



Verdsettelse av Marine Harvest Group

Sebastian Vikane og Eirik Ordemann Knappskog

Veileder: Leif Atle Beisland

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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 eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en del av vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole høsten 2015. Oppgaven, som er obligatorisk, er skrevet i tredje semester og utgjør totalt 30 studiepoeng.

Som fremtidige revisorer falt valget på verdsettelse naturlig for oss, da en slik oppgave favner et bredt spekter av faglige emner, mens den samtidig gir oss mulighet til å opparbeide dypere fag- og bransjekunnskap som senere kan hjelpe oss i revisjonsspesifikke problemstillinger. Bakgrunnen for vårt ønske om å verdsette Marine Harvest kommer som følge av deres stadig sterkere rolle internasjonalt og at selskapet til tross for av dette også har sterk lokal forankring. Verdens befolkning er høyere enn noen gang og er forventet å vokse kraftig i årene som kommer. Dette reiser spørsmål av typen; hvordan skal vi klare å dekke den stadig økende etterspørselen etter mat? Slik vi vurderer det vil lakseoppdrett kunne være en viktig bidragsyter i arbeidet med å dekke den økende etterspørselen etter proteinrik mat. Vi finner det da spesielt interessant å undersøke hvordan Marine Harvest, som verdens største oppdrettsselskap, vil prege dette bildet i årene som kommer.

Arbeidet med oppgaven har vært en lang og krevende prosess, men har samtidig vært veldig lærerik og har gitt oss dypere innsikt i et fagområde og en bransje vi opplever som spennende.

Avslutningsvis vil vi takke vår veileder Leif Atle Beisland for gode og konstruktive diskusjoner og tilbakemeldinger gjennom høsten.

Bergen, desember 2015

Sebastian Vikane og Eirik Ordemann Knappskog

Abstract

Through this master thesis we have conducted a valuation of the common stockholder equity in Marine Harvest. Our valuation estimate on December 31, 2015 is made through a fundamental valuation with the discounted free cash flow to the firm model and the discounted free cash flow to equity model. We have supplemented this fundamental valuation with the method of comparables using multiples.

We start of by giving a brief presentation of the fish farming industry and Marine Harvest, just to give the reader some basic insight that we find relevant for the further assessment.

The first step in the process of estimating a fundamental value of Marine Harvest is to conduct a strategic analysis to gain insight in the fish farming industry, the position of Marine Harvest in the industry and which, if any, internal resources Marine Harvest is in possession of to add value to their stockholders. We will use the PESTEL framework to map out the macroeconomic conditions that affects the fish farming industry, while we use Porters five forces to understand the competitive environment. Further we will use the SVIMA framework to analyze the internal resources in Marine Harvest and then we will summarize our findings using the SWOT-framework.

The next step in the process involves reformulation of the financial statements, because the income statements and balance sheets are primarily creditor-oriented and not suited for investor-oriented analyses. The reformulated financial statements are then analyzed in order to understand the historical drivers of profitability in the fish farming industry and in Marine Harvest. Along with the strategic analysis, these drivers form the basis when forecasting the pro forma financial statement. Based on the pro forma financial statement we calculate the cash flow to the firm and the free cash flow to equity and discount these cash-flows using WACC and the required rate of return on equity.

The fundamental analysis yields an estimated equity value of 76,088 billion NOK or a stock value of 185,41 NOK by December 31, 2015. The method of comparables yields an average estimated stock value of 118,83 NOK. Our final estimate is then calculated by weighting 185,41 NOK by $\frac{2}{3}$ and 118,83 NOK by $\frac{1}{3}$, which yields an estimate of 163,22 NOK.

The estimated stock value of 163,22 NOK is higher than the stock price on December 2, 2015 which was 119,20 NOK. Based on our trading strategy we recommend buying Marine Harvest stock, because our calculations imply that the stock is traded below its intrinsic value.

Sammendrag

Gjennom denne masterutredningen har vi gjennomført en verdivurdering av egenkapitalen i Marine Harvest. Verdiestimatet den 31.12.15 fastsettes på bakgrunn av en fundamental analyse i form av fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm til egenkapitalen, supplert med en komparativ verdsettelse i form av multipler.

Vi begynner masterutredningen med en kort presentasjon av bransjen og Marine Harvest for å gi leseren den grunnleggende innsikten vi mener er relevant for denne utredningen.

Første steg i den fundamentale analysen er en strategisk analyse for å få innsikt i oppdrettsbransjen, Marine Harvest sin posisjon i bransjen og interne ressurser i selskapet. Vi benytter PESTEL-rammeverket for å kartlegge hvilke makroforhold som påvirker oppdrettsbransjen, mens Porters fem krefter benyttes for å kartlegge konkurransesituasjonen. Videre analyserer vi de interne ressursene i Marine Harvest ved bruk av SVIMA-rammeverket før vi oppsummerer den strategiske analysen i SWOT-rammeverket.

