidler i kategorien proteinkilder har Atlantisk laks blitt betydelig billigere gjennom det tre siste tiår. Relative priser presentert av IMF viser at siden 2000 har kylling over tredoblet seg sammenliknet med prisen på laks.

Selv om laks har blitt relativt sett billigere er det fortsatt et ganske dyrt produkt solgt i butikk, likevel viser tallene fra IMF og Marine Harvest et prisforholdet i butikk globalt der kylling er 1,4-2,3 ganger dyrere enn laks.

1.3.4 Industristrukturen

Marine Harvest er den absolutt største produsenten av laks og står for omtrent 25% av produsert volum i Norge og omtrent en tredel av produsert volum i Nord-Amerika (NA) og Storbritannia (UK). Tabell 1.3.4.1 under hentet fra Kontali Analyse viser en oversikt over hvordan produksjonsvolumet er fordelt i bransjen.

Tabell 1.3.4.1: Industristruktur (Kilde: Kontali Analyse)

2012	Topp 10 Norge	H.Q	Topp 10 UK	H.Q	Topp 10 NA	H.Q	Topp 10 Chile	H.Q
1	Marine Harvest	283 700	Marine Harvest	44 700	Marine Harvest	44 700	Marine Harvest	44 400
2	Lerøy Seafood	140 000	Scottish Seafarmers	30 100	Cooke	30 000	Pesquera Los Fiordos	44 000
3	Salmar	114 000	The Scottish Salmon Co.	26 600	Cermaq	21 100	Salmones Multiexport	40 000
4	Cermaq	56 700	Morpol	25 600	Grieg Seafood	15 100	Mainstream	34 500
5	Grieg Seafood	43 700	Grieg Seafood	19 000	Northern Harvest	10 000	Camanchana	31 120
6	Nordlaks	40 000	*		*		Blumar	30 600
7	Nova Sea	38 400					Australias Seafood	19 000
8	Alsaker Fjordbruk	27 600					Empresas Aquachile	18 000
9	Bremnes Seashore	27 000					Invertec	18 000
10	Norway R. Salmon	23 500					Cooke	14 000
	Topp 10	794 600	Topp 10	146 000	Topp 10	76 200	Topp 10	293 620
	Andre	388 600	Andre	10 200	Andre	66 700	Andre	70 680
	Totalt	1 183 200	Totalt	156 200	Totalt	142 900	Totalt	364 300

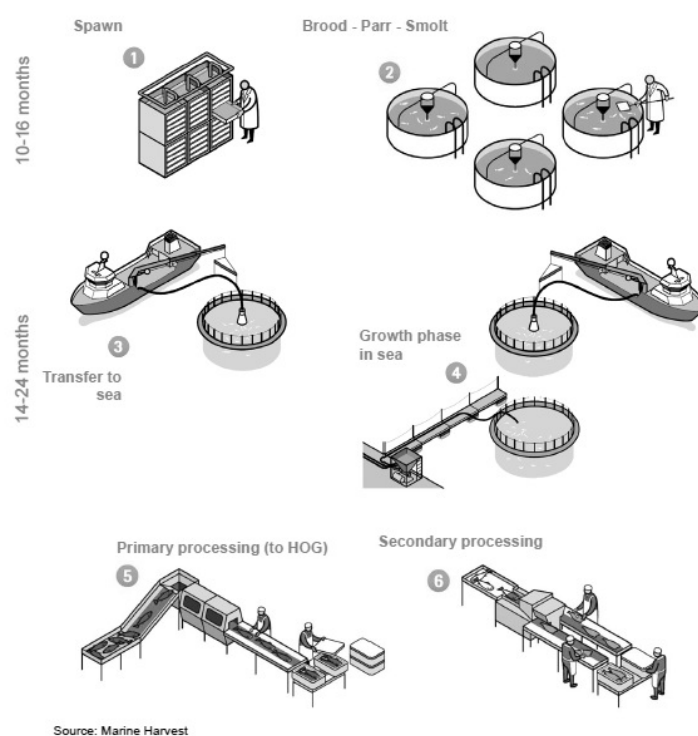
Historisk har laksoppdrettsnæringen i Norge, sammenliknet med andre produksjonsland, i stor grad bestått av mange små selskaper. Dette skyldes bevist distriktspolitikk og ønske om lokalt eierskap. I Chile har myndigheten historisk lagt mindre føringer på eierstruktur.

I Nord-Amerika og Storbritannia har industristrukturen og produksjonen vært preget av tidlig konsolidering og større produksjonsenheter. I nyere tid er også kravene vedrørende eierstruktur og konsesjonsrettigheter blitt endret i Norge, hvilket har resultert i konsolideringer og flere selskaper med en betydelig markedsandel. Signaler

fra aktører i oppdrettsnæringen globalt er at trenden med konsolidering og større enheter vil fortsett i fremtiden. Dette grunnet gevinster tilknyttet stordriftsfordeler.

1.3.5 Produksjon av laks

I samtlige oppdrettsland kontrollerer myndighetene lisens- og konsesjonsrettighetene. Forenklet er det tre komponenter som må være på plass for å starte oppdrett av laks. Dette er konsesjon fra myndigheten, plassering og oppdrettsanlegg. For å produsere laks trenger man minst en lisens, som gir muligheten til å produsere opp mot et gitt maksimumsvolum. I Norge gir er en standard tillatelse til akvakultur av matfisk i sjøvann avgrenset til en biomasse på inntil 780 tonn, med unntak for Troms og Finnmark (Laksetildelingsforskriften. Kap 3, § 15).



Figur 1.3.5.1: Produksjon av laks (Kilde: Kontali Analyse)

Figur 1.3.5.1 ovenfor viser produksjonsprosessen for oppdrettslaks. Total produksjonstid for gyting og vekst for smolt i ferskvann er omtrent 10-16 måneder. Deretter tar selve vekstfasen 14-24 måneder fra smolten er satt ut i mærene til

slaktingen kan starte. Vekstfasen er blant annet avhengig av sjøtemperaturene og fôrnivå.

Innsatsfaktorene i lakseoppdrett er fiskeegg, smolt, arbeidskraft, elektrisitet. Produksjonen av fiskeegg er fordelt på flere ulike eksterne produsenter, der de viktigste produsentene er Aquagen AS, Fanad Fisheries Ltd, Lakeland og Salmobreed AS. Tilbud og produksjon av egg er elastisk og globalt integrert. Smoltproduksjonen er i stor grad vertikalt integrert i oppdrettsselskapene.

1.3.6 Kostnadsdynamikken

Oppdrettsnæringens kostnadsdynamikk er kapitalintensiv og volatil. Næringen er påvirket av flere eksterne faktorer. Dette er som tidligere nevnt et resultat av lang produksjonssyklus, fragmentert marked, spesielle markedsforhold og en biologisk produksjonsprosess. Historisk er produksjonskostnadene redusert som et resultat av økt produktivitet gjennom teknologiske utvikling og økt kompetanse. Tabell 1.3.6.1 nedenfor illustrerer hovedkomponentene og den relative betydning for det overordnede kostnadsbildet i produksjonen av oppdrettslaks.

Tabell 1.3.6.1: Kostnadsdynamikken (Kilde: Kontali Analyse)

Valuta/Andel	Norge		Canada		Skotland		Chile	
	NOK	Andel	CAD (\$)	Andel	GBP (£)	Andel	USD (\$)	Andel
Fôr	11,7	49,9 %	2,2	42,3 %	1,5	47,8 %	2,05	43,3 %
Primær foredling	2,4	10,3 %	0,5	9,6 %	0,3	8,7 %	0,05	1,1 %
Smolt	2,1	9,0 %	0,6	11,7 %	0,3	9,3 %	0,6	12,7 %
Lønn	1,4	5,9 %	0,4	8,4 %	0,2	4,8 %	0,16	3,4 %
Vedlikehold	0,8	3,2 %	0,2	2,9 %	0,1	2,2 %	0,23	4,9 %
Brønnbåt	1,0	4,4 %	0,2	4,1 %	0,2	6,4 %	0,31	6,6 %
Avskrivninger	0,6	2,7 %	0,2	4,5 %	0,1	3,5 %	0,12	2,5 %
Salg & markedsføring	0,5	2,2 %	0,0	0,2 %	0,1	1,9 %	0,01	0,2 %
Dødlighet	0,3	1,3 %	0,0	0,8 %	0,0	0,3 %	0,05	1,1 %
Andre	2,6	11,0 %	0,8	15,6 %	0,5	15,1 %	1,15	24,3 %
Totalt	23,3		5,1		3,1		4,7	
Totalt, NOK (Valutajustert)¹			29,6		31,3		28,9	

¹ <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/usd/>

(1 CAD (\$): 5,77 NOK, 1 GBP (£): 10,11 NOK, 1 USD (\$): 6,11 NOK)

1.3.6.1 Fôrkostnader

I likhet med liknende produksjon av proteinholdige næringsmidler utgjør kostnadene til fôr den største andelen av totalkostnadene. Variasjonen i størrelsesforholdene mellom produksjonslandene kommer av ulike innsatsfaktorer i selve fôret, logistikk og forfaktor (Engelsk: Feed conversion ratio, FCR).

1.3.6.2 Smolt

Produksjon av smolt skjer enten i innsjøer eller i lukkede anlegg på land. Storbritannia har grunnet begrensede stordriftsfordeler de relativt sett høyeste kostnadene til smoltproduksjon.

1.3.6.3 Lønnskostnader

Forskjeller i lønnskostnader mellom produksjonslandene skyldes forskjeller i generelt lønnsnivå. Oppdrettsnæringen er i stor grad automatisert, hvilket innebærer at lønnskostnader som andel av totalkostnadene er begrenset.

Presentasjonen av Marine Harvest og bransjen er første del av min utredning, og er ment å gi leseren den nødvendige bakgrunnsinformasjonen for å bedre kunne forstå resonnement og analyser som følger. Eksempelvis vil den komplekse bransjestrukturen og de generelle utviklingstrekkene innen bransjen være sentrale elementer i valg verdsettelsesmodell, samt legge føringer for forutsetninger som legges til grunn seinere i utredningen.

2. Verdivurderingsmodeller

Det er flerfoldige metoder for å fastsette verdien av en virksomhet. Likevel er det tre ulike hovedtyper som i all hovedsak benyttes i en verdivurderingsprosess:

Fundamental, opsjonsbasert og markedsbasert verdsettelse. Disse hovedtypene kan med fordel brukes komplementerende, og er på ingen måte å anse som gjensidig utelukkende.

Den fundamentale og de markedsbaserte metodene verdsetter den totale virksomheten, mens den opsjonsbaserte metoden benyttes som et supplement ved tilfeller som omfatter realopsjoner og liknende elementer. I denne utredningen vil jeg gi en sammenfattet dekning av hver av metodene som er nevnt ovenfor, før jeg avslutningsvis vil begrunne valget av metode og utdype den respektive metoden for verdsettelse av Marine Harvest.

2.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i en analyse av historiske selskapstall, underliggende forhold og utarbeidelse av prognoseregnskap. Vi har flere typer fundamental verdsettelse, der jeg vil nøye meg med å gjennomgå følgende fire varianter: Egenkapitalmodellen, totalkapitalmodellen, dividendemodellen og residualinntektsmodellen.

Alle metodene er bygget på hvert sitt sett av forutsetninger, og i teorien skal alle metodene gi den samme og korrekte verdien dersom alle forutsetninger gjelder. Rimeligheten i hver metodes forutsetninger vil avgjøre hvorvidt den er egnet til å verdsette ulike selskaper. Jeg vil i det følgende gi en kort oversikt over hver metode, herunder forutsetninger, styrker og svakheter.

2.1.1 Egenkapitalmodellen

Ved bruk av egenkapitalmodellen gjennomføres verdsettelsen av selskapet ut i fra en neddiskontert fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen. Dette vil si kontantstrømmen etter rentekostnader, nedbetaling av gjeld og opptak av ny lån (Berk og DeMarzo, 2011). Kontantstrømmen neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen, mye brukt er capital asset pricing model (capm).

En av svakhetene ved egenkapitalmodellen er å avdekke vedrørende kapitalstrukturproblematikken. Det denne modellen forutsetter er at forholdet mellom egenkapital og gjeld er fast i hele analyseperioden og terminalverdien. I praksis endres den operasjonelle og finansielle risikoen over tiden, hvilket medfører at også avkastningskravet til egenkapitalen endres med gjeldsgraden for selskapet. Dette kan løses ved å bruke et gjennomsnitt av forventet kapitalstruktur, likevel egner denne modellen best for selskaper med en tilnærmet fast kapitalstruktur (Kinserdal 2013).

2.1.2 Totalkapitalmodellen

Totalkapitalmodellen har flere likhetstrekk med egenkapitalmetoden. Hovedforskjellen er at man benytter kontantstrømmen til totalkapitalen, og ikke egenkapitalen. Videre neddiskonterer man kontantstrømmen til totalkapitalen med et veid avkastningskrav, som dermed tar hensyn til både gjelds-og egenkapitalandelen, med tilhørende ulik kapitalkostnad. Denne metoden gir ikke verdien av egenkapital direkte, men selskapsverdien, som er den totale markedsverdien (børsverdien). Dette er den samlede verdien av de utstedte aksjene for et børsnotert selskap, hvilket tilsvare aksjekursen multiplisert med antall utstående aksjer.

For å videre komme frem til verdien av egenkapital trekker man fra markedsverdien av netto finansiell gjeld. Et usikkerhetsmoment ved denne tilnærmingen er at markedspris av gjeld ofte ikke er tilgjengelig markedsinformasjonen, da tilsvarende gjeldsprodukt ikke omsettes i markedet. Ved eventuell informasjon om markedspris av gjelden kan det være store avvik blant ulike selskaper vedrørende prising på grunnlag av lav likviditet eller andre selskapspecifikke elementer. I selve

neddiskontering benyttes som nevnt et avkastningskrav som er direkte tilknyttet totalkapitalen. Dette impliserer at denne metoden er uavhengig av kapitalstrukturen, og er dermed godt egnet for å verdsette eksempelvis selskaper med høy gjeldsgrad da dette blir tatt hensyn til gjennom kapitalkostnaden (Kinserdal 2013).

2.1.3 Dividendemodellen

Ved bruk av dividendemodellen inkluderes finansposter i form av opptak og nedbetaling av gjeld i analysen, og man estimerer netto kontantstrøm, utbytte, til eieren av en aksje. Dette er noe som skiller denne metoden fra metodene som behandlet egenkapitalen og totalkapitalen ovenfor. Denne kontantstrømmen kan i prinsippet være negativ i ulike perioder, eksempelvis ved finansieringsbehov. Analytiker kan forutsette at den frie kontantstrømmen i sin helhet utbetales hvert år eller at en andel holdes tilbake. Dette medfører at det er mulig tillate en akkumulering av kontanter, hvilket vil påvirke kommende finansavkastning (Kaldestad & Møller, 2011).

Teoretisk forutsetter man ved dividendemodellen at man verdsetter utbetalt kontantoverskuddet fra driften, der verdien av egenkapitalen dermed er nåverdien av fremtidig utbytte. Etter denne modellen må man lage estimer på utbytteprofilen i prognoseperioden og videre diskontere disse med egenkapitalkostnaden. Matematisk uttrykkes verdien gjennom dividendemodellen:

$$V_0^{EQ} = \frac{\bar{D}_1}{(1+r_{eq})} + \frac{\bar{D}_2}{(1+r_{eq})^2} + \frac{\bar{D}_3}{(1+r_{eq})^3} \dots + \frac{\bar{D}_n}{(1+r_{eq})^n}$$

Ligning 2.1.3.1: Dividendemodellen (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Der V_0^{EQ} er virksomhetsverdien, \bar{D}_n er utbytte i perioden og r_{eq} er avkastningskravet.

Dersom man antar at veksten i utbyttet er konstant kan denne sammenhengen forenkles basert på Gordons vekstformel. G i likningen under representerer vekstraten i økonomien.

$$V_0^{EQ} = \frac{\bar{D}}{r_{eq} - g}$$

Ligning 2.1.3.2: Gordons vekstformel (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

En av fordelene med dividendemodellen er at den fremstår som logisk da utbytte er den mest direkte formen for avkastning man får som eier av en aksje. Ved verdsettelse av et selskap, eksempelvis finansinstitusjoner som banker, er dette den greiest verdsettelsesmetoden for å estimere egenkapitalverdien. Grunnen til dette er at metoden tar hensyn til at deler av overskuddet må holdes tilbake for å refinansiere regulatoriske krav til egenkapitalen dersom selskapet vokser (Kaldestad & Møller, 2011).

En av ulempene med denne modellen er å finne vedrørende fastsettelse av avkastningskravet, der det forutsette konstant gjeldsandel og gjeld verdsatt til markedspris. Dette er relativt uproblematisk teoretisk, men kan by på store utfordringer i praksis, jf. resonnement omkring markedsprising av gjeld ovenfor. Tilsvarende er det forutsatt å benytte et en-periodisk avkastningskrav, hvilket er relativt upraktisk å operer med i reelle verdivurderinger.

Avslutningsvis er dividendemodellen en metoden som egner seg relativt godt for enkelte prosjekter med stabil kontantstrøm og forhåndsdefinerte utbytteprofil. Dette medfører at metoden i all hovedsak kun bør benyttes i en verdsettelse der selskapet er i likevekt med konstant gjeldsgrad, og det er mulig å utarbeide detaljerte og spesifiserte balanseprognoser (Kinserdal, 2013).

2.1.4 Residualinntektsmodellen

Residualinntektsmodellen forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen, der man estimerer en verdi av selskapets investerte kapital tillagt eller fratrukket nåverdien av den mer-mindre-avkastning kapitalen genererer i

analyseperioden. Denne metoden er mye brukt innenfor akademia fordi den bygger en bro mellom finansiell verdsettelse, strategi og regnskapsanalyse (Kaldestad & Møller, 2011).

$$EV = IK + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Ri_t}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Ligning 2.1.4.1: Residualinntektsmodellen (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

der IK er investert kapital og Ri er meravkastningen på investeringen (residualinntekten). Meravkastningen i en periode er resultatet i perioden fratrukket alternativkostnaden på den investerte kapital.

$$Ri_t = E_t - (r \times IC)$$

Ligning 2.1.4.2: Meravkastning (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

der E_t er driftsresultat, inkludert avskrivninger, minus skatt og r er avkastningskravet til den sysselsatte kapitalen.

Fordelene med residualinntektsmodellen er at modellen fokusere på de virkelige verdidriverne i et selskap. Metode illustrerer at verdifall avhenger av differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad, vekst i kapitalbase og lengde på periode med meravkastning (Kaldestad & Møller, 2011).

Videre inkluderer denne modellen at resultat pr. aksje delvis overser kapitalkostnaden til virksomheten, hvilket er delvis oversett i det tradisjonelle resultatregnskapet. Modellen klarer i større grad å påvise at et selskap ikke kan vokse kostnadsfritt, og at vekst forringer verdier hvis den ikke øker residualinntekten.

En av ulempene med denne modellen er at den baseres på investert kapital. Dette egner seg bra for modne selskaper der de materielle eiendelen utgjør mesteparten av verdien, såkalte kapitalintensive selskaper. For selskaper som derimot har lavere andel materielle eiendeler vil modellen i mange tilfeller vise en for høy superprofitt.

2.2 Markedsbasert verdsettelse

I en markedsbasert verdsettelse finner man verdien av selskapet basert på hva liknende selskaper omsettes for i markedet ved analysetidspunktet.

Verdsettelsesmetoden tar utgangspunkt i en sammenligning med eksempelvis konkurrerende virksomheter innen samme bransje. Det er viktig at selskapene som brukes som sammenlikningsgrunnlag ikke har signifikant forskjellig kapitalstruktur eller andre typer forhold. Samtidig er det en forutsetning at priser på sammenliknbare selskaper og eiendeler er tilgjengelig og pålitelige (Kinserdal, 2013).

Pris/fortjeneste (P/E) og pris/bok (P/B) er eksempler på nøkkeltall som ofte blir benyttet i markedsbasert verdsettelse. Prisen i disse forholdstallene er markedsverdien av selskapet, og må optimalt justeres for forskjeller mellom selskapet som verdsettes og dem det blir sammenliknet med.

Den markedsbaserte tilnærmingen gir en verdi som ligger nærmeste salgsverdi-definisjonen, ettersom den gir et estimat på hva selskapet eller eiendelen selges for i markedet. Nærmere kan man si at metoden går ut på at selskaper som har relativt sett høyere verdier på forholdstallene i forhold til sammenliknbare selskaper kan antas å være dyrere og omvendt.

Fordelene med denne metoden er at denne verdsettelsestilnærmingen er lett kommuniserbar, lettfattelig og mindre ressurs- og tidskrevende enn eksempelvis fundamentale verdsettelse. Dette kan være en av hovedårsakene til at denne metoden er veldig ofte brukt av analytikere som arbeider med verdivurdering. Den kan også med fordel brukes som et supplement til fundamental verdsettelse, der den markedsbaserte verdsettelsen kan være en rimelighetsvurdering av den fundamentale verdien man kommer frem til ved en mer omfattende inntjeningsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2011).

Ulempene med markedsbasert verdsettelse er at det i praksis er meget vanskelig å finne helt egnede sammenliknbare selskaper, og man derfor må nøye seg med en grov tilnærming til verdiestimat. Det er derfor ikke opplagt at selskapene skal prises på samme multipler. Det er derfor vanlige er å se hvordan selskapets og de

sammenlignbare selskapenes forholdstall har utviklet seg over tid og ut fra det gi en indikasjon på relativ forventet pris basert på antagelser om fremtiden.

2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse omfatter realopsjoner. Eksempelvis fleksibilitet vedrørende en operasjonell avgjørelsen om å opprettholde drift eller stenge en gullgruve eller opsjonen til å kjøpe et driftsrelatert aktiva.

Fordelen med opsjonsbasert verdsettelse er at den kan gi et estimat på verdier som i enkelte situasjoner gjerne undervurderes ved bruk av tradisjonell fundamentalanalyse. Dette skyldes at fundamental analyse delvis ignorerer verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten, til å gjennomføre bestemte type tiltak. Dette er som nevnt verdien av fleksibilitet vedrørende eksempelvis muligheten til å utsette en investering i påvente av et politisk vedtak, anledningen til å utvide til andre markeder eller opsjonen til å raskt skrinlegge et prosjekt hvis det viser seg ulønnsomt (Kaldestad & Møller, 2011).

Ved opsjonsbasert verdsettelsen finnes verdien av et selskap ved å estimere selskapsverdien, samt utarbeidet ulike scenarioer som inkluderer merverdiene av realopsjonen selskapet besitter. Teoretisk gjøres dette ved estimere nåverdien av fremtidig kontantstrøm i et statisk scenario med tillegg av verdien av fleksibilitet:

$$V_0 = V_{\text{as is}} + \text{nåverdi av fleksibilitet}$$

Ligning 2.3.1.1: Opsjonsbasert verdsettelse (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Der V_0 er total virksomhetsverdien og $V_{\text{as is}}$ er virksomhetsverdi uten verdi opsjonsverdi.

Opsjonsbasert verdsettelse egner seg for selskaper som gjennomgår ulike avgjørende faser eller forsøk, typisk legemiddelselskap. Verdsettelsen gjennomføres ved en binomisk tilnærming, der man vekter verdien gitt sannsynligheter for ulike scenarier.

3. Modell- og metodevalg

Hvilken modell og metode som legges til grunn i en verdivurdering er avhengig av flere faktorer deriblant tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklus.

3.1 Tilgang på informasjon

Historisk informasjonstilgang for Marine Harvest er bekvem, finansregnskap, priser, volum og andre relevante forarbeider er offentlig tilgjengelig og grad av reliabilitet vurderes til høy. Dette er en sentral forutsetning for å kunne gjennomføre prognosearbeidet for en fundamental inntjeningsbasert verdsettelse. Når det kommer til prognose og fremtidsanalyse er tilgangen på pris- og volumanalyse begrenset. Kontali Analyse selger ulike typer analyser, men dette tilbudet har jeg ikke benyttet meg av.

3.2 Tid til disposisjon

Verdsettelsen gjennomføres som ledd i masteroppgave, og tid til disposisjon er ingen avgjørende skranke for kjernearbeidet. Tiden legger likevel føringer, hvilket påvirker inngående analyser av eksempelvis markeder, konkurrenter, makroøkonomiske og politiske forhold som kan ha innvirkning på fremtidig selskapsverdi og prognoser.

3.3 Krav til pålitelighet

I sammenheng med nevnte faktorer ovenfor er det visse krav til pålitelighet som er naturlig å oppfylle i masterutredning. Dette kravet gjør det naturlig å se vekk i fra grove anslag over verdien, gjennomført eksempelvis ved utelukkende bruk av dividendemodellen eller markedsbasert tilnærming. Krav til pålitelighet peker i retning av en fundamental analyse.

3.4 Bransje

Marine Harvest operer innen oppdrettsbransjen. Dette er en bransje som preges av sterke konjunkturer med store prisutslag ved marginale avvik fra markedslikevekt i etterspørsel og tilbudsdiagrammet. Videre preges oppdrettsbransjen av økt kostnadsfokus og stordriftsfordeler. Egenskapene ved bransjen peker i retning av en fundamental verdsettelse og markedsbasert tilnærming.

3.5 Fase i livssyklus

Marine Harvest slik vi kjenner i dag har historie tilbake fra 2006. Det er vanskelig å plassere driften som helhet i en livssyklusfase, der deler av driften kan karakteriseres som i oppstartsfase, deriblant implementering av forproduksjon. Samtidig kan deler av oppdrettsvirksomheten karakteriseres som moden og stabil. Dette peker i retning av kontantstrømsanalyser (bottom up-modeller), samt fundamental- og multippelanalyse.

Årsaken til at jeg vurderer kontantstrømsanalyse, med fokus på fundamental- og multippelanalyse som best egnet modellapparat, er at disse er best tilpasset til å fange det operasjonelle verdien av driften til Marine Harvest. For slike virksomheter uten særlig innslag av opsjoner eller absolutt og konstant kapitalstruktur representerer kontantstrømmen selskapet genererer, med utgangspunkt i EBTIDA, det beste estimat på kapitalavkastning.

3.6 Fundamental verdsettelse & markedsbasert tilnærming

I denne utredningen vil jeg gjennomføre en fundamental verdsettelse av Marine Harvest etter total kapitalmetoden. Denne metoden følger i all hovedsak strukturen som ble forelest i kurset BUS425 – Verdsettelse, våren 2013. Verdsettelsesmetoden er en to-periodisk DCF-modell. Supplerende vil jeg gjennomføre en markedsbasert verdsettelse, der jeg sammenlikner relevante og egnede multipler for Marine Harvest og konkurrenter innen samme bransje og med tilsvarende operasjonell struktur.

Under følger en punktvis oppstilling av total kapitalmetoden mv. Nærmere forklaringer og begrunnelser av hvert av punktene vil bli gjennomgått under respektive punkts delkapitler seinere i denne utredningen.

Oppstilling av verdsettelsesprosessen:

1. Omgruppering for analyseformål
2. Normalisering av historiske resultater
3. Analyse av bedriften
 - a. Historiske trender og nøkkeltall
 - b. Sammenlikning med konkurrenter
 - c. Strategisk analyse
4. Utarbeidelse av prognoseregnskap
 - a. Budsjettering og framskrivning
5. Fundamental verdsettelse
 - a. Verdsettelsesteknikker, to-periodisk kontantstrømmodell
 - b. Beregning av avkastningskrav
 - c. Analyse av usikkerhet i verdiestimatene
6. Markedsbasert tilnærming
 - a. Peer reviews
7. Sensitivitetsanalyse

Overordnet dreier denne type verdsettelse som om å estimere den fremtidige utviklingen for Marine Harvest. Utgangspunktet er Marine Harvests finansregnskap. I selve verdsettelsen gjennomfører man en regnskapsanalyse og strategisk analyse av selskapet, markedet og andre relevante forhold. Dette danner grunnlaget for fremtidsprognosene, der man skiller mellom den eksplisitte prognoseperioden og evighetsverdien/terminalverdien.

I den eksplisitte prognoseperioden estimeres og defineres forventede resultater. Denne perioden er normalt 5-10 år. Deretter forutsetter man at selskapet går mot en likevekt hvor det estimeres en terminalverdi, såkalt evighetsverdi, ved hjelp av Gordons vekstformel. Resultatet av denne analysen gir oss verdien av selskapet, såkalt enterprise value, under forutsetningen om at selskapet er gjeldfritt. Dernest trekker man fra netto finansiell gjeld som gir oss et punktestimert (+/- 10%) på egenkapitalverdien, hvilket delt på totalt antall utstedte aksjer i markedet gir estimert aksjekursen for Marine Harvest.

Verdien av selskapet, virksomhetsverdien, er nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm pluss nåverdien av terminalverdien:

$$EV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} \dots + \frac{FCF_T}{(1+WACC)^T} \frac{FCF_T}{(r-g)}$$

Ligning 2.6.1: Virksomhetsverdi (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Verdien av egenkapitalen er enterprise value fratrukket markedsverdi av ikke-driftsrelaterte eiendeler, netto finansiell gjeld, samt verdi av ubenyttet skattefordel. Oversikten under viser hvilke poster som inngår i fri kontantstrøm etter denne modellen.

Kontantstrøm for verdivurderingsformål:

	Inntekter
-	Kostnader (ekskludert avskrivninger)
=	EBITDA
<hr/>	
-	Avskrivninger
+/-	EBIT
-	Skatt
=	Driftsresultat etter skatt
<hr/>	
+	Avskrivninger
-	Vedlikeholdsinvesteringer
-	Kapasitetsinvesteringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm (FCF)
<hr/>	

I del 2.1.2 Totalkapitalmodellen fremgår det at det er visse fordeler og ulemper med bruk av EBITDA som et estimat på kontantstrøm fra drift i denne metoden. Noen av

fordelen med bruk av EBITDA er at denne regnskapsstørrelsen på grunn av sammenstillingsprinsippet gir et godt bilde på den underliggende og representative driften til Marine Harvest. Dette betyr at inntekter og tilhørende kostnader inngår i samme periode og at man unngår problemer med svingninger i inn- og utbetalinger i historisk kontantstrømoppstilling. Videre er EBITDA en regnskapsstørrelse som er mye brukt og et fokusområde for analytikere (Kinserdal, 2013).

Svakhetene ved bruk av EBITDA som kontantstrømsestimat i totalkapitalmodellen er at EBITDA lett får overdrevent fokus og at det legges for lite fokus på at tallet mangler viktige komponenter som inngår i fri kontantstrøm.

Oppsummert vil jeg gjennomføre en fundamental verdsettelse og en markedsbasert verdivurdering, som følger av metodegjennomgang i dette kapitlet. Utredningen videre følger dette mønsteret. I neste kapittel vil jeg gjennomføre en bransjeanalyse som sammen med regnskapsanalyse vil danne et bilde av trender og fremtidig utvikling. Dette vil legge grunnlaget for prognosearbeidet og den endelige verdsettelsen av Marine Harvest.

4. Bransjeanalyse

4.1 Nyetableringer

I utgangspunktet er det begrenset trussel fra nyetableringer fra produksjonsenheter med tilsvarende teknologi, siden det er juridiske, kapitalmessige og kompetansemessige barrierer for å komme inn i bransjen. Den nye norske regjering har i sitt regjeringsprogram lagt opp til en noe større og mer forutsigbar vekst i den norske oppdrettsindustrien. Denne veksten vil trolig i stor grad tilfalle eksisterende aktører. Et nytt skifte i reguleringer ved et eventuelt regjeringsskifte i 2018 blir ikke hensyntatt i denne utredningen.

Under kategorien trussel fra nyetableringer kommer trusselen fra landbasert oppdrettsanlegg som i stor grad kommer sammen med trussel både fra andre eksisterende produksjonsland, samt helt nye land. En ny forskningsrapport fra Nofima presentert i artikkel i DN² peker på landbasert produksjon i lavkostland som den største utfordreren til norsk oppdrettslaks. Det fremgår at et landbasert anlegg kan gi produsenter av oppdrettslaks muligheten til sterkere kontroll med mikroklima, hvilket kan gi bedre vekst og kvalitet ved at man optimaliserer vekstvilkårene for fisken.

Trusselen fra landbaserte anlegg går på at disse anleggene blir så effektive at Norge og andre ledende produksjonsland kan miste fordelene med gunstige havforhold mv. Et lukket system gjør at man i større grad kan styre hva som slipper ut og inn av tanken, og dermed løser noen av næringens sykdoms- og miljøproblemer. En annen fordel med de landbaserte anleggene er å se vedrørende nærhet til markedet og transportkostnader, der disse nye anleggene kan lokaliseres nærmere kjernemarkedene og redusere transportkostnadene. Konklusjonen i rapporten peker dog på at det trengs store teknologiske gjennombrudd før lukkede anlegg i sjø eller på land skal bli en reell utfordrer³.

² DAGENS NÆRINGSLIV, 13.08.2013, Side 20

³ DAGENS NÆRINGSLIV, 27.11.2010, Side 34

Rapporten peker videre på landbasert oppdrett i lavkostland som Kina og Thailand, som den største trusselen for norsk oppdrettsnæring på sikt. I disse landene er det potensiale for å presse kostnadene såpass mye ned at dette på sikt kan bli konkurransedyktig med norsk oppdrett i sjø. I den refererte artikkelen fra DN uttaler Geir Molvik (direktør i oppdrettsselskapet Cermaq) at han ikke er særlig bekymret for konkurransen fra landbasert oppdrett. Han argumenterer for at energikostnader knyttet til å løfte vann opp til et landbasert oppdrettsanlegg er for store til at dette kan bli lønnsom på kortsikt, og det trengs store teknologiske gjennombrudd før dette kan bli et konkurransedyktig alternativ. I denne utredningen forutsettes det at landbaserte oppdrettsanlegg ikke vil utgjøre en betydelig konkurranse i prognoseperioden.

4.2 Leverandører

Leverandørene til oppdrettsnæringen er i all hovedsak oppstrømsbedrifter som leverer biologisk innsatsfaktorer som smolt og fôr. Det har ikke skjedd store endringer på smoltsiden. En trend som kan spores er at en stadig høyere andel av smoltprodusentene i større grad er eid og vertikalt integrert i de store oppdrettsbedriftene. Historisk har ikke denne utviklingen medført store lønnsomhetsgevinster.

I fôrleddet har det skjedd store endringer, og det ligger an til ytterligere endringer i fremtiden. BioMar melder i sin kvartalsrapport (Q3, 2013) at konkurransesituasjonen er ytterligere skjerpet. Til tross for bedre kapasitetsutnyttelse av selskapets fabrikker, faller driftsmarginen for selskapet og for næringen som helhet.

Det viktigste med tanke på fôrproduksjon er muligens at den klart største kjøperen av fiskefôr, i Norge og resten av verden, Marine Harvest, bygger sin egen fôrbedrift og er allerede i full gang med tegningene og tomtevalg for fabrikk nummer to. Den norske fiskefôrbansjens minstemann, Polarfeed, kunngjorde under årets AquaNor-messe særdeles offensive fôrplaner. Polarfeed vil øke produksjonen fra 40.000 tonn 60.000 tonn i Øksfjord, mens en helt ny fabrikk i Midt-Norge skal ha en kapasitet på hele 250.000 tonn. Disse trekkene utfordrer fôroligopolet, bestående av Skretting, EWOS og BioMar.⁴

⁴ ilaks.no, Etter den søte kløe, 8. November 2013.

Samtidig er de tre dominerende fôraktørene alle rigget for økt produksjonskapasitet de siste årene. Etterspørselssiden i fôrmarkedet, i vesentlig grad Norges produksjon av laks og ørret, ligger ikke an til å øke tilsvarende i 2014. Utsiktene i de kommende par år er heller ikke spesielt ekspansiv. Konsekvensen er at det er i ferd med å utvikle seg et overkapasitet i Norge. Det betyr i sin tur tøffere konkurranseklima og lavere priser på fôr, hvilket alt annet likt er positivt for oppdrettsselskapene.

4.3 Konsumenten

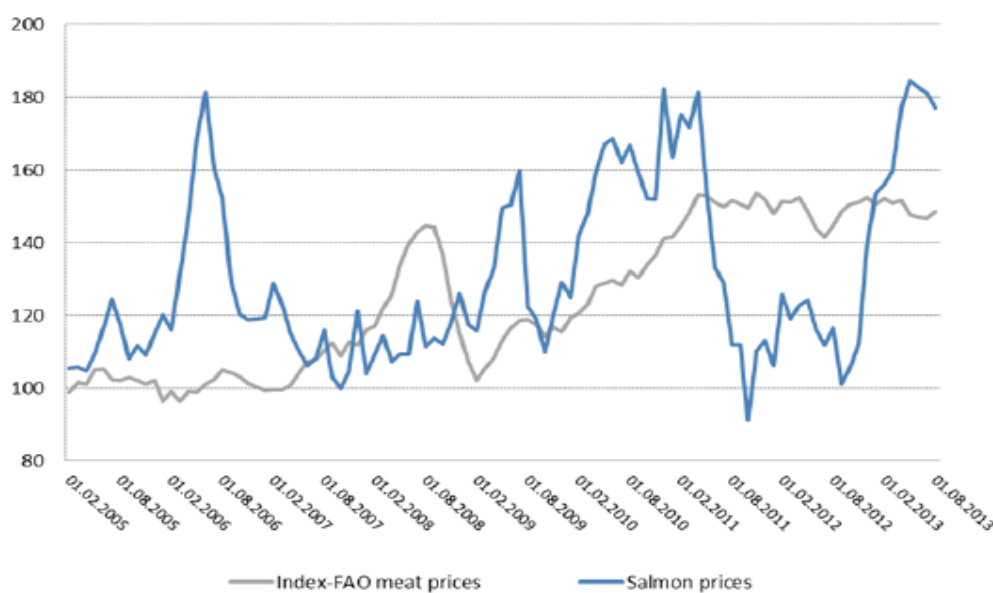
Markedet for laks er globalt, der det viktigste markedet for Marine Harvest, basert på solgt volum, er Europa. For å danne et grunnlag for videre prognoser for konsum av laks er det sentralt å illustrere laks sin posisjon blant konsumenten i de viktigste markedene. Ragnar Tveterås, gjennomførte i 2013 en posisjoneringsstudie for norsk sjømat. Han undersøkte totalt 6000 konsumenter, der deltagerne for laks ble plukket ut i Frankrike, Tyskland, Polen og Sverige. Undersøkelsen gir kunnskap om konsumfrekvenser og prisfølsomhet for sjømat og kjøttprodukter.

Tveterås sine funn peker i retning av signifikant heterogenitet mellom landene når det gjelder posisjoner til sjømatprodukter og konsumfrekvens for ulike sjømatprodukter. Undersøkelsen viste at kylling fremstår som den klart sterkest posisjonerte konsumvaren, og at laks har en sterkt posisjon sammenliknet med storfe- og svinekjøtt i dimensjoner som smak, tilgjengelighet, lettvinthet, helse og verdi for pengene, dog noe svakere enn kylling. Videre går det frem av undersøkelsen at konsumentene er prisfølsomme, men at det resultatene vedrørende krysspriselasitet inneholder stor grad av usikkerhet og er ikke signifikant på tilfredsstillende nivå (Tveterås, 2013).

Konklusjonen vedrørende konsumenten peker i retning av at laks sin posisjon blant konkurrerende næringsmidler står sterkt og det forutsettes at denne posisjonen vedvarer. Dette innebærer at mønster i etterspørsel kan fremskrives vedrørende pris- og volumanalyse og det generelle prognosearbeidet under den fundamentale verdsettelsen seinere i denne utredningen.

4.4 Substitutter

Laks er sammen med storfe, svin og fjærkre de viktigste kildene til protein. De tre sistnevnte produseres på land. Sammenliknet med de andre kildene er laks målt etter forfaktor det mest effektive produktet rangert etter kg fôr/kg produkt. FCR for laks er 1,17⁵ og storfe er 8. Hovedårsaken til at laks er mer effektiv er at laks er kaldblodig, og dermed ikke trenger energi for å opprettholde kroppstemperatur.



Figur 4.4.1: Relative priser, laks & substitutter (Kilde: FondFinans)

Fondfinans forventer økte kostnader for innsatsfaktorene i produksjon av substituttene, og at prisen vil øke relativt mer enn hva er forventet for produksjon av laks. Dette vil beskytte laks relative posisjon i konkurransen i markedet for proteinholdige næringsmidler. Figur 4.4.1 viser den relative utviklingen i laksepriser sammenliknet med FAOs indeks for andre typer kjøttprodukter. Historisk har prisene på laks beveget seg rundt et høyere nivå enn substituttene. Fondfinans estimerer og analyser⁶ peker på en trend der denne forskjellen vil bli redusert.

⁵ Marine Harvest, Salmon Industry Handbook

⁶ FondFinans, Salmon farming - Aquaculture Sector Report, September 2013

4.5 Risikoelementer

I bransjeanalysen velger jeg å trekke inne en kort gjennomgang av generelle finansielle og operasjonell risikoelementer som er gjeldende for samtlige oppdrettsselskaper. Videre i analysen vil det legges begrenset vekt på disse elementene, da det er vanskelig å kvantifisere denne typen risiko og samtidige estimere relative konkurransefortrinn risikostyring gir det enkelte selskapet og hvorvidt denne vil kunne vare.

Da oppdrettsnæringen og de fleste selskaper innen bransjen operere i et globalt markedet innehar samtlige selskaper systematisk finansiell risiko. Samtidig innehar hvert enkelt selskap usystematisk finansielle risikoelementer vedrørende valuta, kreditt, rente og likviditet. Av årsrapporter til de viktigste aktørene fremgår det at det er en løpende finansielle risikostyring av finans, men ingen inngående og detaljer beskrivelse av fremtidig strategi. Videre i denne analysen forutsettes det at samtlige selskaper innehar nødvendig kompetanse vedrørende finansiell risiko, og det vil ikke gjøres videre analyse av slike forhold.

Operasjonell risiko er risikoelementer i som større grad enn finansielle risiko kan kvantifiseres. Dette er risiko tilknyttet fremtidig laksepris, fôrpris og biologiske forhold. Priserisiko er antatt å være største kilden til operasjonell risiko for oppdrettsselskaper, og denne størrelsen får betydelig oppmerksomhet. Historisk sett har lakseprisene vært utsatt for store svingninger.

Oppdrettsselskaper som Marine Harvest, Cermaq, Salmar mv har et stort volum av laks, og prisoppnåelse er dermed en viktig driver for lønnsomhet og kontantstrøm. Etterspørselen etter laks har vist stabil vekst, mens tilbudet i bransjen har vært utsatt for store svingninger. Svingningene er relatert til variasjoner i faktorer som smoltutsetting, biologi og temperatur i sjø. Det er begrenset fleksibilitet til å styre leveransene grunnet lang produksjonsprosess, tidsvindu for slakting, da laks i stor grad er en ferskvare med begrenset holdbarhet. Oppdrettere er av overnevnte årsaker ansett å være pristakere i markedet fra uke til uke.

I prognosearbeidet er viktig å undersøke hva som skiller Marine Harvest og de

viktigste konkurrentene vedrørende prisrisikostyring. Av Marine Harvest årsrapport fremgår det at selskapet har tydelige retningslinjer for inngåelse av salgskontrakter som tar sikte på å begrense eksponeringen mot svingninger i lakseprisen på kort til mellomlangsikt. Kontraktenes varigheten er normalt 3-12 måneder, med normal dekningsgrad av slaktevolum påfølgende kvartal på 15%-40%. Konkurrentene har tilsvarende retningslinjer og kompetanse, der historisk prisoppnåelse tyder på at Marine Harvest tilhører det øverste sjiktet.

Fôrpris- og fôrutnyttelsesrisiko er en sentral komponent i det operasjonelle risikobildet. Fôrkostnader er den største kostnadskomponenten i oppdrettsnæringen. Oppdrettsselskaper har betydelig risiko knyttet til pris og utnyttelsen av fôret, samtidige fôrråvarer som fiskeolje og fiskemel er forventet å bli en begrensende ressurs for vekst i laksenæringen framover. Denne selskapsspesifikke risikoen for Marine Harvest begrenses ved å spre best praksis, løpende sammenlikning mellom oppdrettsanlegg- og regioner. Historiske data viser at det er gjort store forbedringer. Marine Harvest har anskaffet sitt fôr fra et begrenset antall globale fôrleverandører. Fôrkontrakene er strukturert slik at MHG påtar seg den generelle eksponeringen mot svingninger i prisene på råvarer, eksempelvis fiskemel, fiskeolje, vegetabilsk olje og mel.

Marine Harvest fremtidsstrategi på dette området går i retning av betydelig investeringer i vertikalt integrering av egen fôrproduksjon, hvilke vil kunne redusere risikoen knyttet til fôr, gjennom effektiv fôrproduksjon til eget bruk. Marine Harvest muligheter til å gjennomfører denne strategien er i stor grad knyttet til selskapets størrelse og posisjon i markedet. På sikt vil dette kunne gi gevinster gjennom økte stordriftsfordeler og større kontroll over de viktigste innsatsfaktorer i produksjonen.

Biologiske risikoelementer er tilknyttet biologiske forhold som påvirker selskapenes operasjonelle drift drastisk ved negative hendelser. Oppdrettsvirksomheter som Marine Harvest er konstant utsatt for en rekke biologisk risikoelementer som kan påvirke lønnsomhet og kontantstrøm gjennom negativ utvikling av tilvekst, slaktevekt, dødelighet, kvalitetsnedgradering og krav fra kunder.

Av årsrapportene til Marine Harvest og de viktigste konkurrentene fremgår det at

selskapene søker å håndtere eksponering mot biologiske risikofaktorer gjennom fokus på interne retningslinjer for dyrevelferd, skadebegrensende tiltak og mottiltak ved inntruffen skade. Produksjonsporteføljen til de ulike selskapene er diversifisert gjennom geografisk spredning av oppdrettsvirksomhet, hvilket bidrar til redusert risiko. Marine Harvest har signalisert at de i fremtiden vil bygge ned og redusere andel av produksjon gjennom chilenske virksomheten.

5. Analyse av makroøkonomiske forhold

5.1 Politiske og juridiske

Politiske og administrative justeringer i viktige markeder for norske sjømatprodukter, kan få betydning for mulighetene for eksport på kort sikt. Konesjonsbegrensningen, er nå særlig aktuell i forbindelse med de 45 nye konsesjonene som skal deles ut i overskuelig fremtid. Majoriteten av søkerne er eksisterende aktører, men det er også søkere som er å anse helt nye aktører. Generelt peker signaler i markedet på en moderat politisk styrt vekst i produksjonen i Norge.

Andre faktorer som påvirker norsk eksport av laks er forholdet mellom Norge og Kina. Siden nobelprisutdeling til Liu Xiaobo i 2010 har norsk eksport til Kina blitt dramatisk redusert (selv om det er lekkasjer via blant annet Vietnam mv.). Stoltenberg-regjeringen (2005-2013) bidro i liten grad til å bedre på forholdene for norsk-kinesisk samarbeid. Solberg-regjeringen (2013-) ved blant annet utenriksminister Børge Brende (H), som med nære forbindelser til den kinesiske regjeringen, kan endre denne situasjonen. Dette kan i større grad åpne et større marked for norsk laks.

Markedspotensialet i Kina er uforløst og enormt. Ifølge Pareto Securities' analytiker Henning Lund konsumerte en gjennomsnittlig kinesiske forbrukere i urbane områder laks tilsvarende syv sushi-biter i hele 2012. Selv på helt beskjedne kalkyler i økning i kjøpekraft kan en se for seg et massivt løft i etterspørselen. Et noe optimistisk scenario der Kina i fremtiden konsumerer like mye laks per capita som USA eller Russland, nærmere bestemt ett kilo, vil kunne ta ut hele Norges årlige lakseproduksjon.

Samtidig er det vanskelig å kvantifisere hvor mye markedsutviklingen i Kina påvirker prisen på norskprodusert laks. Så lenge det er nok laks for det kinesiske markedet tilgjengelig fra andre lakseprodusenter, vil laks fra disse finne veien til Kina, mens norsk laks fyller hullene denne laksen etterlater seg i andre markeder. Dette skjedde da norsk laks var utestengt fra USA for noen tiår siden. Det skjer ikke umiddelbart, og avhenger også av at markedene ikke har markedsrett som kjøper av laks.

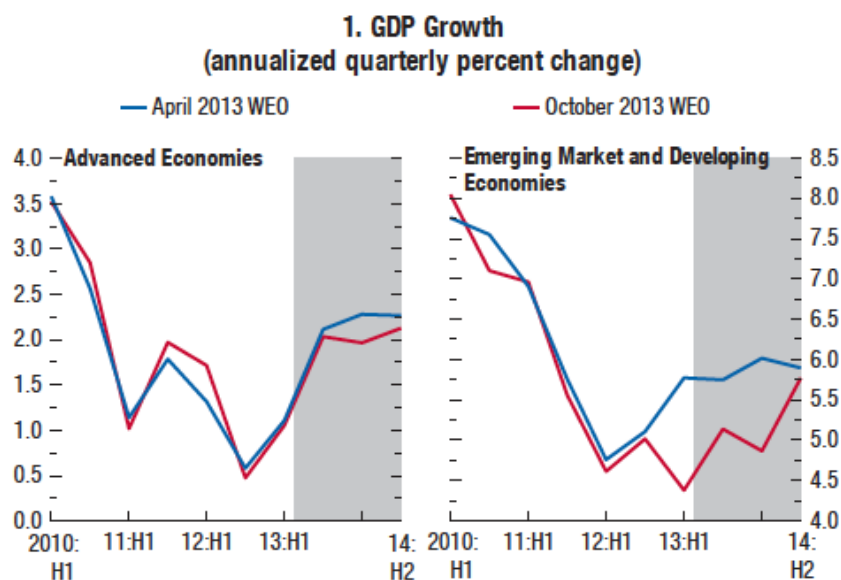
5.2 Økonomiske faktorer

Ved analysetidspunkt går omtrent 70% av fiskeeksporten fra Norge til Europa, målt i verdi, og av dette står EU for 57 %.⁷ På kort sikt vil den økonomiske resesjonen prege økonomien i Europa og EU spesielt. USA og Japan vil ha en beskjeden vekst, mens land utenom OECD vil bidra med den overveiende økonomiske veksten.

Så langt har norsk sjømat kommet godt ut av den økonomiske krisen i viktige land og markeder for norsk sjømat. På lengre sikt vil imidlertid en økonomisk resesjon kunne redusere kjøpelysten og evnen for norske produkter. Dette kan igjen redusere evnen og viljen til norske aktører til å investere i utvikling av marin sektor. Samtidig har norsk sjømat fått redusert handelshindringer mot viktige markeder som EU og USA, men finanskrisen kan føre til mer proteksjonisme (DKNVS & NTVA, 2012).

IMF sin årlige rapport, World Economic Outlook, om generelle økonomiske forhold i hovedmarkedene peker i retning av en bedring med fortsatt stor usikkerhet og en stor nedside i estimatene. Av figur 5.2.1 nedenfor kan man på analysetidspunktet se at global økonomisk vekst går på lavgir, med en gjennomsnittlig økonomisk vekst på 2,5% i første halvdel av 2013. Et av hovedmarkedene utenfor Europa er Japan. Framtidsutsiktene for den Japanske økonomien går i retning av nedkjøling da effekten av de offentlig finansierte stimuliltakene er ventet å avta. Historisk har hovedmarkedet innen Europa vært Frankrike, Italia og Spania, der vekstutsiktene er relativt lave for 2014, henholdsvis 1.0, 0.7 og 0.2%.

⁷ Presentasjon fra sjefsøkonom Øystein Dørum, DNB under FHLs generalforsamling i mars 2012.



Figur 5.2.1: Økonomisk vekst (Kilde: IMF, World Economic Outlook)

Konklusjonen vedrørende økonomiske faktorer at den lave økonomiske veksten i hovedmarkedene vil fortsette og at brorparten av veksten vil komme i markeder laks ikke omsettes i store volumer. Dette kan være en nye vekstmulighet for oppdrettsbransjen på lengre sikt, men på kort sikt vil ikke dette være tilstrekkelig for kompensere nedgangen i de modne markedene. Det er samtidig vanskelig å kvantifisere hvor stor utslag de generelle økonomiske forholdene har på konsum av laks, men de generelle økonomiske forholdene er med på å generelt legge en demper på fremtidig vekstutsikter også for laks og er med å bidra til økt usikkerhet i prognosene for omsetningen til oppdrettsbransjen og selskapet Marine Harvest.

5.3 Teknologi og FoU

I dag er det ingen samlet teknologi- og forskningsstrategi når det gjelder utnyttelse av marine ressurser. Norge er nest største forskningsnasjon når det gjelder forskning relatert til atlantisk laks. Bidrag til teknologiske nyvinninger og FoU kommer hovedsakelig fra instituttsektoren, offentlige forskningsinstitusjoner, oppdrettsselskapenes egne prosjekter, samt teknologisk utvikling og forskning i oppstrømsbedrifter særlig innen forproduksjon.

FoU-ressurser til marin FoU beløp seg til nær 3,2 milliarder i 2011, en gjennomsnittlig årlig realøkning på 7 siden 1999. I samme periode var det til sammenlikning tilnærmet nullvekst i Norges totale FoU-ressurser (Sarpebakken, 2011).

5.4 Miljømessige faktorer

Lakseoppdretterne har i mange år stått på fy-listen til miljøorganisasjonene, og opp gjennom hele oppdrettsnæringens historie har det vært rettet kritikk mot næringens problemer med lus, medisiner og fiskeflukt. Dette har store miljømessige konsekvenser for blant annet en sårbar villaksbestanden i vassdrag nærliggende oppdrettsanlegg.

I tillegg til de direkte og indirekte kostnadene tilknyttet miljømessige faktorer, er det også tilknyttet potensielle store sosiokulturelle kostnader ved stadig negativ eksponering i medier i debatten rundt miljøspørsmål omkring oppdrettsnæringens bærekraft. Dette kan ha en langsiktig negativ påvirkningen på fremtidig utvikling av havbruksnæringen.

Kravet til bærekraftighet øker i styrke og kommer fra myndigheter, overnasjonale organisasjoner og markedet representert ved de store matvarekjedene. Dokumentasjon av klimaspør og sertifisering av miljømessig forsvarlig høsting og havbruksproduksjon Aquaculture Stewardship Council (ASC) vil være blant de viktigste kravene. Det er derfor grunn til å tro at de selskapene som tilpasser seg generelle miljøtiltak, vil få markedsfortrinn fremfor andre (DKNVS & NTVA, 2012).

Marine Harvest har fått skryt fra miljøorganisasjonen WWF for å ha forpliktet seg til å innføre verdens strengeste sertifisering av alle sine oppdrettsanlegg innen 2020.⁸ Samtidig har lakseoppdrett allerede er en svært klimavennlig måte å produsere mat på med god ressursutnyttelse og lavt CO₂-avtrykk sammenlignet med annen kjøttproduksjon.

⁸ Dagens Næringsliv, "WWF-skryt til oppdrett", 08.05.2013 Side 6

6. Historisk regnskapsdata

6.1 Analyseperiode

I en regnskapsanalyse er det sentralt å stadfeste hvorvidt selskapet har hatt en stabil utvikling over tid. Det er viktig å skille mellom organisk vekst og vekst som har skjedd ved oppkjøp eller salg. Om analyseperioden bør være kort eller lang avhenger i stor grad om virksomheten er stabil eller ustabil. Dersom selskapet har vært gjennom betydelige restruktureringer og omlegginger, slik at historiske tall er lite representative for dagens virksomhet, gir en lang tidsserieanalyse lite nytte (Kaldestad & Møller, 2011).

Ettersom selskapet operer i en syklisk bransje er det teoretisk optimalt å se lønnsomheten over en lengre periode, gjerne 10 år. I min analyse av Marine Harvest vil jeg bruke en analyseperiode på 6 år. Valg av lengde for analyseperiode begrunnes i at Marine Harvest slik vi kjenner i dag har sin opprinnelse fra 2006.

6.2 Presentasjon av regnskapsdata

I denne delen av oppgaven presenteres utdrag av de mest sentrale elementene av Marine Harvest sine årsregnskap i analyseperioden. Denne presentasjon av de historiske regnskapet til selskapet er ment å gi leser det nødvendig grunnlaget for den videre analysen og prognosearbeidet. Regnskap i årsrapporter fra 2007-2012 danner grunnlaget for videre regnskapsanalyse. Tabell 6.2.1 under viser resultatregnskapet for Marine Harvest i analyseperioden.

Tabell 6.2.1: Resultatregnskap (Kilde: Marine Harvest)

RESULTATREGNSKAP (tall i MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	14 091,5	13 124,6	14 619,5	15 281,2	16 132,8	15 463,5
Varekostnad	9 146,1	8 504,5	8 796,6	7 780,7	8 398,6	9 666,5
BRUTTOMARGIN	4 945,4	4 620,1	5 822,9	7 500,5	7 734,2	5 797,0
Lønns- og personalkostnader	2 165,0	2 139,8	2 167,4	2 202,5	2 177,8	2 418,6
Andre driftskostnader	1 304,3	1 393,8	1 448,2	1 453,8	2 063,2	2 163,6
Verdijustering av biologisk eiendel	350,4	278,8	-301,2	-1091,7	1514,0	-350,2
Endring i avsetning for tapsuts. kontrakter	0,0	0,0	0,0	14,3	5,8	6,1
Restruktureringskostnader	196,3	241,0	169,5	4,4	21,8	0,8
Resultat fra tilknyttet selskaper	-66,6	-5,8	-69,5	-202,0	8,5	-88,3
EBITDA	996,0	572,5	2 408,5	5 119,2	1 943,1	1 646,4
Avskrivninger	791,8	685,3	687,7	653,0	666,7	677,2
Nedskrivninger og tilbakeført nedskrivninger	12,1	1579,4	373,1	5,0	67,0	0,5
EBIT (Driftsresultat)	192,1	-1 692,2	1 347,7	4 461,2	1 209,4	968,7

Resultatregnskapet presentert med tilhørende regnskapsnoter danner grunnlaget for videre analyse og justeringer i ”del 7, Normalisering”. Resultatregnskapet fremstår videre som teknisk korrekt og ingen omgrupperinger er gjennomført.

Selskapets balanse er gjengitt nedenfor. Tabell 6.2.2 viser aktivasisden i selskapet. Majoriteten av selskapets eiendeler består av konsesjoner, varige driftsmidler og biologiske eiendeler. Dette er operasjonelle eiendeler som er med på å generere driftsresultatet. Samtidig er det verdt å merke at selskapet ikke har noen eiendeler holdt for salg.

Tabell 6.2.2: Balanse, aktivaside (Kilde: Marine Harvest)

BALANSE (tall i MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EIENDELER						
Anleggsmidler						
Konsesjoner og rettigheter	5 566,6	5 766,6	5 409,5	5 442,5	5 577,5	5 435,4
Goodwill	3 344,6	2 239,9	2 142,6	2 111,6	2 146,1	2 115,5
Usatt skattefordel	27,0	230,5	54,5	118,6	160,1	73,9
Andre immaterielle eiendeler	135,9	160,0	136,0	132,9	123,1	114,2
Sum immaterielle eiendeler	9 074,1	8 397,0	7 742,6	7 805,6	8 006,8	7 739,0
Varige driftsmidler	3 894,7	4 243,6	3 518,1	3 885,1	4 167,5	4 111,9
Investeringer i tilknyttet selskaper	541,1	513,5	520,1	678,9	624,4	647,3
Andre aksjer	288,3	78,9	118,8	124,2	92,1	1 008,6
Andre langsiktige fordringer				2,6	25,8	73,2
Sum anleggsmidler	13 798,2	13 233,0	11 899,6	12 496,4	12 916,6	13 580,0
Omløpsmidler						
Varelager	917,4	1 074,5	742,7	775,8	783,0	819,7
Biologiske eiendeler	5 553,9	5 620,6	5 351,1	7 278,1	6 285,2	6 207,9
Kundefordringer	1 883,4	1 903,4	1 672,1	1 844,9	1 914,9	1 782,0
Andre kortsiktige fordringer	667,5	532,4	551,6	814,7	609,8	592,7
Kontanter	362,6	372,6	172,2	318,9	279,1	335,3
Sum omløpsmidler	9 384,8	9 503,5	8 489,7	11 032,4	9 872,0	9 737,6
Eiendeler hold for salg						
SUM EIENDELER	23 183,0	22 736,5	20 389,3	23 528,8	22 788,6	23 317,6

Tabell 6.2.3 viser passivasiden av selskapets balanse. Denne oversikten viser hvordan selskapet er finansiert, altså kapitalstrukturen. Egenkapital tilordnet eierne i Marine Harvest ASA utgjør den største egenkapitalposten. Da vi er ute etter markedsverdien av egenkapitalen er denne størrelsen av liten interesse, men vil seinere bli benyttet ved markedsbasert tilnærming og multiplervurdering.

Mer interessant er selskapets gjeldsstruktur hvilket i stor grad finansiert med langsiktig bank og obligasjonslån. Dette er såkalt sunn finansiering og er ofte rimeligere relativ til finansiering med kortere horisont. Samtidig innebærer denne langsiktige finansieringen at faren for likviditetsproblemer på kortsikt er relativt liten.

Tabell 6.2.3: Balanse passivaside (Kilde: Marine Harvest)

BALANSE (tall i MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GJELD OG EGENKAPITAL						
Egenkapital						
Sum egenkapital tilordnet eiere	12 449,6	9 579,5	11 415,5	12 500,2	10 766,3	11 619,7
Ikke-kontrollerte eierinteresser	34,4	45,1	45,0	70,5	75,8	69,0
Sum egenkapital	12 484,0	9 624,6	11 460,5	12 570,7	10 842,1	11 688,7
Langsiktig gjeld og forpliktelser						
Utsatt skatteforpliktelser	1 199,7	732,9	1 142,6	2 237,9	2 351,9	2 543,7
Langsiktig rentebærende gjeld	5 856,9	6 747,7	5 116,9	5 107,3	6 589,4	5 338,5
Annen langsiktig gjeld og avsetninger	136,4	116,7	99,8	571,1	99,3	414,7
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	7 193,0	7 597,3	6 359,3	7 916,3	9 040,6	8 296,9
Kortsiktig gjeld og forpliktelser						
Betalbar skatt	-	69,9	50,8	49,7	86,6	26,2
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 249,2	1 365,5	130,3	429,7	157,0	377,8
Leverandørgjeld	1 349,7	1 729,2	1 339,8	1 450,2	1 481,8	1 452,5
Annen kortsiktig gjeld	907,1	2 349,9	1 048,6	1 112,2	1 180,3	1 475,3
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	3 506,0	5 514,5	2 569,5	3 041,8	2 905,7	3 331,8
Gjeld holdt for salg						
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	23 183,0	22 736,4	20 389,3	23 528,8	22 788,4	23 317,4

Historisk regnskapsdata presentert i del 6 danner grunnlaget for den påfølgende regnskapsanalysen. Videre i denne utredningen vil jeg gjennomføre en normalisering av resultatregnskapet, samt en omgruppering av balansen for å kunne gjennomføre en analyse av kapitalstrukturen og kapitalbinding i eksempelvis arbeidskapital. Dette arbeidet følger modellen, og gjennomføres for å avdekke trender og utviklingstrekk som vil danne grunnlag for prognosearbeidet og det endelige fremtidsregnskapet.

7. Normalisering

Normalisering av historisk regnskapsdata gjennomføres for komme nærmere den underliggende og operasjonelle driften i Marine Harvest. I denne prosessen går man gjennom resultatpostene med tilhørende noteopplysninger og justerer for inntekter og kostnader som er å anse som engangskomponenter eller som avviker betydelig fra historiske gjennomsnittsverdier (Kinserdal, 2013).

Ved normalisering av årsregnskap og historiske resultater er det sentralt å være bevisst på analytikers kontra ledelsens informasjonsgrunnlag, der det er naturlig å anta at ledelsen besitter mer og bedre informasjon. Derfor er det viktig at man ikke foretar justeringer som tilfører regnskapsmaterialet mer støy og at man er nøytral i vurderingen. Dette medfører at enkelte justeringer er utelatt, da det ikke er tilstrekkelig informasjonsgrunnlag i notene. For Marine Harvest gjelder dette eksempelvis kostnader tilknyttet andre driftskostnader og fremtidige pensjonskostnader. Dette er poster som kan skjule unormale eller skjulte kostnader, der informasjonsgrunnlaget ikke tillater justeringer.

Justert resultatregnskap for Marine Harvest er presentert nedenfor. Dette regnskapet representerer den reelle kontantstrømmen til selskapet, der justeringene som er utført går på engangsinntekter, kostnadsvurdering, finansposter og estimatendringer. Inngående drøftelse av hver enkelt normalisering følger.

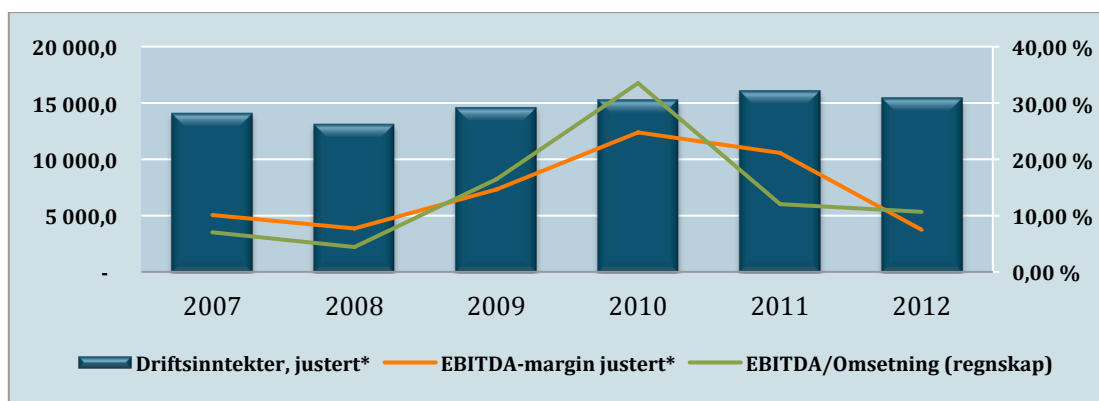
Tabell 7.1: Justert resultatregnskap (Kilde: Forfatter)

RESULTATREGNSKAP (tall i MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	14 093,1	13 114,3	14 614,7	15 275,6	16 088,5	15 457,0
Varekostnad	9 146,1	8 504,5	8 796,6	7 780,7	8 398,6	9 666,5
BRUTTOMARGIN	4 947,0	4 609,8	5 818,1	7 494,9	7 689,9	5 790,5
Lønns- og personalkostnader	2 165,5	2 140,7	2 167,3	2 199,1	2 179,5	2 419,2
Andre driftskostnader	1 308,4	1 397,9	1 448,9	1 449,1	2 056,6	2 165,9
Verdijustering av biologisk eiendel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endring i avsetning for tapsutsatte kontrakter	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Restruktureringskostnader	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Resultat fra tilknyttet selskaper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1 418,8	1 016,9	2 147,5	3 792,4	3 399,5	1 151,0
Avskrivninger	791,8	685,3	687,7	653,0	666,7	677,2
Nedskrivninger og tilbakeført nedskrivninger	12,1	1 579,4	373,1	5,0	67,0	0,5
EBIT (Driftsresultat)	614,9	-1 247,8	1 086,7	3 134,4	2 665,8	473,3

Tabell 7.2 og figur 7.1 viser utviklingen i regnskapsmessig og justert EBITDA-margin, samt justerte driftsinntekter. Rapportert margin er mer volatil enn justert, der blant annet resultatføring av endring i verdi på biologiske eiendeler medfører avvik. Konklusjonen man kan fatte fra denne oversikten er at den operasjonelle driften er mer stabil enn hva regnskapsmaterialet indikerer.

Tabell 7.2: EBITDA-Margin og driftsinntekter (Kilde: Forfatter)

Justert EBITDA-margin	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EBITDA/Omsetning justert	10,07 %	7,75 %	14,69 %	24,83 %	21,13 %	7,45 %
EBITDA/Omsetning (regnskap)	7,07 %	4,36 %	16,47 %	33,50 %	12,04 %	10,65 %



Figur 7.1: EBITDA-Margin og driftsinntekter (Kilde: Forfatter)

7.1 Verdijustering av biologiske eiendeler

Tabell 7.1.1: Verdijustering av biologiske eiendeler (Kilde: Forfatter)

Verdijustering biologisk eiendeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapporterte	350,4	278,8	-301,2	-1091,7	1514,0	-350,2
Justering, resultateffekt	-350,4	-278,8	301,2	1091,7	-1514,0	350,2
Biologisk eiendeler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Biologisk eiendeler består av egg, yngel/smolt og fisk i sjøen. I overenstemmelse med IAS 41 blir biologisk eiendeler verdsatt i regnskapet til virkelig verdi med fradrag for salgskostnader, med mindre virkelig verdi ikke kan måles pålitelig. Justeringen i virkelig verdi resultatføres løpende.

Denne posten med årlige justeringer av varelager på grunn av endringer i størrelsen på laksen i sjøen og lakseprisen, gir ingen informasjonsverdi om fremtidige priser eller operasjonell inntjening. Posten fjernes i sin helhet for alle år i analyseperioden (jf.: Årsregnskap 2012; note 2 og 6).

7.2 Restrukturering

Tabell 7.2.1: Restruktureringer (Kilde: Forfatter)

Restrukturering	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapporterte	196,3	241,0	169,5	4,4	21,8	0,8
Justering, resultateffekt	146,3	191,0	119,5	-45,6	-28,2	-49,2
Restrukturering	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0

Marine Harvest foretar avsetninger til restruktureringer dersom selskapet innen utløpet av rapporteringsperioden har offentliggjort eller påbegynt en restruktureringsplan. MHG oppgir i analyseperiodens tre siste år at selskapet har justeringer i størrelsesorden 0,8 - 21,8 millioner kroner. Tidligere år har postene imidlertid vært i størrelsesorden 169,5 - 241 millioner kroner. Mesteparten av dette (jfr note 4 årsregnskap 2010) skyldes operasjonelle problemer i Chile. Hovedspørsmålet i normaliseringen av selskapets restruktureringskostnader er hva som er representativ for selskapet og generelt i oppdrettsbransjen.

Restrukturering er enkelt sagt noe en må regne med i oppdrettsbransjen. Likevel var Chile-situasjonen helt spesiell og kan karakteriseres som ekstraordinær. Det er derfor vanskelig å anslå hva som er representativt. Det vil være problematisk å legge selskapets egen justering til grunn, hvilket vil innebære å forutsette at tilnærmet alle sykdoms- og lusetilfeller er unormale. Samtidig er det også problematisk å legge til grunn gjennomsnitt i denne estimeringen, da dette opplagt blir for høyt og lite representativt. Det endelig estimatet baseres i stor grad på skjønn og sammenlikning med konkurrerende virksomheter. Med driftsinntekter i størrelsesorden 13,1 – 16,1 milliarder kr vil jeg anslå normale årlige restruktureringskostnader for MHG til 50 millioner kr. Denne summen ligger i underkant av rapporterte kostnader som påløp tidlig i analyseperioden grunnet sykdomstilfeller, men i overkant for tilsvarende

kostnader de siste årene. Gitt historisk data er estimatet på 50 millioner kr å anse som realistisk størrelse på normale kostnader tilknyttet restruktureringer for Marine Harvest.

7.3 Immaterielle eiendeler & Forskning og utvikling (FoU)

Immaterielle eiendeler som fremkommer av årsrapportene er kjøp av goodwill, oppdrettskonsesjoner med mer. Dette er ikke å regne som løpende driftskostnader som trenger justering.

Forskning og utvikling som gjennomføres i ett år kommer ikke til økonomisk anvendelse før etter typisk 2-5 år. Regnskapsmessig er det derfor korrekt å aktivere disse kostnadene, for så å avskrive disse over den perioden de er ment å generere økonomisk fordel. Det er flere kriterier som skal være oppfylt for at slike kostnader kan aktiveres i balansen, og mange selskaper aktiverer de bare delvis. Problemet som da oppstår i denne verdsettelsesmodellen er at aktivert FoU-kostnader ikke inkluderes i normalisert EBITDA, selv om de er del av langsiktige driften. Løsningen er å flytte hvert års aktiverte FoU-kostnader og utgiftsføre dem som en del av EBITDA. Med historiske tall for 6 år vil man da få et bilde av hvor mye som faktisk årlig brukes på forskning og utvikling (Kinserdal 2013).

Marine Harvest poengterer i årsrapporter i analyseperioden at forskning og utvikling er en sentral del av selskapets strategi. I årsrapporten for 2012 fremgår kostnader til forskning for de tre siste årene, mens det resterende regnskapsmaterialet er uspesifisert. Det er av den grunn vanskelig å komme nærmere en normalisert kostnadsstørrelse for FoU, og jeg velger dermed å ikke justere denne posten.

7.4 Gevinster ved salg av eiendeler

Tabell 7.4.1: Gevinster ved salg av eiendeler (Kilde: Forfatter)

Gevinster ved salg av eiendeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapporterte	-1,6	10,3	4,8	5,6	44,3	6,5
Justering, resultat effekt	1,6	-10,3	-4,8	-5,6	-44,3	-6,5
Gevinst ved salg av eiendeler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Gevinst ved salg av eiendeler må justeres gitt at denne posten ikke kan sies å være en del av den normale operasjonelle langsiktige driften. Selskapet rapportere i årsregnskap i analyseperioden salg av varige driftsmidler. Notene spesifiserer ikke nærmere driftsmidlenes karakter, men ut i fra gevinstenes størrelse og selskapets operasjonelle drift antas det at disse postene ikke er med på å generer operasjonelt driftsresultat. Posten blir hensyntatt under netto normalinvesteringer, trekkes fra EBITDA for å beregne kontantstrøm fra drift, og justeres i sin helhet for alle år i analyseperioden (jf.: Årsregnskap 2012; note 9, varige driftsmidler).

7.5 Resultat fra tilknyttet selskap

Tilknyttet selskap (TS) er selskaper hvor konsernet har en betydelig eierandel, 20-50%, og hvor konsernet kan utøve betydelig, men ikke avgjørende innflytelse. I konsernregnskapet er TS innarbeidet etter egenkapitalmetoden. Videre rapporteres det at ingen av selskapene som regnskapsføres som TS er børsnoterte selskaper. Tabell 7.5.1 viser rapporterte resultater fra tilknyttede selskaper som Marine Harvest har en eierinteresse:

Tabell 7.5.1: Resultat fra tilknyttet selskap (Kilde: Forfatter)

Resultat fra tilknyttet selskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapporterte	-66,6	-5,8	-69,5	-202,0	8,5	-88,3
Justering, resultateffekt	66,6	5,8	69,5	202,0	-8,5	88,3
Resultat fra tilknyttet selskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

I en normalisering av denne posten er det viktig at man enten trekker resultatet ut av driftsresultat, og dermed legger til grunn at disse postene er finansielle eiendeler og ikke del av kjerne-driften som skal verdsettes. Dette medfører at verdiene da inngår i finansielle eiendeler (Kapittel 9.1). Et andre alternativ er å inkludere resultatet fra tilknyttet selskap under drift. Dette medfører at man ikke inkluderer dette i finansielle eiendeler.

I denne analysen av Marine Harvest velger jeg å behandle samtlige investeringer og resultat fra tilknyttet selskap som finansielle eiendeler, og justerer i sin helhet for alle år i analyseperioden.

7.6 Avsetning tapsutsatte kontrakter

Tabell 7.6.1: Avsetning tapsutsatte kontrakter (Kilde: Forfatter)

Avsetning tapsutsatte kontrakter	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapporterte	0,0	0,0	0,0	14,3	5,8	6,1
Justering, resultateffekt	4,4	4,4	4,4	-9,9	-1,4	-1,7
Avsetning tapsutsatte kontrakter	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
<i>Snittverdi, 6 år</i>	4,4					

Av regnskapsmaterialet for analyseperiode fremgår det ingen informasjon om hva avsetningene for tapsutsatte kontrakter inneholder. En skjønnsmessig vurdering av selskapet gir en indikasjon på at det kan være normalt å være eksponert ovenfor tap på kontrakter. Videre forutsetter jeg at disse kontraktene er av operasjonell karakter. Tapsavsetningen blir dermed ikke justert i sin helhet.

Forutsatt at disse kan indentifisere som en sporadisk resultatkomponent, som er med på å generer det operasjonelle driftsresultat, velger jeg å inkludere denne posten. Med utgangspunkt i gjennomsnittstall for analyseperioden justeres det for avvik fra snittverdi.

7.7 Pensjoner og lønn

Tabell 7.7.1: Pensjoner og lønn (Kilde: Forfatter)

Lønn	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Engangsposter: Bonus mv	1,9	1,5	2,5	5,8	0,7	1,8
<i>Snittverdi, bonus mv 6 år</i>	2,4					
Justering, resultateffekt	0,5	0,9	-0,1	-3,4	1,7	0,6

Pensjoner og lønn fremgår av noter i årsrapporter i analyseperioden. Det fremkommer spesielle kostnader i form av bonusordning til Marine Harvest-konsernets ledende ansatte. Det fremkommer beskrivelse av bonusordningens karakter for tidligere år. Justering er gjennomført basert på snittstørrelser i analyseperioden.

Antall ansatte er kraftig redusert i analyseperioden. Dette kan ha medført noe engangskost som skulle vært justert. På grunn av betydelig utfordringer vedrørende kvantifisering av denne kostnaden gjennomføres ingen justeringen av denne posten.

7.8 Avsetning for tap på krav

Tabell 7.8.1: Avsetning for tap på krav (Kilde: Forfatter)

Tap på krav	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapporterte	15,2	15,8	15	16,1	15	17,5
Justering, resultat effekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tap på krav	15,2	15,8	15,0	16,1	15,0	17,5

Avsetning for tap på krav er selskapets estimerte tap på kundefordringer. I analyseperioden er dette tapet i størrelsesorden 15,0-17,5 millioner kroner. Tap på krav fremkommer som stabilt (tabell). Det fremkommer ingen sterke årsaker eller momenter som taler for å justere for avvik fra snitt. Posten justeres ikke.

7.9 Betinget utfall

Tabell 7.9.1: Betinget utfall (Kilde: Forfatter)

Betinget utfall	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapportert, estimat (NOK, millioner)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	0,0
Rapportert, estimat (USD, millioner)	0,0	0,0	0,6	1,5	1,0	0,3
Valutakurs (USD/NOK, 31.12.XX)	5,33	6,85	5,63	5,87	6,00	5,89
Rapportert, totalt estimat, valutajustert	0,00	0,00	3,38	8,81	10,70	1,77
Justering, resultat effekt	4,1	4,1	0,7	-4,7	-6,6	2,3
Betinget utfall	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
<i>Snittverdi, 6 år</i>	4,1					

Marine Harvest har gjennomført avsetninger i ulike tvistesaker i forbindelse med erstatningskrav og andre saker av tilsvarende karakter. I 2012 er det gjort avsetning for USD 0,3 millioner ”et mindre beløp i regnskapet for en eventuell bot”. Det opplyses ikke nærmere spesifisering i notene.

Fra tidligere år er det tilsvarende avsetninger. Størrelsesorden 5,33-6,85 millioner kroner. For selskaper i oppdrettsbransjen, med betydelige ukontrollerbare risikoelementer tilknyttet administrasjon og operasjonell drift, er denne type erstatningssaker å kunne anses som normalt. I nærmere vurdering av hva som er det representative nivået på disse avsetningene brukes data for hele analyseperioden.

7.10 Uvanlige poster

Tabell 7.10.1: Uvanlige poster (Kilde: Forfatter)

Uvanlige poster	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rapporterte	615	693,6	657,2	129,3	377	354,4
Justering, resultateffekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uvanlig poster	615,0	693,6	657,2	129,3	377,0	354,4

Marine Harvest rapporterer i analyseperioden at regnskapet inneholder flere elementer som anses som uvanlig, ekstraordinære eller ikke-gjentagende. Dette er økte kostnader knyttet til lusebekjempelse, ekstraordinær dødelighet, tap i forbindelse med PD mv (jf.: Årsrapport, 2007-2012 note: Uvanlig poster).

I analyseperioden rapporteres det uvanlig poster i størrelsesorden 129,3- 693,6 millioner kroner. I 2012-rapporten er denne størrelsen oppgitt til 354,4 mill. Postene som beskrives som uvanlig poster kan i stor beskrives som normale for denne type virksomhet og bransje, dog sterkt varierende fra år til år.

Det er en vanskelig oppgave å kvantifisere hva som er normalt. Historisk data legges til grunn, og majoriteten av kostnadene i denne kategorien er ikke å anse som ekstraordinære eller av ikke-gjentagende karakter. Årsregnskap for konkurrentene i det området viser også liknende kostnader tilknyttet sykdomsproblemer, hvilket taler for at dette ikke er å anse som et selskapsspesifikk element. Videre peker nyheter i bransjen på at lus- og sykdomstilfeller fortsatt er aktuelt og vil fortsette i prognoseperioden. Ingen justeringer gjennomføres.

7.11 Investeringer (CapEx)

I arbeidet med å prognostisere fremtidige investeringer starter jeg med å så på historiske avskrivninger og investeringer. Investeringene måles netto, der man kartlegger bruttoinvesteringer i driftsmidler fratrukket normalt salg av driftsmidler. Dette gir gjennomsnittlig historisk investeringsnivå, her også fremstilt i prosent av årlig omsetning.

Tabell 7.11.1: Investeringer, CapEx: (Kilde: Forfatter)

CapEX, Historisk investeringsnivå	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kjøp varige driftsmidler	697,9	791,7	643,4	986,5	1054,9	732,9
Salg varige driftsmidler	92,0	42,1	13,7	22,1	68,6	70,6
Netto investeringer	605,9	749,6	629,7	964,4	986,3	662,3
1) Investeringer / Driftsinntekter	4,3 %	5,7 %	4,3 %	6,3 %	6,1 %	4,3 %
Avskrivninger	791,8	685,3	687,7	653,0	666,7	677,2
2) Avskrivninger / driftsinntekter	5,6 %	5,2 %	4,7 %	4,3 %	4,1 %	4,4 %
1) snittverdi, 6 år	5,2 %					
2) snittverdi, 6 år	4,7 %					

Historiske avskrivninger er vanligvis lavere enn fremtidige nødvendige investeringer. Økonomisk teori forutsetter likevekt, med tilnærmet 0 vekst og 0 inflasjon. I virkeligheten avviker inflasjonen fra teoretisk forutsetning. Flere anleggsmidler i bruk er fullt nedskrevet. Selskaper som Marine Harvest er i vekst, der de gjennomfører kapasitetsinvesteringer og oppkjøp med mer (Kinserdal 2013).

En skjønsmessig analyse av historisk analyse av kontantstrøm og investeringsnivå kan gi antydninger om fremtiden. Har selskapet nettopp investert i kapasitetsutvidelse, ligger muligens fremtidens investeringer på kort sikt lavere en nær fortid.

Marine Harvest har i analyseperioden investeringer i størrelsesorden 643,4 – 1054,9 millioner kroner. I prosent av omsetningen utgjør dette i gjennomsnitt 5,2%. Av årsrapport ser det ut til at dette nivået er representativt hva angår vedlikeholdsinvesteringer.

7.12 Arbeidskapital

Arbeidskapital er kapital som bindes opp i forbindelse med den daglige driften. I utgangspunktet er dette driftsrelaterede eiendeler som inngår i virksomheten. Avkastningen på disse postene oppnås gjennom driftsresultatet. Renter på for eksempel leverandørgjeld er betalt gjennom solgte varers kost. Korrigerer i forhold til verdi av egenkapital kan likevel være aktuelt dersom arbeidskapitalen avviker fra et normalt nivå (Kaldestad & Møller, 2011).

En vanlig definisjon på arbeidskapital er: Kortsiktige eiendeler – Kortsiktige forpliktelser. En mer verdsettelsesteoretisk definisjon er alle poster som får sin avkastning gjennom driftsresultatet, og som ikke er varige driftsmidler.

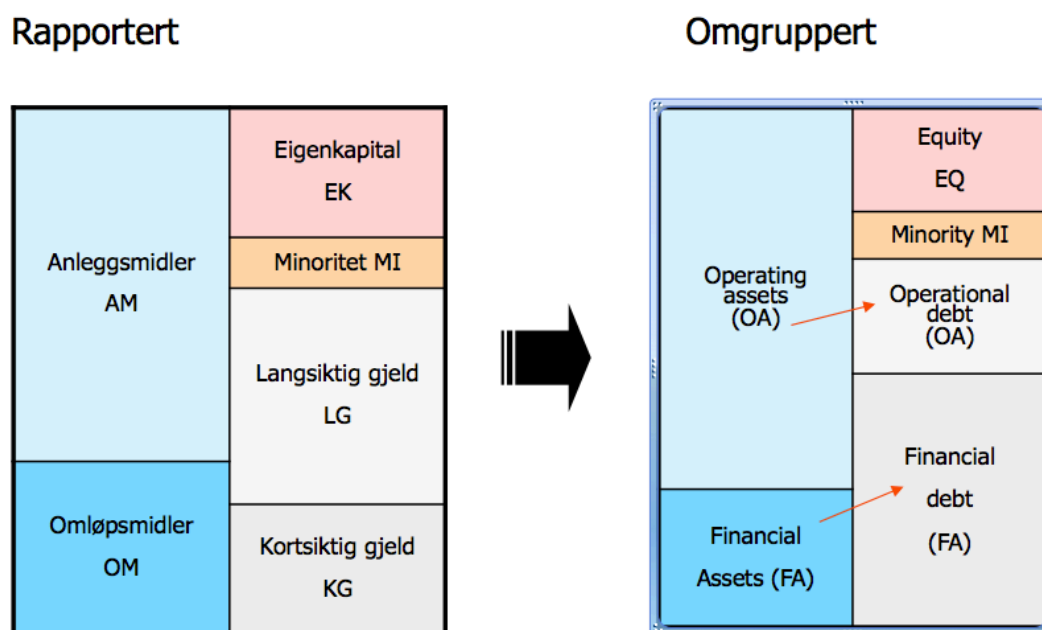
Det som skal taes hensyn til i verdsettelse av Marine Harvest, er imidlertid arbeidskapital som varierer og påvirkes av driften. Eiendelene som inngår er typisk driftslikviditet, varelager, kundefordringer, forskuddsbetalte kostnader og inntekter som er opptjent, men ikke fakturert. De kortsiktige forpliktelsene som inngår, er rentefri gjeld som leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, mottatt forskudd og påløpte kostnader samt lønnsrelaterede poster (Kaldestad & Møller, 2011).

Arbeidskapitalen må normaliseres dersom den avviker fra et normalisert nivå. Optimalt bør det justeres for dette i verdsettelsen. Det er ikke foretatt justeringer fra differansen mellom arbeidskapitalen på verdivurderingstidspunktet og det normaliserte nivået, da denne differansen er ansett å være marginal.

8. Omgruppering av balansen for analyseformål

Balansen etter dagens regnskapsprinsipper er kreditororientert og fokuserer på likviditet til eiendeler og forfallstid på gjeld. I en verdsettelse er vi ute etter det operasjonelle bildet av et ”going concern”-selskap og vi er mer interessert i å finne grensen mellom operasjonelle og finansielle eiendeler.

Årsaken til dette er at vi ønsker å lokalisere hvilke eiendeler og gjeldsposter som er med på å generere driftsresultatet og hvilke eiendeler og gjeldsposter som kan skilles ut, som ikke-driftsrelaterte eiendeler. Oversikten nedenfor (figur 8.1) er hentet fra forelesningsnotater i BUS425 og illustrerer omgrupperingsprosessen:



Figur 8.1: (Kilde: Kinserdal, 2013)

Den omgrupperte balanse nedenfor viser et grovt bilde av hvordan selskapet er rigget. Inngående analyse av arbeidskapital følger i kapittel 10.8. Videre følger en analyse av operasjonell og finansiell struktur som tar utgangspunkt i den omgrupperte balansen.

Tabell 8.1: Omgruppert balanse (Kilde: Forfatter, Marine Harvest)

BALANSE (tall i MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Varelager	917	1 075	743	776	783	820
Biologiske eiendeler	5 554	5 621	5 351	7 278	6 285	6 208
Kundefordringer	1 883	1 903	1 672	1 845	1 915	1 782
Kortsiktig rentebærende gjeld	-1 249	-1 366	-130	-430	-157	-378
Leverandørgjeld	-1 350	-1 729	-1 340	-1 450	-1 482	-1 453
Netto arbeidskapital	5 756	5 504	6 296	8 019	7 344	6 979
Varige driftsmidler	3 895	4 244	3 518	3 885	4 168	4 112
Investeringer i tilknyttet selskaper	541	514	520	679	624	647
Andre aksjer	288	79	119	124	92	1 009
Sum investert kapital	4 724	4 836	4 157	4 688	4 884	5 768
Andre kortsiktige fordringer	668	532	552	815	610	593
Andre langsiktige fordringer	-	-	-	3	26	73
Konsejser og rettigheter	5 567	5 767	5 410	5 443	5 578	5 435
Goodwill	3 345	2 240	2 143	2 112	2 146	2 116
Usatt skattefordel	27	231	55	119	160	74
Andre immaterielle eiendeler	136	160	136	133	123	114
Kontanter	363	373	172	319	279	335
Sum eiendeler	20 584	19 642	18 919	21 649	21 150	21 487
Annen kortsiktig gjeld	907	2 350	1 049	1 112	1 180	1 475
Sum egenkapital tilordnet eiere i Marine Harvest ASA	12 450	9 580	11 416	12 500	10 766	11 620
Ikke-kontrollerte eierinteresser	34	45	45	71	76	69
Utsatt skatteforpliktelser	1 200	733	1 143	2 238	2 352	2 544
Langsiktig rentebærende gjeld	5 857	6 748	5 117	5 107	6 589	5 339
Annen langsiktig gjeld og avsetninger for forpliktelser	136	117	100	571	99	415
Betalbar skatt	-	70	51	50	87	26
Sum gjeld og egenkapital	20 584	19 642	18 920	21 649	21 149	21 487

Den omgrupperte balansen i tabell 8.1 danner grunnlaget for analysen av netto finansiell gjeld i del 9. Resultatet av denne analyse følger av modellen, der nettofinansiell gjeld trekkes fra selskapverdien for å komme fram til egenkapitalverdien. Videre analyser av kapitalstruktur og arbeidskapital mv. vil ta utgangspunkt i den omgrupperte balansen.

9. Netto finansiell gjeld

De operasjonelle balansepostene er den sysselsatte kapitalen i virksomheten. Nåverdien av kontantstrømmen genererte fra den sysselsatte kapital er det som danner virksomhetsverdien (Enterprise value). Fratrukket netto finansiell gjeld får man verdien av egenkapitalen til Marine Harvest. Med utgangspunkt i årsregnskapet og balanse fra 2012 kommer jeg fram til selskapets netto finansielle gjeld. Gjennomgang følger.

Tabell 9.1: Netto finansiell gjeld (Kilde: Forfatter)

Netto finansiell gjeld	2012
Finansielle eiendeler	
Andre aksjer	1009
Investeringer i tilknyttede selskaper	647
Sum finansielle eiendeler	1656
Finansiell gjeld	
Ikke-kontrollerende eierinteresser	69
Langsiktig rentebærende gjeld	5338,5
Annen langsiktig gjeld	414,7
Kortsiktig rentebærende gjeld	377,8
Sum finansiell gjeld	6200
Netto finansiell gjeld	4544

9.1 Finansielle eiendeler

Marine Harvest har ulike finansielle eiendeler som kan realiseres uten at dette påvirker det operasjonelle driftsresultatet. For selskapet er dette i all hovedsak investeringer i tilknyttede selskaper og aksjeplasseringer, samt andre kortsiktige fordringer. Det er en streng forutsetningen å legge til grunn at eierandelen i MorPol er å anse som strengt finansiell, men da markedspris på selskapet legges til grunn vil dette ikke påvirke resultatet nevneverdig. Det forutsettes videre at samtlige eiendelsposter er balanseført til markedsverdi i videre beregninger.

Videre har selskapet en begrenset kontantbeholdning. Denne posten er en blanding av arbeidskapital og finansiell eiendel, og det er kun overskuddslikviditeten som er å anse som finansiell. Det er en krevende øvelse å beregne hva som er nødvendig driftslikviditet, der jeg under i kapittel 7.12 og 10.8 om arbeidskapital basert meg på en skjønnsmessig vurdering, og forutsetter nødvendig driftslikviditet til 10% av varekostnader og kundefordringer.

Lisenser, goodwill, anleggsmidler og immaterielle eiendeler er i sin helhet fastsatt som operasjonelle eiendeler, hvilket ikke kan realiseres uten å påvirke driftsresultatet. Dette begrunnes i at det ikke er fremlagt dokumentasjon på at Marine Harvest har operasjonelle eiendeler innen denne kategorien for salg i analyseperioden. De resterende balansepostene anses å være av operasjonell karakter, og følger av analyse av arbeidskapital.

9.2 Finansiell gjeld

Marine Harvest har finansielle gjeldsforpliktelser av ulik karakter. Dette er rentebærende gjeld, hvilket i all hovedsak er langsiktige banklån, annen kortsiktig rentebærende gjeld, samt ikke-kontrollerende eierinteresser. Det forutsettes at gjeldspostene er balanseført til markedsverdier i videre beregninger.

Annen kortsiktig gjeld kan være driftsrelatert (typisk leverandørgjeld) eller finansiell (feks. kassakreditt og annen kortsiktig gjeld til kredittinstitusjon). Det fremgår ikke av årsrapporter hva denne posten inneholder, så det forutsettes at posten i sin helhet er finansielle.

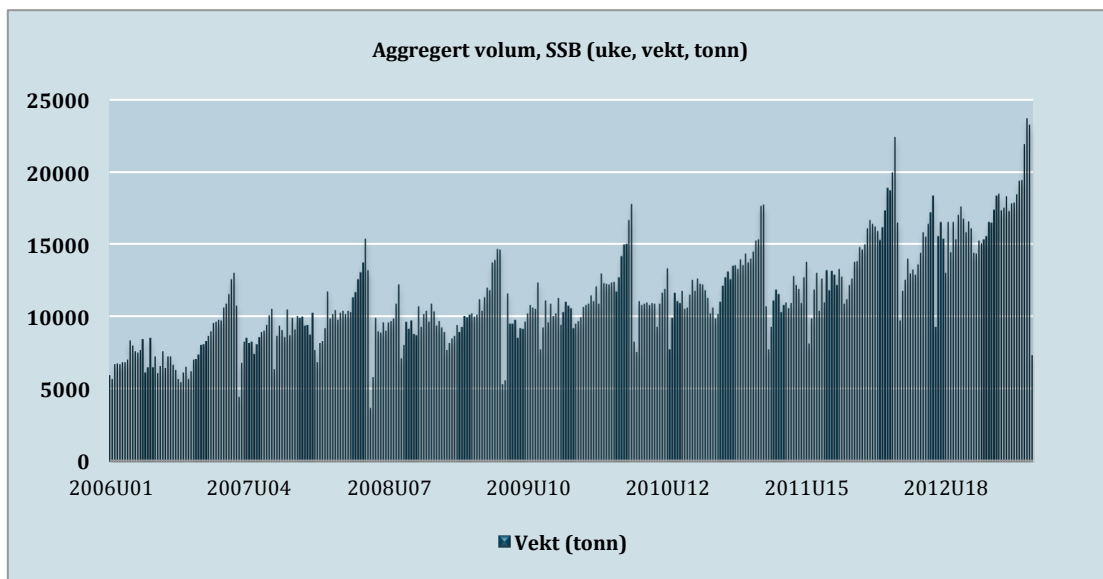
Oppsummert er resultatet av del 9 i denne utredningen at Marine Harvest har en netto finansiell gjeld pålydende 4544 millioner kr. Dette estimatet vil bli benyttet i seinere beregninger vedrørende verdi av egenkapital i kapittel 13. Neste operasjon i denne utredningen er å utarbeid endelig fremtidsregnskap og verdsettelse basert på den strategiske analyse og den gjennomførte regnskapsanalysen.

10. Fremtidsregnskap og verdsettelse

10.1 Driftsinntekter

10.1.1 Volumanalyse

Siden 1995 har det globale tilbudet av Atlantisk laks vokst med 9% årlig gjennomsnittlig. På analysetidspunktet viser volumtallene at produksjon av laks i Chile har nådd et biologisk tak, der myndigheten anser en maksimal vekst på 4% for det neste tiåret. Norske myndigheter signaliserer, som et medium/høyt anslag, 4% regulert vekst på tilbudssiden for de neste ti årene. Globalt tilbud på kortsikt, 1-2 år, forventes å ligge under historisk nivå. Kvantifisert legger jeg til grunn en tilbudsvekst i Norge på kortsikt (fra 2014) og langsikt på henholdsvis 7% og 4%. Globalt legger jeg til grunn en tilbudsvekst på kort og langsikt på henholdsvis på 5% og 3%.



Figur 10.1.1: Aggregerte volum (Kilde: SSB)

Etterspørselen er på analysetidspunktet over historisk gjennomsnitt, hvilket medfører et midlertidige underskudd i markedet og derav potensielt økt press på prisene. En analyserapport utarbeidet av SEB (oktober 2013) peker i retning av at bransjetypiske

kjennetegn som høy grad av volatilitet vil mest sannsynlig fortsette i likhet med historisk utvikling. Selskapenes fremtidige operasjonelle driftsresultat i en midtskyklus vil på kort sikt bevege seg omkring et høyere historisk gjennomsnitt.

Underliggende global etterspørsel forutsettes til å utvikle seg positivt, der nye markeder i Asia, Sør-Amerika og Afrika vil drive store deler av veksten frem mot 2020. Fondfinans rapport på oppdrettsransjen (september, 2013) peker på en videre interessant utvikling der Marine Harvest, for første gang, indikerer treårs kontrakter med hovedleverandører i retailsegmentet i disse markedene. Dette vil kunne tilføre mer stabil etterspørsel i markedene.

Spesifiserte volumanslag for Marine Harvest følger av forutsetning om at selskapet vil opprettholde eller marginalt øke sin markedsandel. Norske myndigheter, har som tidligere beskrevet, endret hvor stor andel av produksjonskapasiteten et selskap kan kontrollere fra 25%-40%. Per dags dato kontrollere Marine Harvest 24% av lisensene i det norske markedet. Selskapets strategiske egenskaper, konsolideringstrender og siste nyheter peker i retning av at Marine Harvest vil klare å øke sitt volum gjennom oppkjøp, for i dette henseende øke stordriftsfordelene gjennom uorganisk vekst.

Tabell: 10.1.1: Volum, MHG (Kilde: Forfatter)

Volum	2012A	Y / Y (%)	2013E	Y / Y (%)	2014E	Y / Y (%)	2015E	Y / Y (%)	2016E	Y / Y (%)	2017E	Y / Y (%)	2018E
Norge	255306	-14 %	220000	9 %	239800	7 %	256586	7 %	274547	6 %	291020	4 %	302661
Skottland	40261	12 %	45000	15 %	51750	4 %	53820	2 %	54896	4 %	57092	3 %	58805
Canada	40221	-18 %	33000	10 %	36300	2 %	37026	5 %	38877	4 %	40432	3 %	41645
Chile	40222	-33 %	27000	55 %	41850	-5 %	39758	3 %	40950	3 %	42179	3 %	43444
Irland og Færøyene	15233	-28 %	11000	40 %	15400	12 %	17248	3 %	17765	4 %	18476	3 %	19030
VAP	3700	14 %	4200	-7 %	3906	2 %	3984	2 %	4064	2 %	4145	2 %	4228
Sum Volum	394943		340200		389006		408422		431100		453344		469813

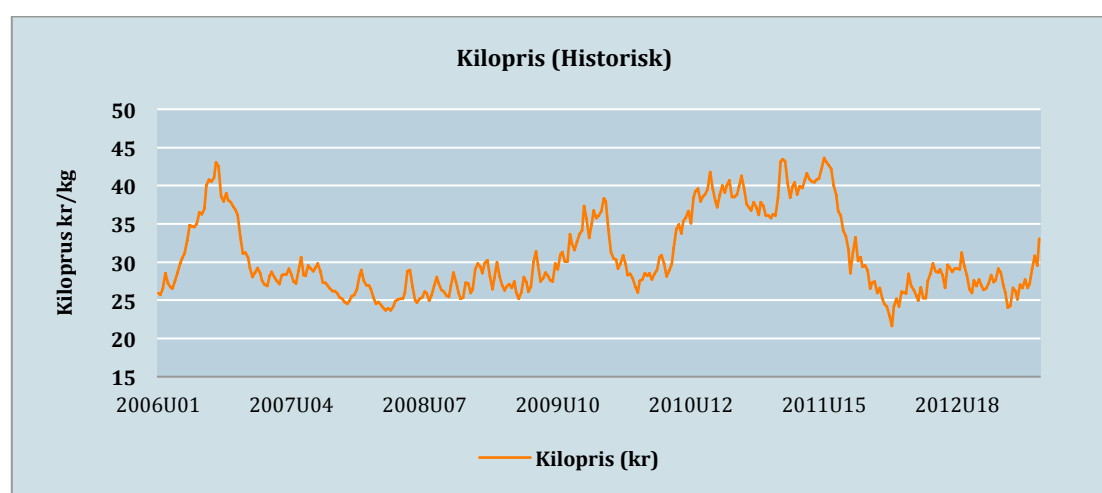
Fondfinans argumenterer for at Marine Harvest har en bevisst strategi om å nærme seg 40% innen de neste 5 årene. Markedstransaksjonen der Marine Harvest i november 2013 kjøpte 25% av aksjene i Grieg Seafood er med å underbygge denne hypotesen. Selskapets historikk på dette området tyder på at selskapet vil prøve å sikre seg aksjemajoriteten, og dermed kontrollen over den operasjonelle driften til Grieg Seafood. I denne analysen utelates dette scenariet og det ses kun på organisk vekst, og

investeringen i tilknyttede selskaper som Grieg Seafood behandles utelukkende som finansielle karakter.

Selskapets volumguiding på volum for 2014 peker i retning av en økning fra 340.000 i 2013 tonn til 390.000 tonn (ekskludert Morpol). De videre estimatene inkluderer også de ny grønne konsesjonene fra og med 2015.

10.1.2 Prisanalyse

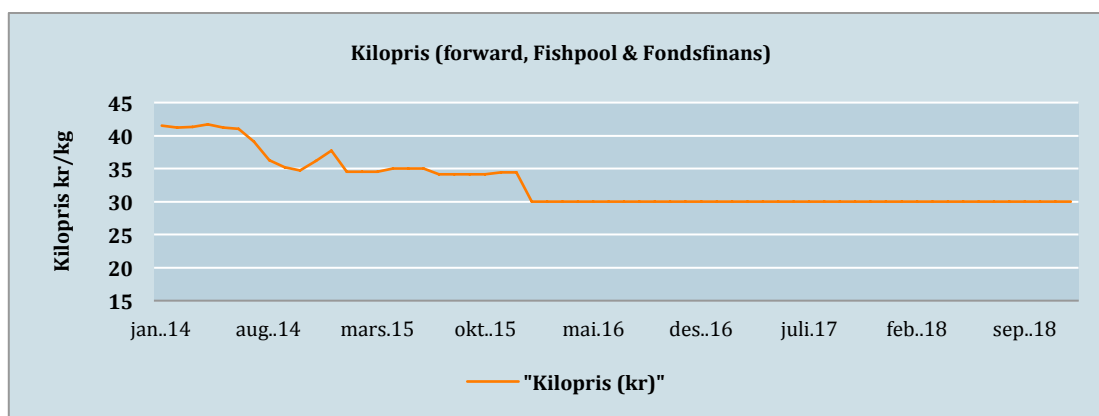
Prisanalyse baseres på egne analyser, analyser gjennomført av SEB og FishPool, samt historiske data fra SSB. Det historiske prispildet (ukedata) nedenfor gjenspeiler de generelle karakteristika for oppdrettsnæringen. Da produksjonsprosessen i stor grad er bestemt av biologiske ikke-kontrollerbare faktorer vil det til tider være midlertidige avvik i tilbud og etterspørsel, hvilket innebærer relativt store utslag i prisen på laks. Dette har eksempelvis vært tilbudssvikt grunnet sykdomsproblemer i Chile på midten av 2000-tallet, hvilket medførte en over gjennomsnittet høy laksepris i dette tidsrommet. I perioden etter 2011 var markedet preget av at Chile igjen nærmet seg historisk produksjonsnivå, hvilket medførte økt tilbud og reduserte priser.



Figur 10.1.1: Kilopris, laks (Kilde: SSB)

Prisprognosene i denne utredningen er basert fremtidig volumanalyse og andre generelle utviklingstrekk på etterspørsels- og tilbudssiden. Det overordnede bildet er at det er ventet en relativ økning i etterspørselen etter fisk. Denne veksten stammer fra

befolkningsvekst og generelle begrensninger i produksjon av andre typer proteinholdige næringsmidler.



Figur 10.1.3: Forward kilopris, laks (Kilde: Fishpool, forfatter)

I henhold til forhold på etterspørselssiden gjennomgått i grove trekk ovenfor har lavere tilbud enn historisk snitt medført press på prisene. SEBs estimat ligger i intervallet 33 til 36,5kr/kg på kort sikt, med utgang for perioden i det nedre sjiktet. Forwardprisene levert Fishpool og analyser gjennomført av Fondfinans peker i retning av en høy laksepris ut 2015, >34kr/kg.

Den langsiktige prisen utover 2015 er forutsatt til å ligge omkring og i overkant av historisk snitt. Denne antagelsen begrunnes i at generelle markedsforhold med sykluser og volatilitet vil fortsette, hvilket vil innebære midlertidige avvik i pris omkring historiske verdier. Videre impliserer markedsforholdene at etterspørsel vil overstige tilbud, gitt gjeldene markedsstruktur og konsesjoner. Det er midlertid ventet at globalt vil øke, men usikkerheten er i hvor stort omfang.

Tabel. 10.1.1: Kilopris, laks, prognose (Kilde: Forfatter, fishpool)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NOK/kg	39	38,5	34,5	30	30	30

Prisene i analyseperioden er presentert i tabell 10.1.1. Prisene er oppgitt i NOK/kg og er gjennomsnittspriser per år. Med bakgrunn i den strategiske og makroøkonomiske analysen legges det til grunn en pris på 30 kr/kg i perioden fra 2016. Dette estimatet er i henhold til konsensus blant refererte analytikere.

10.2 Kostnader

10.2.1 Varekostnad

Oversikten under viser historisk utvikling i varekostnaden basert på normaliserte resultatstørrelser. Nøkkeltallene som er benyttet for å illustrere historisk trenden er varekostnad i forhold til tonn laks og driftsinntekter. Ulempen med denne tilnærming er svak kongruens, altså at tidspunkt for kostnadsføring av varekostnad ikke tilsvarer tidspunkt for slakting og inntektsføring. Likevel gir trenden en indikasjon på historisk utvikling der selskapet viser positiv utvikling i begge nøkkeltall.

Tabell 10.2.1: Varekostnad (Kilde: Forfatter)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Varekostnad, justert (mnok)	9146,1	8504,5	8796,6	7780,7	8398,6	9666,5
Varekostnad / tonn HOQ	26,91	26,02	26,89	26,31	24,50	24,64
Varekostnad / driftsinntekter	64,9 %	64,8 %	60,2 %	50,9 %	52,2 %	62,5 %
Tonn HOQ	339.848	326.884	327.100	295.683	342.820	392.306

I prognosearbeidet for varekostnaden for Marine Harvest legger jeg til grunn historisk trender og nøkkeltall, samt spesifikke analyser av ventet utvikling i de mest sentrale kostnadselementene. Basert på pris og volum estimatene ovenfor, med høye priser og relativ vekst i volum vil varekost i prosent av inntektene var lavere enn historisk snitt i 2013 og 2014, deretter vil denne størrelsen stabiliseres i nærheten av historisk snitt. Basert på analyse av førkostnaden nedenfor estimerer jeg at den positive trenden i varekostnad i forhold til tonn laks vil fortsette i første del av prognoseperioden, og deretter stabiliserer seg omkring 22,5 millioner NOK per tonn laks. Varekostnadene er målt i 2013-kroner.

Tabell: 10.2.1: Varekostnad, prognose (Kilde: Forfatter)

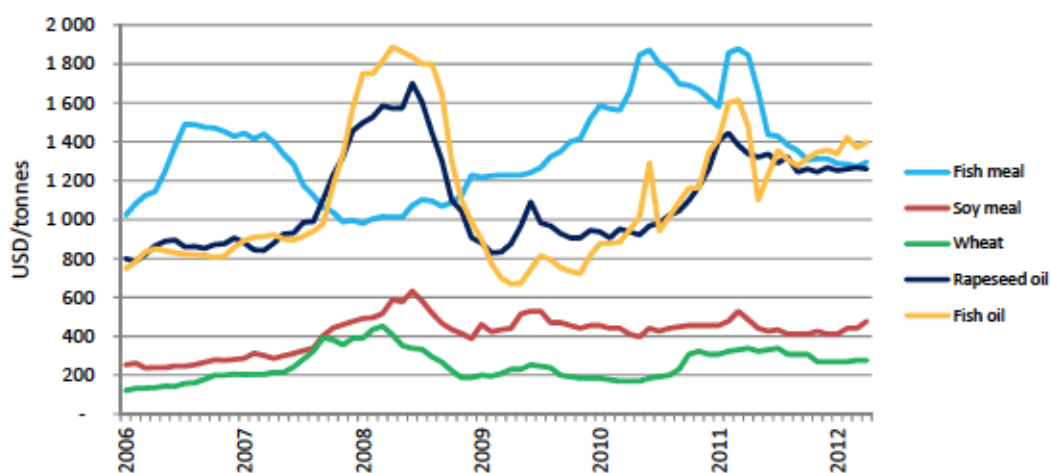
Varekostnad	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Varekost, % av inntekt	50,0 %	52,0 %	52,0 %	56,0 %	56,0 %	56,0 %
Varekostnad / tonn HOQ (prognose)	25,65	25,72	23,64	22,74	22,56	22,47
Tonn HOQ	340200	389006	408422	431100	453344	469813
Varekost, MNOK	8725	10007	9657	9801	10226	10555

Varekostnaden og innsatsfaktorene i oppdrett av laks, i første rekke førkostnadene, er i henhold til tidligere beskrivelse forventet å reduseres. Dette på grunn av økt konkurranse i oppstrømsleddet og nevnte endringer i selskapsstruktur. Både Nutreco og EWOS, de to største aktørene på førmarkedet globalt, guider negative marginer og prisutvikling.

Historisk har den viktigste ingrediensene i fiskefôr vært fiskeolje og fiskemel. Utviklingen siden 1990 har gått i retning av redusert bruk av disse to faktorene til fordel for innsatsfaktorer fremkommet fra jordbruksråvarer, eksempelvis soya, solsikke, hvete, korn, bønner og rapsolje. Denne substitusjonen har funnet sted grunnet høyere priser på marint råstoff i takt med at etterspørselen øker.

Under følger en grov analyse av de mest sentrale innsatsfaktorene i produksjon av fiskefôr. Utviklingen i disse faktorene er viktig i verdsettelsen av Marine Harvest fordi store deler av førkontrakene er av typen kost pluss, altså at Marine Harvest, til tross for at selskapet delvis baserer seg på futureskontrakter, er eksponert for endringer i prisene på innsatsfaktorene.

Oversikten nedenfor viser historisk utvikling i prisene på de viktigste innsatsfaktorene i fôrproduksjon. Videre følger en kort gjennomgang av historiske og betraktninger omkring fremtidsprisene på fiskemel, soyaolje, hvete, rapsolje og fiskeolje



Figur 10.2.1: Pris, innsatsfaktorer for (Kilde: Marine Harvest, Kontali analyse)

Fiskeolje: Historiske data for fiskeolje viser at prisen har steget fra omtrent 800 USD per tonn 2009 til i overkant av USD 1400 per tonn i 2012. Årsrapporter fra Skretting (Nutreco) og Cermaq peker på fremtidig utfordringer i den globale tilbudet av fiskeolje. Det er investert betydelig i forskning og effektivisering av benyttelsen av dagens fiskeoljeressurser, men signaler i markedet peker i retning av økt prispress på fiskeolje på medio kortsikt.

Rapsolje: Historiske data for rapsolje viser tilsvarende utvikling som fiskeolje, der det har vært en økning fra USD 800 per tonn til i overkant av USD 1200 i 2012. Dette har sammenheng med en generell økning i etterspørselen etter biodiesel. Likevel har prisene opprettholdt en nedadgående trend siden 2012, der rapsolje (canola) blir handlet for USD 1000 per tonn på analysetidspunktet. Futures prisene viser at prisene vil forbli relativt stabile, der kontrakter med levering i november 2015 handles på USD 1100 per ton.

Fiskemel: Prisene for fiskemel har historisk vært svært volatile og med utgangspunkt i 1000 USD i 2006, med lokal topp på USD 1850 i 2010, før en nedadgående trend frem mot 2012, får en ny ”hode-skulder-formasjon” i 2013 som toppet på USD 2400 per tonn og bunnet ut i dagens pris på USD 1500 per tonn. På analysetidspunktet handles forwardkontrakter ”fishmeal FOB pery (super prime)” på USD 1475-1500 per tonn. Forventingene til fremtidig prisutvikling er stabil, men det er knyttet usikkerhet til fremtidig etterspørsel fra Kina, som kan drive prisene opp.

Soya: Historiske data for soyaprisene viser en historisk topp ved USD 600 i 2008. Seinere har prisene blitt marginal redusert og vært stabile. Ved utgang av historisk data ble handlet på USD 400 per tonn. Forward kontrakter på soya med levering desember 2016 handles på analysetidspunkt på USD 352,4 (www.tradingchart.com), hvilket indikerer at prisene er forventet å fortsette den negative trenden på lang sikt.

Vegetabiliske proteiner: Tradisjonelt har soyabønner og korn vært de viktigste kildene til protein i fiskefôr. På grunn av nye bruksområder og redusert tilbud har prisene på disse innsatsfaktorene steget. Dette har resultert i at genmodifiserte og fremstilte substitutter av korn og soya er blitt tatt i bruk for å erstatte de relativt sett dyrere naturlige produktene.

Hvete: Prisene på hvete har vært stabil siden 2010 etter en lokal topp i 2008. Prisen i 2012 er i underkant av USD 300 per tonn. Forward kontrakter på hvete med levering november 2015 handles på analysetidspunkt på USD 250,6 (www.hgca.com), hvilket indikerer at prisene vil forbli stabile på medio kortsikt.

Ytterligere forbedringer i forutnyttelse (FCR) vil i totalbildet i næringen føre til generelt lavere kostnader i bransjen. For de 15 største og viktigste produsenten ligger kostnadene i intervallet 22-27kr/kg. Marine Harvest strategiske posisjon og produksjonsegenskaper peker i retning av at Marine Harvest vil ligge i det absolutt nedre sjiktet. Denne situasjonen og utviklingen er forventet å vedvare videre inn i prognoseperioden.

10.2.2 Lønnskostnad

Tabell 10.3.1: Lønnskostnader, prognose (Kilde: Forfatter)

Lønnskostnader	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Lønnskostnader, % av inntekt	14,0 %	14,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
Lønnskostnader, MNOK	2443,1	2694,1	2785,6	2625,4	2739,2	2827,3

Marine Harvest har i analyseperioden gjennomført betydelige reduksjoner i antall ansatte. Dette er gjort gjennom omstruktureringer og effektivisering av driften, hovedsakelig i Chile. Tabellen nedenfor viser oversikt over utviklingen i gjennomsnittlig antall årsverk, gjennomsnittlig lønnskostnader per ansatt, lønnskostnader i prosent av omsetning for Marine Harvest i perioden 2007-2012 og SSB bransje tall for lønnskostnader i den norske oppdrettsbransjen.

Tabell 10.3.2: Demografisk struktur (Kilde: Forfatter)

Demografisk struktur (årsverk)	2008	2009	2010	2011	2012
MH Norway	1 057	1 091	1 631	1 556	1 685
MH Chile	3 045	908	806	1 032	1 060
MH Canada	520	537	570	473	419
MH Scotland	383	367	434	464	456
MH VAP EU Corporation	1 730	1 792	2 322	2 332	2 236
	336	252	385	467	533
Totalt antall årsverk	7 071	4 947	6 148	6 324	6 389

Tabellen viser gjennomsnittlig antall årsverk i de ulike regionen som Marine Harvest har produksjonsvirksomhet. I 2007 og 2008 gjennomførte selskapet en relativt omfattende omstrukturering og reduksjon foredlingsaktiviteten i region 10 i Chile, hvilket førte til et betydelig antall permanente oppsigelser i denne tidsperioden. Denne restruktureringen er ikke av en dramatisk karakter, men er i samsvar med en generell utvikling i bransje med økt grad av effektivisering.

Videre viser tallene at den største andelen av de ansatte er sysselsatt i Marine Harvest sin foredlingsvirksomhet i Europa (MH VAP EU), hvilket er en arbeidsintensiv med et stor antall ansatte i forhold til omsetning. De resterende ansatte er i all hovedsak sysselsatt i den tradisjonelle kapitalintensive virksomheten, med hovedsete i Norge og Chile, henholdsvis 26% og 17% i 2012.

Tabell 10.3.3: Lønnsversikt (Kilde: SSB, Marine Harvest, forfatter)

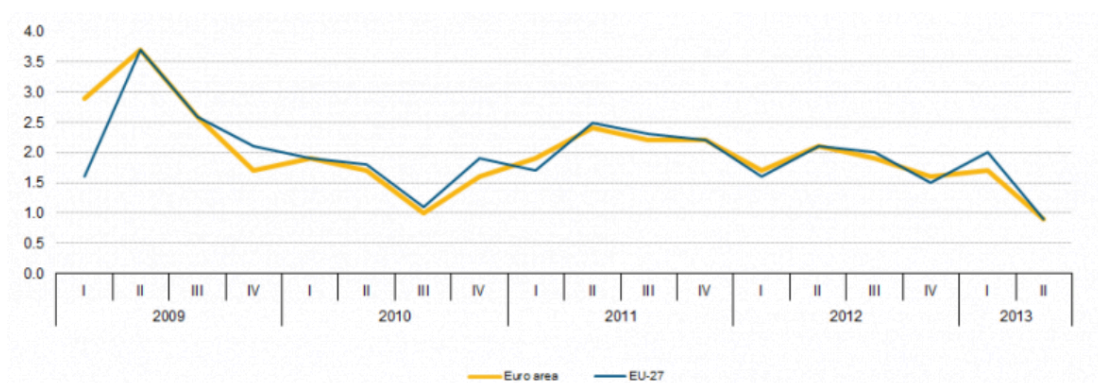
Lønnsversikt	2008	2009	2010	2011	2012
Lønnskostnad (MHG, MNOK)	2 141	2 157	2 199	2 180	2 419
Lønnskostnad/driftsinntekter	16,32 %	14,76 %	14,40 %	13,55 %	15,65 %
Lønnskostnad/antall ansatt	302 744	436 082	357 694	344 639	378 651
Gj.snitt, Lønnskostnad per ansatt (Bransje, Norge)	403 800	420 450	430 133	453 467	461 200
Vekst lønnskostnad (MHG)		0,78 %	1,94 %	-0,89 %	11,00 %
Vekst lønnskostnad (Bransje, Norge)		4,12 %	2,30 %	5,42 %	1,71 %

I prognosearbeidet for lønnskostnaden er jeg ute etter den langsiktige lønnsutviklingen i selskapet Marine Harvest som en helhet. Da Marine Harvest er et norsk selskap, med en globalt diversifisert produktlinje er estimering av fremtidig lønnskostnader en relativ komplisert øvelse. I denne verdsettelse, da den operasjonelle driften og strukturen i prognoseperioden er forventet å være relativt stabil, er alternativet å fremskrive den historiske utviklingen i lønnskostnader i forhold til driftsinntekter tiltrekkende. I analyseperioden har denne andelen vært stabil omkring 15%.

Supplerende er det naturlig å se på den generelle lønnsutviklingen i de viktigste produksjonslandene. Samtidig er det verdt å nevne at lønnsutviklingen i oppdrettsbransjen i flere land skiller seg fra den generelle lønnsutviklingen innen for det bestemte demografiske områdene. Tall fra SSB viser at en generelle lønnsvekst i

oppdrettsbransjen, målt i gjennomsnittlig månedslønn, i Norge har steget med 3,4% (geometrisk gjennomsnitt) i analyseperioden. I den samme perioden har lønnsveksten for Marine Harvest vært 3,1%.

Grafen nedenfor viser den generelle lønnsutvikling i EU-området og EU27. I dette området er en stor andel av Marine Harvests VAP-virksomhet, samt en mindre del av oppdrettsvirksomheten og administrasjon lokalisert. Utviklingen er i en tydelig negativ trend, som henger sammen med den økonomiske krisen som flere av de Europeiske nasjonen har opplevd etter finanskrisen i 2007. Siste observasjon med en nominell lønnsvekst på 0,9 % medfører at flere demografiske områder opplever negativ reallønn.



Figur 10.3.1 Lønnsutvikling (Kilde: IMF)

I vurderingen av prognostiserte lønnskostnader for Marine Harvest velger jeg å legge til grunn en framskriving av historiske lønnskostnader. Gitt oppgavens omfang og lønnskostnadene marginale andel av totale kostnader (jf. kostnadsdynamikk kapittel 1.3.6) anses dette som en tilfredsstillende tilnærming. Det er ikke gjennomført inngående analyse av korrelasjon av samvariasjon mellom generelt lønnsnivå i de ulike demografiske områdene og oppdrettsbransjen, men historiske data peker i retning av en delvis frikobling, hvilket innebærer at det ikke legges nevneverdig vekt på den generelle lønnsutviklingen i EU, Canada og Chile.

10.4 Restruktureringskostnader

Restruktureringskostnader er et svært krevende kostnadselement i prognosearbeidet. I normaliseringsarbeidet og analyse av historiske regnskapsdata ble det påpekt at jeg

tidvis er kritisk til Marine Harvest egen vurdering av hva som er å anse som et normalt nivå for de operasjonelle kostnadene tilknyttet historiske restruktureringer, omstillinger og såkalte engangskostnader tilknyttet biologiske elementer.

I prognoseperioden legger jeg til grunn en tilsvarende grov og skjønnsmessig vurdering. Nivået for det normale operasjonelle restruktureringskostnadene heves i siste halvdel av prognoseperioden fra 50 mill. NOK til 60 mill. NOK. Det generelle nivået på kostnadene begrunnes ut i fra omfanget og størrelsen til Marine Harvest tilsier et vist innslag av restruktureringer.

Tabell 10.4.1: Restruktureringskostnader, prognose (Kilde: Forfatter)

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Restruktureringer i % av driftsinntekter	0,29 %	0,26 %	0,32 %	0,34 %	0,33 %	0,32 %
Restruktureringer	50	50	60	60	60	60

Basert på den strategiske analyse og trender i oppdrettbransjen vedrørende organisk vekst må det påberegnes en økning i restruktureringskostnader. Parallelt forutsettes det at innslag og frekvens av restruktureringer varierer med selskapsstørrelse.

Da det forutsettes at de ikke vil finne sted konsolidering i prognoseperioden holdes restruktureringer i forbindelse med konsolidering utenfor denne analysen. Det optimale hadde vært å gjennomføre et scenario der jeg innkalkulerte en forventning om at Marine Harvest vil ekspandere, hvilket ville medført økte kostnader til de konkrete omstillingsprosesser, tilknyttet oppkjøp og markedsoperasjoner.

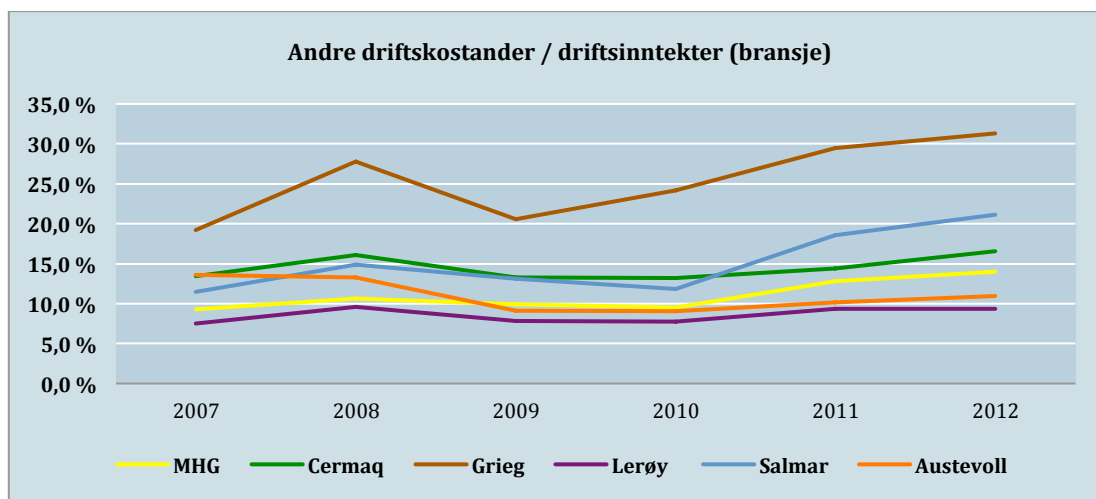
10.5 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader (jf kostnadsdynamikk kapittel 1.3.6) er vedlikehold, brønnbåt, salg og markedsføring og andre kostnader som i analyseperioden blant annet er reisekostnader, IT kostnader, forsikring og kostnader til eksterne tjenesteleverandører. (jf. Note 27, årsrapport 2012)

Tabell 10.5.1: Andre driftskostnader, prognose (Kilde: Forfatter)

Andre driftskostnader	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Andre driftskostnader, % av inntekter	10,0 %	10,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Andre driftskostnader, MNOK	1745,1	1924,3	2042,8	1925,3	2008,7	2073,3

Historiske data og innledende regnskapsanalyse viser at denne type kostnader har vært relativt stabil i prosent av inntekter, i størrelsesorden 9%-14%. Gjennomsnittet i perioden er 11% (aritmetisk). Den årlige veksten er dog mer volatil med gjennomsnittlig vekst på 10,6% (geometrisk). Da denne typen kostnader i stor grad er drevet av omsetning er den absolutte årlige veksten relativt uinteressant. Mer interessant er en relativ sammenlikning med konkurrentene:



Figur 10.5.1: Andredriftskostnader, sammenlikning med konkurrentene (Kilde: Forfatter, årsrapporter)

Oversikten ovenfor viser ujusterte regnskapstall for andre driftskostnader i forhold til driftsinntekter for Marine Harvest og de viktigste konkurrenten. Oversikten peker i retning av en tendens mot stordriftsfordeler vedrørende andre driftskostnader, der de største aktørene rangert etter slaktevolum og markedsverdi, historisk ligger innenfor intervallet 10-15%, mens Grieg Seafood som den minste aktøren skiller forholdsmessig ut fra sine konkurrenter. Utover den generelle forholdsmessige vurderingen legges det ikke videre vekt på denne oversikten.

Konklusjonen vedrørende prognose for Marine Harvest andre driftskostnader er at jeg velger å fremskrive historisk forholdstall (andre driftskostnader/driftsinntekter).

Gjennomsnittlige andre driftskostnader i analyseperioden er 10% i første del, deretter 11% av driftsinntekter. Begrunnelsen for denne metoden er at det på analysetidspunktet ikke ses som sannsynlig at selskapets kostnader til vedlikehold, strøm, drivstoff mv vil avvike signifikant fra historiske tall. Oppgavens omfang utelukker en videre og mer inngående analyse av eventuelt økte stordriftsfordeler tilknyttet en ekspansiv strategi som er forespeilet.

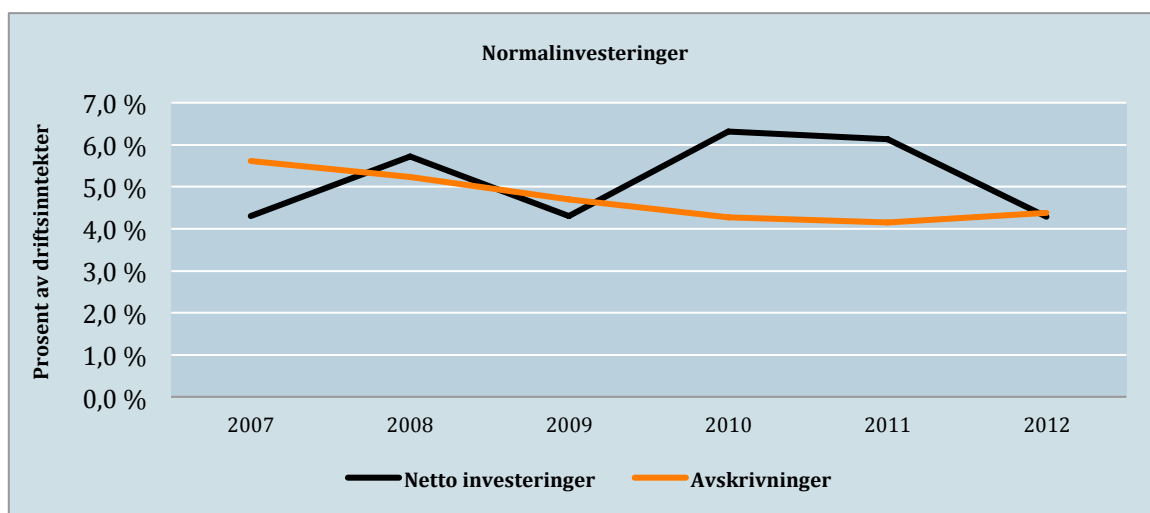
10.6 Normalinvesteringer

Ved en verdsettelse med total kapitalverdimodellen benyttes EBITDA som sentralt målelement på operasjonell drift. Dette tallet inkluderer av definisjon ikke blant annet investeringer og avskrivninger. Da vi er ute etter fri kontantstrøm til total kapital er man avhengig av å estimere forventede normalinvesteringer, hvilket er vedlikeholdsinvesteringer som skal gjøre bedriften kapabel til å opprettholde dagens nivå på operasjonell aktivitet. For å prognostiserer fremtidig nivå på normalinvesteringer for Marine Harvest er en naturlig innfallsvinkel å analysere historiske avskrivninger og investeringer i driftsmidler.

Teoretisk forutsettes det at en bedrift i likevekt årlig investerer et beløp tilsvarende avskrivninger. Dette da under strenge forutsetninger som null inflasjon og vekst, hvilket i praksis er urealistisk. Reelt sett er man avhengig å ta hensyn til både driftsmidlene tidsforringelse der driftsmidler kjøpt for 10 år siden normalt vil være dyrere i dag enn anskaffelseskosten som avskrivningen baseres på. Videre påvirker vekst både i realøkonomi og selskapet, hvilket gir behov for kapasitetsinvesteringer.

Generelt er tilnærmingen at selskapets historiske avskrivningsprofil gir et estimat på de årlige kostnadene over et driftsmiddel forventede levetid. Men på grunn av regnskapsmessige avskrivninger kan avvike betydelig fra driftsmiddelets faktiske kostnad, eksempelvis at driftsmiddel er full nedskrevet.

Fra Marine Harvest sine årsrapporter på analyseperioden hentes tall fra kontantstrømoppstillingen på investeringer og salg tilknyttet varige driftsmidler. Dette er utelukkende investeringer av organisk og operasjonell karakter, altså at samtlige investeringer i forbindelser med oppkjøp av andre selskaper mv. holdes utenfor.



Figur 10.6.1: Normalinvesteringer (Kilde: Forfatter, Marine Harvest)

Tabell 10.6.1: CapEx, Historisk investeringsnivå (Kilde: Forfatter, Marine Harvest)

CapEX, Historisk investeringsnivå	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kjøp varige driftsmidler	697,9	791,7	643,4	986,5	1054,9	732,9
Salg varige driftsmidler	92,0	42,1	13,7	22,1	68,6	70,6
Netto investeringer	605,9	749,6	629,7	964,4	986,3	662,3
Investeringer / Driftsinntekter	4,3 %	5,7 %	4,3 %	6,3 %	6,1 %	4,3 %
Avskrivninger	791,8	685,3	687,7	653,0	666,7	677,2
Avskrivninger / driftsinntekter	5,6 %	5,2 %	4,7 %	4,3 %	4,1 %	4,4 %

I analyseperioden har Marine Harvest gjennomført betydelig investeringer, der netto investeringer er i størrelsesorden 605,9 – 986,3 mill. NOK. Figuren viser at historiske nettoinvesteringer er på et høyere nivå enn avskrivningene i store deler av perioden, hvilket er i henhold til resonnement ovenfor. De historiske investeringene er i all hovedsak å anse som operasjonelle og organiske, hvilket innebærer at de i stor grad kan sies å være representative for fremtidig virksomhet. Samtidig er min vurdering at investeringsnivået virker fornuftig gitt selskapets karakter og størrelse. (En eventuell under- eller overinvestering i analyseperioden kunne medført en relativ endring i investeringsforholdet i prognoseperioden).

Underliggende trend i historisk investeringsnivå fremskrives, med et organisk premium, i prognoseperioden og det legges til grunn at nettoinvesteringene vil utgjøre 5,5% av driftsinntektene. Det valgte nivået ligger litt i overkant av historisk gjennomsnittverdier for nettoinvestering (5,2%) og avskrivninger (4,7%).

Tabell 10.6.2: CapEx, investeringsnivå, prognose (Kilde: Forfatter)

Investeringer/avskrivninger	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Investeringer % av inntekt	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Investeringer, prognose, MNOK	959,8	1058,4	1021,4	962,6	1004,4	1036,7
Avskrivninger % av inntekt	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Avskrivninger, prognose, MNOK	872,5	962,2	928,5	875,1	913,1	942,4

10.7 Engangsinvesteringer i perioden

Marine Harvest har i siste delen av analyseperioden gjennomført flere markedsoperasjoner som kan være forvarsler om at selskapet planlegger å gjennomføre ulike engangsinvesteringer i prognoseperioden. Dette er blant kjøp av aksjer i konkurrenten Greig Seafood og Morpol. I denne analyse gitt oppgavens omfang velger jeg å ikke inkludere denne typen investeringer i prognosearbeidet.

10.8 Endringer i arbeidskapital

Jamfør kapittel 7.12 om arbeidskapital er dette kapital som bindes opp i forbindelse med den daglige driften. I utgangspunktet er dette driftsrelaterte eiendeler som inngår i virksomheten. Endringer i arbeidskapital har effekt på selskapets frie kontantstrøm og dermed innvirkning på selskapsverdien, ved at selskapet enten må binde opp mer eller frigjør kapital. Dette kan analyseres gjennom å analysere det historisk forholdet mellom kortsiktige eiendeler og kortsiktige forpliktelser, såkalt vekstavhengig arbeidskapital:

Tabell 10.8.1: Vekstavhengig arbeidskapital (Kilde: Forfatter, Marine Harvest)

Vekstavhengig arbeidskapital	Note	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Vekstavhengig omløpsmidler							
Varelager	6	917	1 075	743	776	783	820
Biologiske eiendeler	6	5 554	5 621	5 351	7 278	6 285	6 208
Kundefordringer	16	1 883	1 903	1 672	1 845	1 915	1 782
Operasjonell likviditet	6	280	298	242	262	270	260
Forskudd kunder		53	86	61	68	65	95
Sum vekstavhengig omløpsmidler		8 687	8 983	8 069	10 229	9 318	9 166
Vekstavhengig kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld	17	1 350	1 729	1 340	1 450	1 482	1 453
Skyldig skatt/mva	14	165	60	64	93	117	122
Betalbar skatt	14	76	70	51	50	87	26
Skyldig lønn mv (10% av lønnskostnader)		217	214	217	220	218	242
Sum vekstavhengig kortsiktig gjeld		1 808	2 073	1 672	1 813	1 904	1 843
Netto vekstavhengig arbeidskapital		6 879	6 910	6 397	8 416	7 414	7 323
I prosent av driftsinntekter		48,8 %	52,7 %	43,8 %	55,1 %	46,1 %	47,4 %
Gj.snitt i % av driftsinntekter		49,0 %					

Under kapittel 1 ble det beskrevet ulike kjennetegn ved oppdrettsbransjen der i blant produksjonstiden, i denne sammenheng tiden fra selskapet binder opp kapital i innsatsfaktorer og infrastruktur til driften generer kontanter. I oppdrettsbransjen er det største kapitalposten biologiske eiendeler der selskapet binder opp 5554-7279 mill. NOK i perioden. Da denne posten er påvirket av regnskapsregler og basert på

markedspriser er posten tilknyttet en viss grad av usikkerhet, og store avvik vil ikke nødvendigvis innebære en reelle endringer i kapitalbinding.

I prognosearbeidet av endringer i arbeidskapital er det normalt å benytte driftsinntekter som fordelingsnøkkel. Dette kan forsvares da de historiske tallene viser en stabil gjennomsnittlig arbeidskapital i prosent av driftsinntekter, der snittet i analyseperioden er 49%. Videre er det få argumenter for at selskapet vil endre struktur vedrørende noen av de sentrale komponentene i fremtiden. Ved et eventuelt oppkjøp eller liknende markedstransaksjoner ville det vært naturlig å analysere endringer i arbeidskapital, men da dette ikke trekkes inn i denne analysen vil jeg kun benytte framskrivning av historiske data for prognoseperioden:

Tabell 10.8.2: *Arbeidskapital, prognose (Kilde: Forfatter)*

Prognose arbeidskapital	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Arbeidskapital i % av inntekter	46 %	48 %	49 %	49 %	49 %	49 %
Netto arbeidskapital	8027,4	9236,8	9099,5	8576,3	8948,0	9235,8
Endring netto arbeidskapital, prognose	704,7	1209,5	-137,3	-523,3	371,8	287,8

10.9 Effektiv skatt

Tabell 10.9.1: *Skatt, prognose (Kilde: Forfatter)*

Skatt	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT, prognose	3614,7	3606,2	3097,0	2215,3	2314,0	2390,3
Effektiv skattesats	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Skatt betalt	903,7	901,6	774,2	553,8	578,5	597,6

Historisk effektiv og nominell skattesats er påvirket av avskrivningsprofil på anleggsmidlene og netto kapitalkostnader. I prognosen er jeg ute etter det mest korrekte bilde på operasjonell skatt, hvilket i mange tilfeller ikke tilsvarer nominell skatt. Den mest korrekte tilnærmingen er å budsjettere de faktiske skattebetalingene ved å gjennomføre et separate prognoseregnskap for skatt. Denne type øvelse er svært ressurskrevende, og gitt kostnad/nytte-forholdet i en slik beregning velger jeg å trekke en sjablongmessig skatt fra kontantstrømmen basert på selskaps- og bransjespesifikke forhold (Kinserdal, 2013).

Kompliserende elementer i beregning av effektiv skatt er demografiske forhold ved Marine Harvests drift, med ulike regnskapsprinsipper og nominelle skattesatser. Oversikten nedenfor viser nominell skattesats for de ulike produksjonsvirksomhetene og den veide nominelle skattesatsen.

Tabell 10.9.2: Nominell skatt (Kilde: Forfatter, årsrapport)

Produksjonsvirksomhet	Skattemessig tilhørighet	Andel (virksomhet)	Normiell skattesats
MH VAP EU	Frankrike	7 %	26 %
MH NORGE	Norge	62 %	28 %
MH Skotland	Skotland	6 %	27 %
MH Canada	Canada	7 %	25 %
MH Chile	Chile	18 %	20 %
Veid nominell skattesats			26 %

Basert på fremgangsmåte undervist i BUS425 velger jeg å benytte en skjønnsmessig beregning av effektiv skattesats for Marine Harvest, der selskapet med normal vekst og kapitalintensiv industri er satt til 25%. Denne vurderingen baseres på at selskaper i oppdrettsbransjen med store investeringer gjennom avskrivningsprofil og rentefradrag effektivt har en lavere effektiv skattesats sammenliknet med nominell skatt.

11. MH VAP Europa

Marine Harvests videreforedlingsindustri holdes som tidligere beskrevet adskilt fra oppdrettsvirksomheten, men den generelle strategiske analysen kan i utstrakt grad videreføres til denne sektoren.

Verdsettelse av MH VAP Europa er krevende da årsrapporter og noteopplysningen er begrenset. Verdien i denne nedstrømsvirksomheten er tilknyttet den merverdien som tillegges en kg laks ved videreforedling av laks til eksempelvis fillet mv. Det er midlertidig betydelig usikkerhetsmomenter tilknyttet nettopp denne merverdien i fremtiden.

Optimalt burde det gjennomføres en separate markeds- og prisanalyse av dette segmentet. Da oppgavens omfang legger begrensninger, velger jeg en tilnærmingen der jeg ser på historisk oppnådd (implisitt) pris og produsert volum. Historiske data fremskrives deretter justert for markeds- og prisforhold gjennomgått i analysen av oppdrettssegmentet.

Av informasjonen i årsrapportene fremgår det at Marine Harvest har opplevd skuffende lønnsomhet i VAP-segmentet. Hovedårsakene beskrives som ufordelaktig produktmiks og ineffektiv produksjon. Selskapet har av den grunn gjennomført flere omstillingstiltak for å bedre lønnsomheten.

Tabell 11.1.1: MH VAP EU (Kilde: Forfatter, Marine Harvest)

MH Vap Europa	2008	2009	2010	2011	2012	(vekst, geomean)	(abs, aritmean)
Driftsinntekter MH VAP EU	3714000	4079000	4248000	4204000	3927000	1,40 %	4034400
Volum (ferdig produkt)	54957	58159	62986	59791	60308	2,35 %	59240
Implisitt NOK/kg	67,6	70,1	67,4	70,3	65,1	-0,92 %	68,1

I prognoseperioden forutsetter jeg at historisk pris og volumnivå blir opprettholdt. Den relativt lave veksten skyldes hard konkurranse hvilket legger press på prisene. Samtidig er det fortsatt labre utsikter for økonomisk vekst i de viktigste markedene i Europa. Det er lagt til grunn en årlig volumvekst på 2,0% og en stabil pris på 68 kr/kg i første del av perioden og deretter en økning til 70 kr/kg.

Tabell 11.1.2: MH VAP EU, prognose (Kilde: Forfatter)

MH Vap Europa	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Volum (ferdig produkt)	61514	62744	63999	65279	66585	67917
NOK/kg	68	68	70	70	70	70
Driftsinntekter MH VAP EU	4182963	4266622	4479953	4569552	4660943	4754162

Driftsinntekter fra MH VAP EU inngår under totale driftsinntekter for Marine Harvest under endelig fremtidsregnskap og verdsettelse. Det forutsettes videre i denne utredningene at kostnadsstrukturen for oppdrettsvirksomheten også kan videreføres til videreforedlingsvirksomheten, der jeg ikke skiller ut særskilte lønnskostnader eller andre driftskostnader. Likeledes vil jeg benytte samme avkastningskrav for all virksomhet for Marine Harvest. Avkastningskrav vil bli gjennomgått i del 12 i denne utredningen før endelig fremtidsregnskap og verdsettelse blir presentert i del 13.

12. Avkastningskrav

Marine Harvest må gi både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på den kapital som er skutt inn i virksomheten. Avkastningen som kreves skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko.

Totalkapitalavkastningskravet (Weighted Average Cost of Capital, WACC) er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Marine Harvest finansierer sin virksomhet via ulike kilder som bærer ulik risiko, og den forventede avkastningen vil derfor variere mellom disse. Helt sentralt er det at de ulike finansieringskildene må ses opp mot hva en investor kunne tjent på en alternativ investering med tilsvarende risiko. Totalavkastningskravet er et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditt- og egenkapitaleiere, og defineres som følger:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Ligning 12.1: WACC (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

der E tilsvarer markedsverdi av egenkapital, D markedsverdi av gjeld, R_e selskapets egenkapitalkostnad, R_d selskapets lånekostnad og t nominell selskapsskatt.

Tabell 12.1.1: Avkastningskrav, prognose (Kilde: Forfatter)

Avkastningskrav (WACC)	
Risikofri rente	3,0
Egenkapitalbeta	1,4
Markedets risikopremie	5,5
Andre premier	0,0
Egenkapitalkrav	10,7
Risikofri rente	3,0
Kredittpåslag	1,5
Skatt	0,26
Gjeldskostnad	3,3
Egenkapitalandel	83 %
Egenkapitalkostnad	10,7
Gjeldsandel	17 %
Gjeldskostnad	3,3
WACC	9,4

Oversikten ovenfor oppsummerer estimert avkastningskrav for Marine Harvest, der benyttet krav er 9,4% for totalkapitalen. Videre forklaringer av hvert enkelt element i oversikten følger nedenfor i denne utredningen.

12.1 Egenkapitalkostnaden

En investor som vurderer å investere i Marine Harvest står ovenfor to typer risikoer; systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko, representerer den generelle markedsrisikoen, hvilket er risiko som knytter seg til utvikling i generelle markedsvilkår i oppdrettsmarkedet og verdensøkonomien som helhet. Denne type risikoelementer påvirker alle oppdrettsselskaper.

Usystematisk risiko representerer den bedriftsspesifikke risikoen tilknyttet Marine Harvest, og er av definisjon den risiko som er knyttet til forhold som kun påvirker selskapet. Ifølge porteføljeteori kan denne type risiko elimineres ved å diversifisere investeringen i flere ulike selskaper i ulik bransje, hvilket betyr at en investor kun blir kompensert for den systematiske risikoen i avkastningskravet. Med utgangspunkt i kapitalverdimodellen kan egenkapitalkostanden estimeres som:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

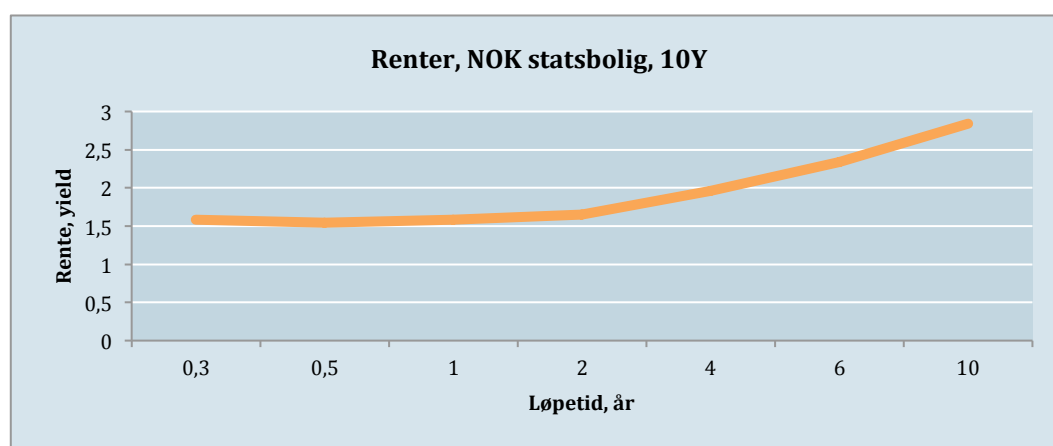
Ligning 12.1.1: CAPM (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Der R_f tilsvarer risikofri rente, R_m avkastningen på en markedsindeks, $(R_m - R_f)$ forventet meravkastning ved å investere på børsen; markedets risikopremie og β selskapets egenkapitalbeta som er et mål på hvordan selskapet blir påvirket av systematisk risiko.

12.1.1 Risikofri rente

Den risikofri renten ligger i bunn ettersom alle risikable investeringsobjekter som et minimum må være i stand til å gi en bedre avkastning enn denne. Den risikofri renten er en hypotetisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkursrisiko.

Et alternativ til den risikofri renten i et avkastningskrav for Marine Harvest er å bruke norske statsobligasjoner, siden disse er tilnærmet risikofrie. Haken er at disse obligasjonen må omregnes til null-kupong-rente, og disse obligasjonen har i analyseperioden svak likviditet og det er historisk høy etterspørsel etter lange renter som gjør at de lange rentene for norske statsobligasjonene kan være for høy. Dette kommer tydelig fram i figuren under som viser at valget av lengde på risikofri rente har en viss betydning for avkastningskravet. Den risikofri renten er omtrent 150-200 prosentpoeng høyere hvis den baseres på den effektive renten til statsobligasjonen som utløper om 10 år (2,84%) sammenliknet med 3 måneders (1,59%).



Figur 121.1.1: Renter, NOK statsobligasjoner 10Y (Kilde: Bloomberg)

Risikofri rente skal, i følge CAPM modellen som er en-periode modell, optimalt være risikofri 1-årsrente for første års kontantstrøm, risikofri 2-årsrente for andre års kontantstrøm osv. I praksis og i denne verdsettelsen av Marine Harvest anses nytteverdien av slik rentebehandling til lav, og det legges til grunn 10-årsrente for hele prognoseperioden.

Argumentasjonen for å bruke 10-årsrenten er at denne lange renten variere mindre enn korte renter, og gir derfor et mer stabilt avkastningskrav. Denne rente er godt tilpasset durasjonen til kontantstrømmen til Marine Harvest. Ulempen er at 10-årsrenten kan inneha både likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko i renten, hvilket medfører at den strengt tatt ikke er risikofri. Oppsummert er 10-årsrenten under normale omstendighet et tilfredsstillende kompromiss mellom teoretisk og praktisk forankring.

12.1.2 Beta

Beta er et mål på den enkeltes aksje risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for systematisk risiko. Marine Harvests beta bestemmes av aksjekursens volatilitet i forhold til aksjemarkedet.

Marine Harvests egenkapitalbeta estimeres supplerende her ved å ta utgangspunkt i betaen til sammenlignbare selskaper. Haken med denne metoden er at to ellers identiske selskaper vil ha forskjellig beta ved ulik gjeldsgrad. Alt annet likt vil selskapets beta øke i takt med økende gjeldsgrad etter de faste rentekostnadene øker og variansen i det variable nettoresultatet dermed øker.

Sammenligningen utføres i tre trinn der det korrigeres for ulik gjeldsgrad:

Trinn 1: Identifiser egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper. Betaverdiene benyttet her er hentet fra markedssidene i Dagens Næringsliv (DN).

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \left(\frac{EV}{E} \right)$$

Ligning 12.1.2.1: Egenkapitalbeta (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Trinn 2: Konverter den observerte egenkapitalbetaen om til en forretningsbeta. Dette er betaen selskapet ville hatt, gitt 100% egenkapitalfinansiering. Hensikten er å justere ut effekter knyttet til ulike finansieringsgrad. Matematisk følger konverteringen av:

$$\text{Forretningsbeta: } \beta_U = \beta_E \times \frac{E}{EV}$$

Ligning 12.1.2.2: Forretningsbeta (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

der E tilsvarer verdi av egenkapitalen og EV er enterprise value (selskapsverdien)

Trinn 3: Konverterer forretningsbeta om til en ny egenkapitalbeta, denne gang basert på gjeldsgrad til Marine Harvest:

$$\text{Egenkapital: } \beta_E = \beta_U \times \frac{EV}{E}$$

Ligning 12.1.2.3: Egenkapitalbeta (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Tabell 12.1.2.1: Beta (Kilde: Forfatter, Dagens Næringsliv, Bloomberg)

	Austevoll	Cermaq	Grieg	Lerøy	Salmar	Snitt
BETA (DN, 02.12.13)	1,0	0,7	0,8	0,8	1,0	0,87
Egenkapitalandel	0,6	0,6	0,5	0,7	0,6	0,60
Forretningsbeta	0,61	0,43	0,40	0,56	0,60	0,52
Gjeldsgrad, MHG	1,24					
Egenkapitalbeta, MHG	0,64					

Alternativt kan Beta beregnes med utgangspunkt i finansteori der faktorene beregnes med utgangspunkt i korrelasjon med markedsindeks og standardavvik til aksje og indeks. Matematisk blir den estimert ved å dele kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen til aksjemarkedet:

$$\text{Beta: } \beta = \frac{\text{cov}(r_s, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Ligning 12.1.2.4: Egenkapitalbeta (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Tabell 12.1.2.2: Beta (Kilde: Forfatter, Bloomberg, Yahoo Finance)

	Austevoll	Cermaq	Grieg	Lerøy	Salmar	Snitt	MHG
Exp (return)	0,08 %	0,87 %	1,10 %	0,95 %	0,79 %	0,76 %	2,75 %
Std.dev (aksje)	0,138	0,129	0,206	0,121	0,094	0,14	0,158
Korr (S&P500, aksje)	0,276	0,153	0,356	0,032	0,031	0,17	0,073
Korr (OSEBX, aksje)	0,309	0,144	0,404	0,085	0,071	0,20	0,063
Beta (S&P)	0,71	0,37	1,36	0,07	0,05	0,51	0,21
Beta (OESEBX)	0,55	0,24	1,07	0,13	0,09	0,41	0,13

I valg av primærindeks velger jeg å legge til grunn S&P500 og dernest OSEBX som sekundærindeks. Dette begrunnes i at Marine Harvests kontantstrøm er globalt diversifisert, samt at Oslo Børs er skjevt vektet mot oljerelatert industri. I valg av

analyseperiode velges tilsvarende analyseperiode som for regnskapsanalysen, med månedlige observasjoner. Dette begrunnes i at oppdrettsbransjen har vært gjennom store omveltninger de siste 20 årene, og flere av selskapene vi kjenner i dag så svært ulike ut for 5 år siden.

Metodene ovenfor gir Marine Harvests egenkapitalbeta; $\beta_E = 0,64$, $\beta_{E(S\&P500)} = 0,21$ og $\beta_{E(OSEBX)} = 0,13$. Dette virker intuitivt for lavt, da oppdrettsbransjen er svært konjunktursensitivt. Laksebransjen har i analyseperioden opplevd relativ og periodevis negativt vekst sammenliknet med markedsindeksen, og dette kamuflerer en underliggende samvariasjon.

Den strategiske analysen og de fundamentale forholdene ved Marine Harvest peker i retning av en β_E i overkant av 1. Dette begrunnes i at selskapet er svært konjunktursensitivt og aksjekursen er mer volatil sammenliknet med markedsindeksen. Dette kan spores tilbake til eksponering for risiko og usikkerhet rundt utvikling i valutakurser, prisene på laks og innsatsfaktorene i fiskefor i ulike internasjonal markeder, samt volatile eierandeler i internasjonal datterselskap. Videre legges operasjonell gearing og etterspørselsmønster for Marine Harvest historisk og i prognoseperioden til grunn for at jeg i denne verdsettelsen vil benytte en β_E på 1,4. Dette er i henhold til en skjønsmessig vurdering basert på metode undervist i BUS425, der det argumenteres å avvike fra åpenbart feilaktige verdier og heller legge til grunn en mer intuitivt korrekt verdi. I sensitivitetsanalysen seinere i denne utredningen vil jeg undersøke hvor følsom estimert markedsverdi er for valg av beta-verdi mv.

12.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenliknet med den risikofrie renten. Denne størrelsen er vanskelig å estimere, og det hersker uenighet innen akademia vedrørende korrekt tolkning og estimering av denne størrelsen.

Det finnes ulike metoder for å estimere markedets risikopremie; historisk tilnærming analyserer historisk avkastning på aksjer relativ til risikofri renten, implisitt premie

estimerer hvilken risikopremie dagens aksjekurs impliserer og spørreundersøkelse som undersøker forventninger til markedets risikopremie blant investorer og akademikere. På grunn av oppgavens tids- og ressursbegrensninger vil jeg legge til grunn en historisk og skjønnsmessig vurdering.

Historisk risikopremien, meravkastning over obligasjonsrenten, på Oslo Børs tilsvarer 5,5 % (Kinserdal 2013). Risikopremien er her målt aritmetisk, og er dermed representativ for den forventede fremtidige risikopremien. Problemet med historisk risikopremie i en verdsettelse er at det forutsetter at tilsvarende risiko og avkastningsmønster kan fremskrives i prognoseperioden. Dette kan være korrekt, men risikoen for at fremtidig risikopremie avviker fra historisk er betydelig.

Det foreligger flere artikler som peker i retning på at risikopremien kan være konjunkturavhengig i den forstand at investorer krever en mindre risikopremie i oppgangskonjunkturer og en større premie i nedgangskonjunkturer. Denne effekten er med på å forsterke svingningene i aksjemarkedet (Fama & French, 2002). Isolert taler dette for bruk av varierende risikopremie for ulike perioder av verdsettelsesperioden.

Med utgangspunkt i resonnetet ovenfor, og gitt at teorien stemmer, kan det argumenteres for at risikopremien man observerer i markedet over tid beveger seg rundt og mot et langsiktig gjennomsnitt, såkalt mean reversion. Denne effekten taler for bruk av en konstant risikopremie for hele prognoseperioden i en verdsettelse av Marine Harvest (Arnott & Bernstein, 2002).

Basert på historisk risikopremie og en skjønnsmessig vurdering i henhold til teoretisk fundament gjennomgått i BUS425 velger jeg å bruke en konstant risikopremie på 5,5% i hele prognoseperioden i verdsettelsen av Marine Harvest.

12.4 Gjeldskostnad

Opplysninger vedrørende Marine Harvests gjeldskostnad er delvis tilgjengelig i notene i regnskapet der det opplyses om en gjeldskostnaden tilknyttet obligasjonslån, med margin 2,00% p.a. over NIBOR, hvilket er tilsvarende markedsrente.

Generelt er det finansielle gjeldskravet gitt av den risikofrie renten pluss et påslag for kredittrisiko, kalt kredittrisikopremie. Denne premien måles som konkurssannsynligheten ganget med forventet tap ved konkurs, og avhenger av egenkapitalandel, soliditet og operasjonell risiko.

Kredittrisikopremien varierer med konjunktorene og størrelsen på selskapet, der store selskaper gjennomgående har lavere kredittrisiko. Kredittrisikopremie genereres fra selskapets gjeldsrating, som regel relaterer til marginallån. I avkastningskravet skal kredittens risikopremie speile gjennomsnittlig totalfinansiering i hele prognoseperioden. I praksis er det en tilfredsstillende tilnærming å benytte tommelfingerreglene basert på skjønn. I denne verdsettselen presenteres anbefalinger til påslag for kredittrisikopremie presenter i BUS425 våren 2013:

Tabell 12.4.1: Kredittrisikopremie (Kilde: Kinserdal, 2013)

Kredittpåslag, normalt	Kredittpåslag, urolig	Egenkapitalandel	Egenskaper, selskap
+ 1%	+ 2%	> 50 %	Sunn / moden
+ 2%	+3-4%	20 – 50 %	Syklisk / ny
+ 3 %	> 5%	< 20 %	Venture / problemer

Med hensyn til egenkapitalandel hører Marine Harvest med i gruppen bedrifter som etter disse reglene skal ha én prosent risikopremie. Derimot taler den sterke konjunkturavhengigheten i oppdrettsnæringen for et påslag nærmere to prosent. Et gjennomsnitt legges til grunn: $r_D = r_f + \text{kredittpremie} = 2,8 \% + 1,5\% = 4,3\%$

12.5 Skatt

For avkastningskravet trekker jeg fra effektiv skatt for rentefradraget, hvilket er nominell skattesats. Et veid gjennomsnitt for Marine Harvest er 26%. (jf. Analyse av effektiv skattesats, kapittel 10.8).

Marin Harvest har virksomhet i utlandet med andre skattesatser og det kan derfor være avvike fra dette som burde vært hensyntatt. I teorien bør også

egenkapitalavkastningskravet skattejusteres både for risikofri rente og markedpremien, men i praksis er det svært vanskelig å kvantifisere størrelsen. Det er gjort forøkt på justeringer for ulike nominelle skattesatser, men det er ikke gjennomført andre utvidede skatteanalyser for avkastningskravet i denne i oppgaven.

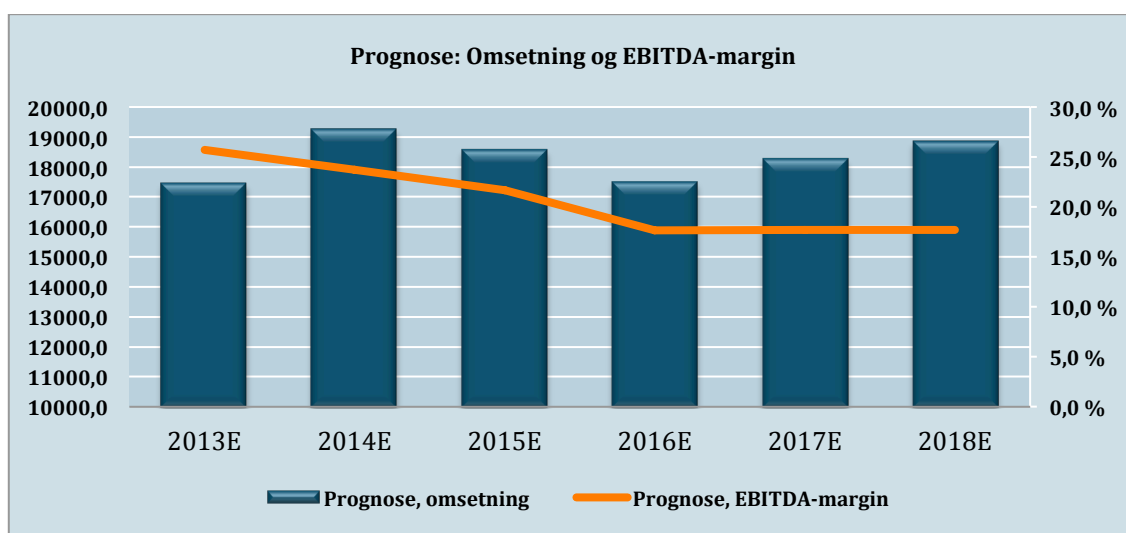
13. Endelig fremtidsregnskap og verdsettelse

Tabell 13.1 viser endelig fremtidsregnskap for Marine Harvest. Oppsettet følger selskapets standard og viser fri kontantstrøm i prognoseperioden. Videre følger en grafisk fremstilling av EBITDA-margin, terminalverdiberegning og endelig verdsettelsen av Marine Harvest.

Tabell 13.1: Fri kontantstrøm, prognose (Kilde: Forfatter)

Fri kontantstrøm, prognose	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Inntekter	17450,8	19243,4	18570,5	17502,6	18261,3	18848,6
- Varekostnader	8725,4	10006,5	9656,7	9801,4	10226,3	10555,2
Bruttomarginer	8725,4	9236,8	8913,8	7701,1	8035,0	8293,4
- Lønnskostnader	2443,1	2694,1	2785,6	2625,4	2739,2	2827,3
- Andre driftskostnader	1745,1	1924,3	2042,8	1925,3	2008,7	2073,3
- Restruktureringer	50,0	50,0	60,0	60,0	60,0	60,0
EBITDA	4487,2	4568,4	4025,5	3090,5	3227,0	3332,7
- Avskrivninger	872,5	962,2	928,5	875,1	913,1	942,4
EBIT	3614,7	3606,2	3097,0	2215,3	2314,0	2390,3
- Skatt på EBIT	903,7	901,6	774,2	553,8	578,5	597,6
= NOPLAT	2711,0	2704,7	2322,7	1661,5	1735,5	1792,7
+ Avskrivninger	872,5	962,2	928,5	875,1	913,1	942,4
Gross cash flow	3583,5	3666,8	3251,3	2536,6	2648,5	2735,2
+/- Endringer i nette arbeidscapital (NMC)	704,7	1209,5	-137,3	-523,3	371,8	287,8
- Investeringer (CapEX)	959,8	1058,4	1021,4	962,6	1004,4	1036,7
= Fri kontantstrøm (FCF), Prognose	1919,1	1399,0	2367,2	2097,3	1272,4	1410,7

Prognosene viser en relativt høy EBITDA-margin i første del av perioden grunnet fortsatt høy lakspris. Etter gjennomført syklus vil prisene stabilisere seg langsiktig EBITDA-margin av den operasjonelle driften er ventet til å vedvare på 20%.



Figur 13.1: EBITDA-margin, Omsetninge, prognose (Kilde: Forfatter)

Verdien av Marine Harvest, virksomhetsverdien, er nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm pluss terminalverdien.

$$EV = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} \dots + \frac{FCF_T}{(1 + WACC)^T} \frac{FCF_T}{(r - g)}$$

Ligning 13.1: Virksomhetsverdi (Kilde: Kaldestad & Møller, 2011)

Verdien av Marine Harvest fremkommer ved nåverdien av prognoseperioden (1) og terminalverdien (2) fratrukket netto rentebærende gjeld (3). Estimert verdi på 5,08 kroner representerer et negativt gevinstpotensial på 30,2%, og aksjen har i følge min analyse en betydelig nedside.

Tabell 13.2: Verdi av egenkapitalen, punktestimat prognose (Kilde: Forfatter)

Verdi av egenkapitalen, punktestimat	
Enterprise value	23581,0
Netto rentebærende gjeld (3)	4544,1
Verdi egenkapital	19036,9
Verdi av utsatt skatt/skattefordel	0,0
Premie/rabatter	0,0
Estimert markedsverdi, selskap	19036,9
Antall aksjer	3748,0
Markedsverdi (aksje, NOK)	5,08
Markedsverdi (15.12.2013)	7,28
Gevinstpotensiale	-30,2 %

Tabell 13.3: Virksomhetsverdi, punkttestimat prognose (Kilde: Forfatter)

Verdi		Post
Nåverdi av prognoseperiode	8 560	1)
Terminalverdi	15 021	2)
Enterprise Value	23 581	

Tabell 13.4: Prognoseperiode, fri kontantstrøm (Kilde: Forfatter)

1) Prognoseperiode	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
År med diskontering	0	1	2	3	4	5
Fri kontantstrøm (FCF)	1919	1399	2367	2097	1272	1411
WACC	0,09					
Nåverdi av FCF	1919	1278	1977	1600	887	899

Tabell 13.5: Terminalverdi, punkttestimat prognose (Kilde: Forfatter)

2) Terminalverdi	
Fri kontantstrøm i terminalåret	1596
Terminalverdi 2018E	23578
Langsiktig vekstrate	0,025
WACC	0,094
Terminalverdi i dag	15021

Som metodekapittelet angir, er beregningen av terminalverdien er tilknyttet betydelig usikkerhet. Det er lagt til grunn en langsiktig vekstrate (g), på 2,5%. Dette er basert på den generelle analysen av de økonomiske forholdene, og 50 prosentpoeng under historisk gjennomsnitt. Videre fremskrives vekstrater fra 2018E, da det forutsettes at Marine Harvest har nådd likevekt ved utgangen av prognoseperioden.

Avkastningskravet som er benyttet i terminalverdiberegningen tilsvarer kravet som er lagt til grunn i prognoseperioden.

Tabell 13.5: Terminalverdi, forutsetninger, prognose (Kilde: Forfatter)

Terminalåret	2018E	Endring	Terminalåret
Inntekter	18849	3,0 %	19414
- Varekostnader	10555	2,0 %	10766
- Lønnskostnader	2827	2,5 %	2898
- Andre driftskostnader	2073	1,0 %	2094
EBITDA	3333		3656
- Avskrivninger	942	2,5 %	966
EBIT	2390		2690
- Skatt på EBIT	598		672
= NOPLAT	1793		2017
+ Avskrivninger	942		942
Gross cash flow	2735		2960
+/- Endringer i netto arbeidscapital (NMC)	288	3,0 %	296
- Investeringer (CapEX)	1037	3,0 %	1068
= Fri kontantstrøm (FCF), Terminal	1411		1596

Oppsummert har jeg i del 13 om endelig fremtidsregnskap og verdsettelse estimert markedsverdi på egenkapitalen i Marine Harvest. Verdiene er fordelt på nåverdi av kontantstrøm prognoseperiodene og nåverdiene av terminalverdien. I overkant av 60% av verdien er tilegnet terminalverdien. Dette er verdiene av operasjonell aktivitet etter endt prognoseperioden, og da dette er relativt langt inn i fremtiden er det usikkerhet tilknyttet disse estimatene. Usikkerheten er blant annet tilknyttet langsiktig økonomisk vekstrate, g. Under del 15 vil det bli gjennomført sensitivitetsanalyse.

Videre i denne utredning vil jeg gjennomføre en markedsbasert verdsettelse, der jeg med utgangspunkt i inntjeningsbaserte multipler vil estimere en implisitte verdi av egenkapitalen til Marine Harvest. Dette vil samme med sensitivitetsanalysen fungere som en rimelighetsjekk for resultatene som fremkommer av den fundamentale analysen. På bakgrunn av disse resultatene vil jeg konkludere og anbefale en handlingstrategi for Marine Harvest.

14. Markedsbasert tilnærming

I denne delen gjennomføres en markedsbasert tilnærming der jeg tar i bruk multipler for å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Verdivurdering ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt blant annet i tall fra resultatoppstillingen, balansen, eiendeler og egenkapital og så multiplisere med en faktor, hvilket gir et estimat på verdien av Marine Harvest.

I motsetning til verdien ved den fundamentale verdsettelsen estimerer her nåverdien av fremtidige kontantstrømmen indirekte, der man tar utgangspunkt i prisingen på andre selskaper hvor markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm. Forutsetningen som ligger til grunn er at jeg antar at det samme forholdet mellom verdien og faktoren jeg analyserer også er gjeldende for Marine Harvest. Dette gir et sammenlikningsgrunnlag for den estimerte verdien av egenkapitalen funnet med den fundamentale analysen ovenfor.

For sammenliknbare selskaper benyttes Austevoll Seafood, Cermaq, Grieg Seafood, Lerøy og Salmar. Disse selskapene er alle børsnoterte og opererer innen samme bransje. Data for multipler fremkommer av regnskapsanalyse og nyhetstjenestene Bloomberg og Morningstar.

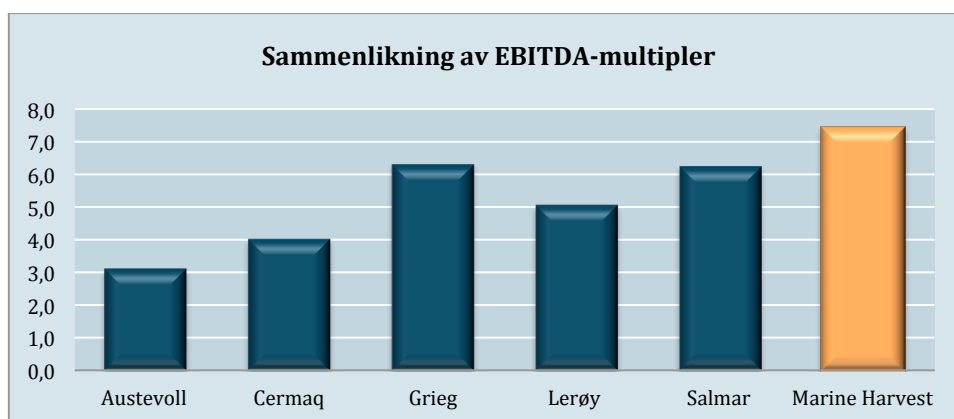
Tabell 14.1: Multipler (Kilde: Forfatter, Bloomberg)

Peers	EV/salg	EV/EBITA	P/E	P/B	P/salg
Austevoll	0,6	3,1	11,3	0,7	0,6
Cermaq	0,7	4,0	5,7	1,4	0,7
Grieg	1,1	6,3	13,6	1,4	1,1
Lerøy	1,0	5,0	9,0	1,5	1,0
Salmar	1,5	6,2	5,9	2,0	1,5
Gjennomsnitt	0,97	4,94	9,10	1,40	0,98
Median	0,99	5,05	9,00	1,40	1,00
Marine Harvest	1,6	7,4	17,9	2,0	1,6
Markedspris	11546	13121	13714	16365	16197
Aksjepris (NOK)	3,08	3,50	3,66	4,37	4,32

I denne analysen brukes multiplervurderingen først og fremst som en rimelighetssjekk for verdien av Marine Harvest egenkapitalverdi som er fremkommet ved den

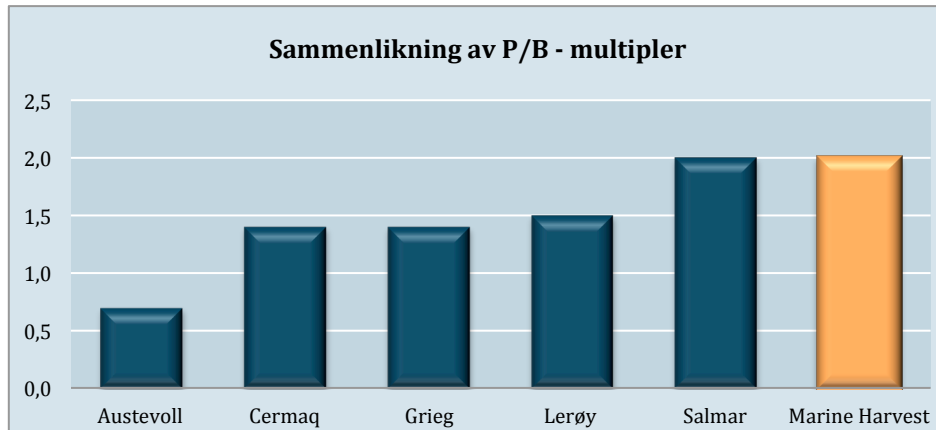
fundamentale analysen. Av tabellen ovenfor ser man at Marine Harvest prises høyere på samtlige multipler. Ved bruk av gjennomsnittlig multipler basert på de mest sammenliknbare selskapene innenfor bransjen ser man at Marine Harvest prises i intervallet 3,08 til 4,37, hvilket er betydelig lavere enn dagens aksjekurs (7,28 kr, 15. desember).

Gjennomgående i denne verdsettelsen benyttes EBTIDA som et mål på den underliggende driften, og jeg velger derfor å kommentere denne ytterligere. Av oversikten nedenfor ser man at markedet priser Marine Harvest på den høyeste multippelen, hvilket kan tyde på at selskapet er relativt sett overpriset alt annet likt. Det kan dog argumenteres for at den høyere multippelen indikerer at markedet forventer at Marine Harvest vil generere et høyere driftsresultat og en høyere kontantstrøm i fremtiden, og at markedet priser inn de mulig vekstmulighetene som er gjennomgått i den strategiske analysen.



Figur 14.1: EBITDA-multipler (Kilde: Forfatter, Bloomberg)

I likhet med EV/EBITDA-analysen velger jeg kort å gjennomgå Pris/Bokmutippelen, som er et forholdstall mellom markedsverdien og den bokførte verdien av egenkapitalen. Selskapene som skiller seg ut er Salmar og Marine Harvest som begge prises på P/B tilsvarende 2, hvilket er betydelig over bransjegjennomsnittet på P/B tilsvarende 1,4. Selv om det er naturlig at Marine Harvest prises på den høyeste multippelen grunnet eksempelvis kostnads- og stordriftsfordeler, er dette en mulig indikasjon på en relativ overprising av Marine Harvest.

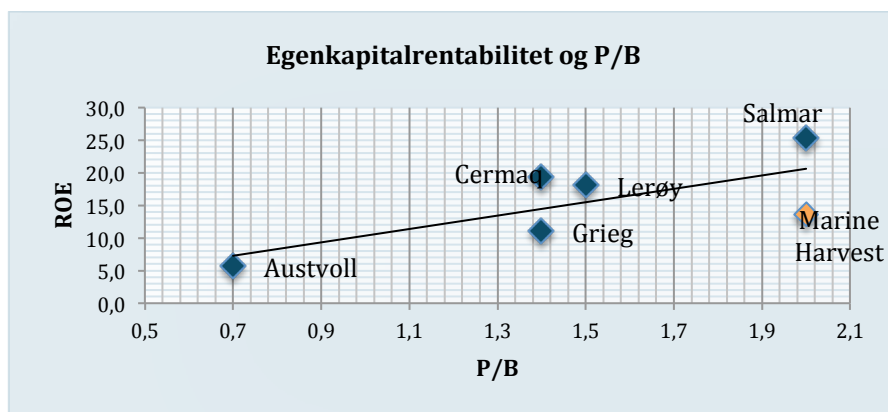


Figur 14.2: P/B-multipler (Kilde: Forfatter, Bloomberg)

Ser man til P/B i sammenheng med egenkapitalrentabiliteten i de utvalgte selskapene, er dette med på underbygge konklusjonen om at Marine Harvest er relativt høyt priset i dagens markedet sammenliknet med historisk utvikling. Figuren under (Marine Harvest er markert med orange farge) viser at selskapet ligger under bransjen i egenkapitalrentabilitet i forhold til P/B-prisingen. Man skal likevel være forsiktig med å trekke absolutte konklusjoner, da det kan skyldes ulike egenskaper tilknyttet kapitalstruktur med videre hvilket tilfører støy til resultatene.

Tabell 14.2: Multiplere, egenkapitalrentabilitet (Kilde: Forfatter, Bloomberg)

Peers	P/B	ROE
Austevoll	0,7	5,6
Cermaq	1,4	19,3
Grieg	1,4	11,0
Lerøy	1,5	18,2
Salmar	2,0	25,3
Marine Harvest	2,0	13,6



Figur 14.2: Egenkapitalrentabilitet, P/B (Kilde: Forfatter, Bloomberg)

Supplerende til rimelighetsjekk benytter jeg den markedsbaserte tilnærmingen til å regne ut verdien av Marine Harvest ved å kombinere regnskapstall fra Marine Harvest med multipler fra de utvalgte konkurrentene. Tabellen under viser hvilke egenkapitalverdier jeg får på Marine Harvest når jeg kombinerer de ulike multiplene med de respektive selskapene i peer group. Tilsvarende med den fundamental analyse når jeg bruker EV-multipler, må jeg trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne verdien på egenkapitalen. Tabellen nedenfor viser stor variasjon, men at majoriteten av verdierestimerer ligger i underkant av dagens markedsverdi.

Tabell 14.2: Multipler, markedsverdi (Kilde: Forfatter, Bloomberg)

Peers	EV/salg	EV/EBITA	P/E	P/B	P/salg
Austevoll	5380	6609	17029	8182	9913
Cermaq	7053	9823	8590	16365	11597
Grieg	13308	17948	20495	16365	18173
Lerøy	11868	13504	13563	17534	16521
Salmar	20119	17722	8891	23378	24782

I den fundamental hovedanalysen estimerte jeg markedsverdien til Marine Harvest til 19036,9 million kr. Av tabellen ovenfor ser man at dette anslag ligger i det i øvre sjiktet, med fire av 21 av 25 multipleringer ligger i underkant. Dette gir en indikasjon på at Marine Harvest nå befinner seg i et overpriset terreng.

Oppsummert har jeg vist i denne utredningen at den både den fundamental og markedsbaserte tilnærmingen peker i retning av en salgsanbefaling. Videre følger en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor følsomme disse anslagene er for de ulike innsatsfaktorene i modellene jeg har benyttet. Avslutningsvis følger konklusjon.

15. Sensitivitetsanalyse

Hensikten med denne utredningen har vært å gjennomføre en objektiv verdivurdering av egenkapitalen til Marine Harvest. Forutsetningene som jeg har lagt til grunn mener jeg er nøkterne, der jeg verken er i overkant positiv eller negativ. Den estimerte verdien av egenkapital til Marine Harvest er basert på til dels subjektive vurderinger av markedsutvikling, historiske resultater og trender basert på regnskapsanalyse, samt en strategisk analyse av selskapet, bransjen og de makroøkonomiske forholdene.

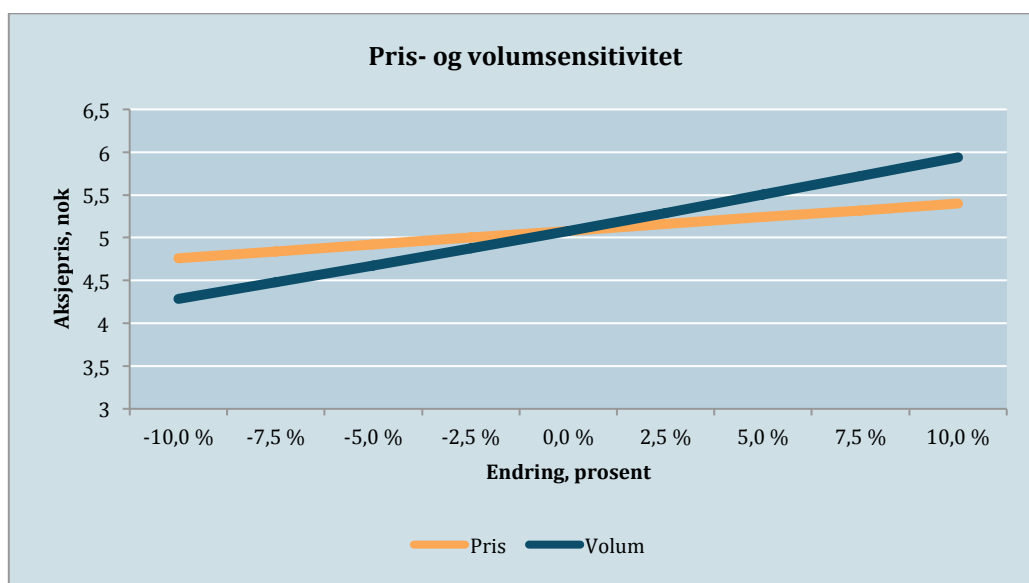
I selve prognosearbeidet er det i tillegg også blitt benyttet eksterne kilder og det er lagt vekt på analyserapporter fra analytikere med spesialisering innen oppdrettsnæringen. Dette medfører at mine resultater er tilknyttet usikkerhet, der antagelsene og forutsetningene vil kunne påvirke verdiesimatet. Før jeg kan fatte en endelig konklusjon er det derfor nødvendig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse der jeg undersøker hvor følsom den estimerte verdier er for endringer i operasjonelle faktorer som lakseprisen, volumanslagene og kostnader. Samtidig vil jeg undersøke verdiendringer tilknyttet avkastningskravet med spesielt fokus på betaverdier og langsiktig vekstrate.

15.1 Laksepris og volum

I den fundamentale verdsettelsen av Marine Harvest er det utarbeidet prisprognoser basert på forwardpriser hentet fra fishpool. Volumanalyser er basert på egne analyser, samt supplerende analyserapporter. Historisk er det høy samvariasjon mellom lakseprisen, volum og bevegelser i oppdrettsaksjer, og det er dermed interessant å se hvor sensitiv min estimerte aksjepris er for endringer i disse anslagene. Oversikten under viser prosentvis endring for samtlige års gjennomsnittspriser. En permanent høyere laksepris på 2,5 % i prognoseperioden gir en aksjekurs på 5,16 kr, hvilket innebærer en økning på 1,5%.

Tabell 15.1: Sensitivitet, lakspriser, volum (Kilde: Forfatter)

%-vis endring	-10,0 %	-7,5 %	-5,0 %	-2,5 %	0,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %	10,0 %
Aksjepris (pris)	4,76	4,84	4,92	5,00	5,08	5,16	5,24	5,32	5,40
Aksjepris (volum)	4,28	4,48	4,67	4,88	5,08	5,29	5,50	5,72	5,94



Figur 15.1: Sensitivitet, pris og volum (Kilde: Forfatter)

Konklusjonen er at estimatene er ganske sensitive for endringer i priser og volum. Dette er en svakhet ved analysen. Det kan dog argumenteres for at prisestimatene er basert på markedstall hentet fra en ledende leverandør, hvilket impliserer at sannsynligheten er liten for store avvik og at disse estimatene er det nærmeste jeg kan komme troverdige prisestimer for prognoseperioden.

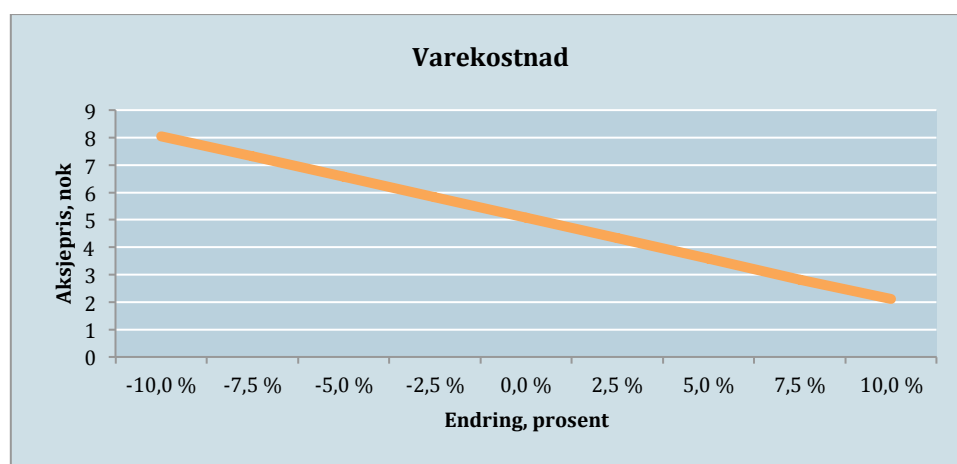
15.2 Varekostnad

Mitt verdiestimat viser betydelig sensitivitet for endringer i varekostnaden, hvilket i denne analysen er de viktigste innsatsfaktorene tilknyttet selve produksjonen av laks. Oversikten nedenfor viser sensitiviteten i verdiestimatet for endringer i gjennomsnittlig årlig varekostnad. En endring på -2,5% i hele prognoseperioden gir en aksjepris på 5,82 kr, en aksjeprisendring på 14,5%. Sensitiveten virker særdeles

stor, men historiske data viser en svært stabil trend i det overordnende bildet vedrørende varekostnaden. Sannsynligheten for stor endringer er dermed ansett til å være liten.

Tabell 15.2: Sensitivitet, varekostnad (Kilde: Forfatter)

%-vis endring	-10,0 %	-7,5 %	-5,0 %	-2,5 %	0,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %	10,0 %
Aksjekurs	8,05	7,31	6,57	5,82	5,08	4,34	3,59	2,82	2,11



Figur 15.2: Sensitivitet, varekostnad (Kilde: Forfatter)

Konklusjonen er at estimatene er svært sensitive for endringer i varekostnaden. Dette er i likhet med priser og volum, en svakhet ved analysen. Sannsynligheten for disse avvikene er dog mindre enn for pris og volum. Dermed vil jeg konkludere med at dette ikke er en betydelig svakhet ved analysen. Resultatet av denne sensitiveten peker i retningen av betydelig gevinster ved økt effektiviseringer tilknyttet varekostnaden i produksjonen av laks.

15.3 Avkastningskrav (WACC)

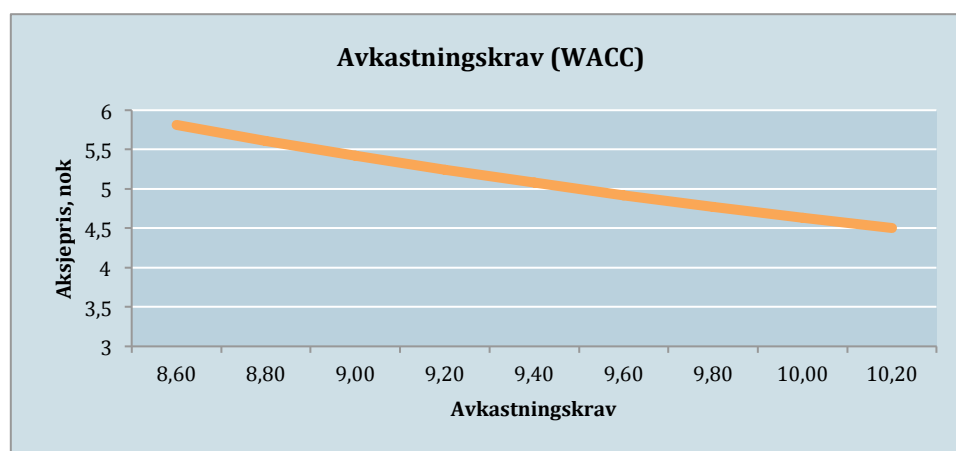
Den estimerte verdien er et resultat av en neddiskonterte kontantstrømmen i prognoseperioden. Faktorene som er benyttet for å beregne avkastningskravet er overordnet i henhold finanstereotisk fundament, der jeg videre har basert analysen på analyser og rapporter fra anerkjente organisasjoner og institusjoner. Det er dog

elementer der jeg har benyttet skjønn og en grovere tilnærming grunnet blant annet ikke-tilfredsstillende markedsdata, eller der jeg mener resultatene ikke gjenspeiler den virkeligheten jeg legger til grunn i fremtidsanalysene i denne utredningen. Dette er blant annet i valg av beta-koeffisient.

Først er det interessant å vise at resultatene er relativt sensitive for avkastningskravets størrelse, der data nedenfor viser at aksjeprisen varierer fra 5,81 kr ved et avkastningskrav på 8,6% til 4,5 kr ved et avkastningskrav på 10,2%. Som tidligere gjennomgått i metodedelens og kapitlets om avkastningskrav er dette å forvente, da en av svakhetene ved en kontantstrømsbasert modell er følsomheten for valg av avkastningskrav.

Tabell 15.3: Sensitivitet, avkastningskrav (Kilde: Forfatter)

WACC	8,6	8,8	9	9,2	9,4	9,6	9,8	10	10,2
Aksjekurs	5,81	5,61	5,42	5,24	5,08	4,92	4,77	4,63	4,50



Figur 15.3: Sensitivitet, avkastningskrav (Kilde: Forfatter)

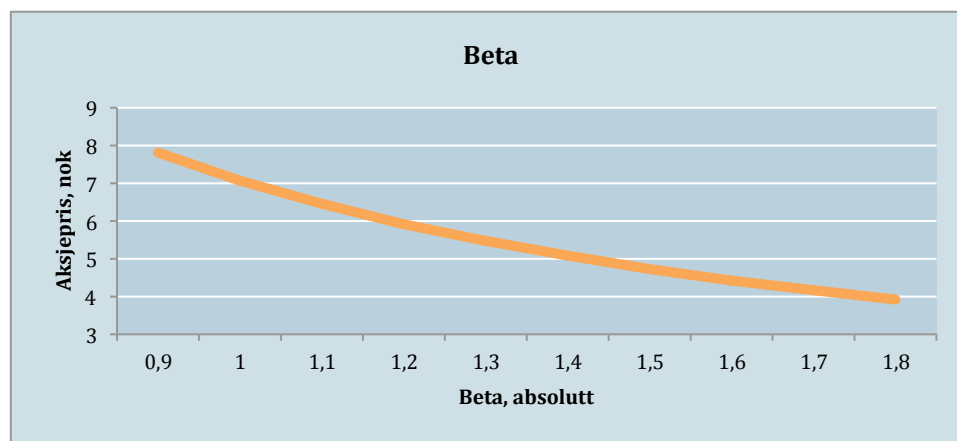
15.3.1 Beta-koeffisient

Fra kapittel 12 om avkastningskrav går det frem av analysen at jeg velger å avvike fra estimert beta-koeffisient og heller basere meg på en skjønsmessig vurdering. Resultatet nedenfor viser at aksjekursen er svært sensitiv for valg av beta-koeffisient, og dette er en mulig feilkilde og svakhet ved min utredning. Jeg vil likevel forsvare dette valget med at min valgte beta-koeffisient på 1,4 reflekterer underliggende

forhold, og at denne størrelsen er i samsvar med hva som er benyttet av analytikere i Fondfinans og SEB.

Tabell 15.3.1: Sensitivitet, Beta (Kilde: Forfatter)

Beta	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Aksjekurs	7,81	7,07	6,45	5,92	5,47	5,08	4,73	4,43	4,16	3,92



Figur 15.3.1: Sensitivitet, beta (Kilde: Forfatter)

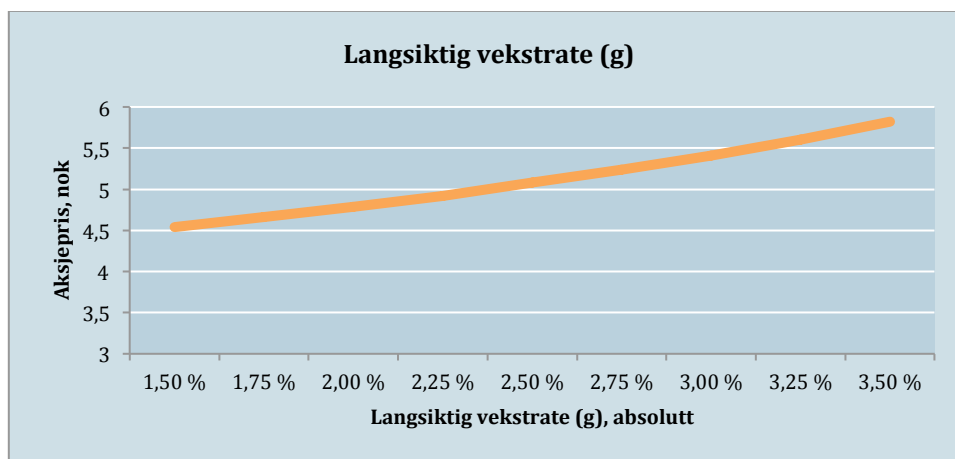
15.3.2 Langsiktig vekst

Langsiktig vekstrate er en viktig innsatsfaktor i estimering av avkastningskravet i denne utredningen. Resultatene nedenfor viser en relativt sterk følsomhet i valg denne størrelsen, der 100 prosentpoengs avvik fra valgte størrelse gir en aksjekurs på 4,54 kr og 5,82 kr, ved langsiktig vekster på henholdsvis 1,5% og 3,5%. I likhet med de resonnement ovenfor er usikkerheten omkring denne størrelsen en svakhet med min utredning.

Dog vil jeg forsvare mitt valg basert på argumentasjon i kapittel 5 under den makroøkonomisk analysen, der det er relativt svake vekstutsikter for prognoseperioden. Jeg støtter meg på et gjennomsnitt i hovedmarkedene for Marine Harvest basert på IMF sin årlige rapport, World Economic Outlook, om generelle økonomiske forhold i hovedmarkedene.

Tabell 15.3.2: Sensitivitet, langsiktig vekstrate (Kilde: Forfatter)

Langsiktig vekst (g)	1,5 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %	3,5 %
Aksjekurs	4,54	4,66	4,79	4,92	5,08	5,24	5,41	5,60	5,82



Figur 15.3.2: Sensitivitet, langsiktig vekstrate (Kilde: Forfatter)

Konklusjonen fra sensitivitetsanalysen er at mitt verdiestimat på markedsverdien og dagens aksjekurs for Marine Harvest er relativt sensitive for endringer i innsatsfaktorprisene, og at dette kan medføre usikkerhet. Det er dog, med mulig unntak for valg av beta-koeffisient, tilfredsstillende resultater for et punkttestimat for markedsverdien med et avvik +/- 10%.

16. Konklusjon

I denne utredningen jeg estimert markedsverdien på egenkapitalen til oppdrettsselskapet Marine Harvest. På bakgrunn av en fundamental analyse og markedsbasert verdsettelse med tilhørende strategisk analyse og regnskapsanalyse, er min hovedkonklusjon av Marine Harvest er overpriset der aksjen omsetter for kr 7,28 i dagens marked. Min analyse gir en aksjepris på kr 5,08 hvilket gir selskapet en nedside på 30,2 %. Dette medfører en salgsanbefaling.

Den strategisk analysen viser en potensielt positiv fremtid for oppdrettsbransjen, med økt etterspørsel etter mat drevet av global befolkningsvekst. Dette har medført høye forventinger, som det kan virke som om markedet har priset inn i oppdrettsaksjene. Det er dog begrensninger vedrørende politisk regulering, biologiske faktorer og miljøhensyn, hvilket medfører at veksten på tilbudssiden ikke klarer å etterleve etterspørselsveksten på kortsikt.

Supplerende til den fundamental hovedanalyse har jeg i denne utredningen gjennomført en markedsbasert multippelvurdering av markedsverdien. Denne analyse tar utgangspunkt i de mest benyttede lønnsomhetsmultiplene som er mest brukt av analytikere. Resultatene fra denne analysen underbygger min konklusjon om at Marine Harvest er overpriset i dagens marked, der selskapet er priset høyest på samtlige multipler.

Avslutningsvis har jeg gjennomført en sensitivitetsanalysen, der jeg undersøkte hvor følsomme resultatene min er for endringer i de viktigste innsatsfaktorene. Analysen viser som forventet at estimatene er følsomme for pris, volum og kostnadsendringer, samt finansielle forutsetninger tilknyttet avkastningskrav. Dog vil jeg argumentere for resultatene er innenfor hva som er å anse som akseptable. Samtidig er det muligens på sin plass å sitere foreleser i BUS425 Finn Kinserdal: "Verdsettelse av virksomheter er i stor grad kvalifisert gjetning, og like mye kunst som vitenskap".

Litteraturliste

Bøker

- Kaldestad Y & Møller B, 2011 *Verdivurdering*. 1. utgave. Den Norske Revisorforening (Dnr Kompetanse ASA)
- Koller, Goedhart, Wessel 2010. *Valuation*. 5. utgave. McKinsey & co: New Jersey: John Wiley & Sons Inc
- Benninga, S. (2008) *Financial Modelling*. 3. utgave. The MIT press, Cambridge, Massachusetts.
- Bodie et al. 2008: *Investments*. 7. utgave. McGraw-Hill/Irwin: New York
- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2011) *Corporate Finance*, 2.utgave, Pearson Prentice Hall, Boston, MA
- Grinold, R., & Kahn, R. (1999). *Active Portfolio Managment*. 2. utgave
New York: McGraw-Hill

Rapporter & Artikler

- IMF (2013) World Economic Outlook (WEO) *Transitions and Tensions* Tilgjengelig: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/>> [Benyttet: Oktober, 2013]
- Tveterås (2013), *Posisjoneringsstudie for norsk sjømat: Sluttrapport* Tilgjengelig: <http://www.fhf.no/media/29156/sluttrapport_fhf_posisjoneringsstudie-05042013.pdf> [Benyttet: August, 2013]
- Arnot, Robert & Bernstein, Peter (2002), *What Risk Premium Is "Normal"?* Tilgjengelig: <<http://psc.ky.gov/pscscf/2005%20cases/2005-00057/Documents%20on%20CD/Articles/Arnott%20and%20Bernstein%20-%20What%20Risk%20Premium%20is%20Normal%20FAJ%202002.pdf>> [Benyttet: Oktober, 2013]
- Fama, Eugene & French Henneth (2002) *The Equity Premium* Tilgjengelig: <<http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/keith.brown/AFPMaterial/Fama-French%20JF02.pdf>> [Benyttet: Oktober, 2013]

- DKNVS & NTVA (2012) *Verdiskapning basert på produktive hav i 2050* Tilgjengelig: <<http://www.ntnu.no/documents/15827539/0/verdiskapning-basert-pa-produktive-hav-i-2050.pdf>> [Benyttet: Oktober, 2013]
- Sarpebakken, Bo (2011) *Marine FoU og Havbruksforskning (2011)* Tilgjengelig: <<http://www.nifu.no/files/2013/03/NIFUrapport2013-12.pdf>> [Benyttet: Oktober, 2013]
- Kontali Analyse (2012), *Salmon Market Analysis 2012* Tilgjengelig: <http://www.kontali.com/?div_id=38&pag_id=40> /> [Benyttet: August, 2013]
- FondFinans (2013) *Salmon farming – Aquaculture Sector Report* Tilgjengelig: Konfidensiell
- SEB – *Equity research, Marine Harvest (oktober 2013)* Tilgjengelig: <www.seb.no>
- Salmon Farming Industry Handbook (2012) Tilgjengelig: <<http://www.marineharvest.com/Industry-Handbook/>> [Benyttet: August, 2013]
- Marine Harvest ASA, *Annual report, 2007*, www.marineharvest.com
- Marine Harvest ASA, *Annual report, 2008*, www.marineharvest.com
- Marine Harvest ASA, *Annual report, 2009*, www.marineharvest.com
- Marine Harvest ASA, *Annual report, 2010*, www.marineharvest.com
- Marine Harvest ASA, *Annual report, 2010*, www.marineharvest.com
- Marine Harvest ASA, *Annual report, 2012*, www.marineharvest.com
- Cermaq ASA, *Annual report, 2012*, www.cermaq.com
- Salmar ASA, *Annual report, 2012*, www.salmar.no
- Lerøy Seafood, *Annual report, 2012*, www.leroyseafood.com
- Greig Seafood, *Annual report, 2012*, www.greigseafood.no
- Austevoll Seafood, *Annual report, 2012*, www.auss.no
- Biomar, 3. *Kvartalsrapport 2013*, www.biomar.com
- Skretting (Nutreco), *Annual report 2012*, www.skretting.no

Avisartikler

Dagens Næringsliv (DN) 27.11.2010 Side 34

Dagens Næringsliv (DN) 13.08.2013 Side 20

Dagens Næringsliv (DN) 08.05.2013 Side 6

iLaks.no *Ser muligheter i Kina* 7. November 2013

iLaks.no *Etter den søte kløe*, 8. November 2013.

Databaser

Yahoo! Finance (2013) Adjusted Closing Prices [Internet database]. Tilgjengelig: <<http://finance.yahoo.com/>> [Benyttet: Oktober, 2013]

Statistisk Sentralbyrå (SSB) (2013) Lakspriser og Volum [Internet database]. Tilgjengelig: <<http://finance.yahoo.com/>> [Benyttet: Oktober, 2013]

Worldbank, databank (2013): Varekost, råvarer: [Internet database]. Tilgjengelig: <<http://databank.worldbank.org/data/>> [Benyttet: Oktober, 2013]

European Commission, Eurostat, database (2013): Lønn, EU. [Internet database]. Tilgjengelig: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>> [Benyttet: November, 2013]

Fiskeridirektoratet (2013): Volum (oppdrettsbransjen) [Internet database]. Tilgjengelig: <<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/statistikk-for-akvakultur/laks-regnbueoerret-og-oerret>> [Benyttet: November, 2013]

Fishpool.eu (2013) Forward priser laks [Internet database]. Tilgjengelig: <<http://fishpool.eu/fpi.aspx?pageId=56>>

Oslo Børs (2013) Historiske kursutvikling [Internet database]. Tilgjengelig: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockList?newt__menuCtx=1.1>

Nettsider

Lovdata.no (2013) Juridisk maksiamlt tillatt biogmasse (MTB) [Internet]. Tilgjengelig: <<http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>> [Benyttet: November, 2013]

Laks.no (2013) Historie: Om oppdrettsbransjen: [Internet]. Tilgjengelig <<http://laks.no/Informasjon/Artikler/En-barekraftig-havbruks-historie/>> [Benyttet: Novemeber, 2013]

Norges-Bank, Valutakurser: [Internet]. Tilgjengelig: < <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>> [Benyttet: Desember, 2013]

www.Bloomberg.com

www.Morningstar.no

www.hgca.com

www.tradingchart.com

Forelesninger

Kinserdal Finn (2013). BUS425: *Forelesning 1-10, Verdsettelse*. Undervist ved Norges Handelshøyskole [Benyttet: August-Desember, 2013]

Harris F.D.R (2013). FIE435: *Forelesning 2, Portfolio Optimisation*. Undervist ved Norges Handelshøyskole [Benyttet: Oktober, 2013]