Videre omgrupperer og justerer vi regnskapene slik at disse blir klare for investororientert analyse, da dagens oppstilling er i stor grad kreditororientert. Deretter analyseres regnskapene for å få innsikt i hvilke verdidrivere som historisk har vært viktig i Marine Harvest og oppdrettsbransjen. Disse analysene danner sammen med den strategiske analysen utgangspunktet for det prognostiserte fremtidsregnskapet. På bakgrunn av fremtidsregnskapet fastsettes den frie kontantstrømmen fra driften og den frie kontantstrømmen i Marine Harvest, før disse kontantstrømmene neddiskonteres med henholdsvis WACC og egenkapitalkravet.

Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat per aksje på 185,41 NOK den 31.12.15. Den komparative verdsettelsen gav et gjennomsnittlig verdiestimat på 118,83 NOK. Endelig verdiestimat for Marine Harvest er 163,22 NOK og dette er fastsatt ved å vekte verdiestimatet etter den fundamentale verdsettelsen med $\frac{2}{3}$ og verdiestimatet etter den komparative analysen med $\frac{1}{3}$. Dette er vårt beste estimat på det vi mener er den korrekte egenkapitalverdien per aksje i Marine Harvest per 31.12.15.

Vårt endelige verdiestimat på 163,22 NOK per aksje er høyere enn den observerbare aksjeverdien den 2.12.15 som er 119,20 NOK. Basert på vår handelsstrategi anbefaler vi kjøp av aksjen, fordi vi mener den er undervurdert.

Innholdsfortegnelse

Innhold

FORORD	2
ABSTRACT.....	3
SAMMENDRAG.....	5
INNHOLDSFORTEGNELSE	6
1. INNLEDNING	11
1.1 MOTIVASJON	11
1.2 PROBLEMSTILLING	11
1.3 AVGRENSNING	12
1.4 OPPGAVENS STRUKTUR	12
2. PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN.....	13
2.1 BRANSJEPRESENTASJON	13
2.2 SELSKAPSBESKRIVELSE.....	15
2.2.1 <i>Historie</i>	16
2.2.2 <i>Virksomhet</i>	16
2.2.3 <i>Eierstruktur</i>	21
2.2.4 <i>Historisk kursutvikling</i>	22
2.3 KONKURRENTER	23
2.3.1 <i>Oppsummering konkurrenter</i>	26
2.4 VALG AV BRANSJE.....	27
3. VALG AV METODE FOR VERDIVURDERING.....	28
3.1 OVERSIKT OVER METODER FOR VERDSETTELSE	28
3.1.1 <i>Fundamental verdivurdering</i>	28
3.1.2 <i>Komparativ verdsettelse</i>	33

3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	35
3.2	VALG AV VERDSETTELSESMETODE	36
3.2.1	<i>Komparative selskaper</i>	36
3.2.2	<i>Fase i livssyklusen</i>	37
3.2.3	<i>Tilgang på informasjon</i>	38
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	39
4.	STRATEGISK ANALYSE	41
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	41
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	42
4.2.1	<i>PESTEL</i>	42
4.2.2	<i>Porters fem krefter</i>	50
4.3	INTERN RESSURORIENTERT ANALYSE.....	58
4.3.1	<i>SVIMA</i>	58
4.4	SWOT-ANALYSE	62
4.5	OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE	63
5.	REGNSKAPSANALYSE	64
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	65
5.1.1	<i>Valg av analysenivå</i>	67
5.1.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	68
5.1.3	<i>Komparative virksomheter</i>	68
5.2	PRESENTASJON AV RESULTAT OG BALANSE	69
5.2.1	<i>Tabulering av årsregnskapet</i>	69
5.3	TRAILING ÅRSREGNSKAP	69
5.4	OMGRUPPERING OG NORMALISERING.....	72

5.4.1	<i>Omgruppering og normalisering av resultatregnskap</i>	72
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	78
5.5	JUSTERING AV MÅLEFEIL	82
6.	ANALYSE AV RISIKO	88
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO	88
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	89
6.1.2	<i>Rentedekningsgrad</i>	90
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO	91
6.2.1	<i>Egenkapitalandel</i>	92
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	93
6.3	SYNTETISK RATING	94
7.	ANALYSE AV LØNNSOMHET	96
7.1	FORUTSETNINGER FOR ANALYSEN	96
7.2	RAMMEVERK FOR LØNNSOMHETSANALYSE	98
7.2.1	<i>Nivå 1 - Driftsaktiviteter og finansiell gearing</i>	99
7.2.2	<i>Nivå 2 – Netto driftsmargin og omløpshastighet</i>	103
7.2.3	<i>Nivå 3 - Drivere for netto driftsmargin og omløpshastighet</i>	105
7.3	OPPSUMMERING	112
8.	FREMTIDSKRAV	113
8.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL OG NETTO DRIFTSKAPITAL	113
8.1.1	<i>Avkastningskravet for egenkapitalen</i>	114
8.1.2	<i>Avkastningskrav for netto finansiell gjeld</i>	121
8.1.3	<i>Beregning av vektorer for egenkapital og gjeld</i>	123
8.1.4	<i>Oppsummering egenkapitalkrav og WACC</i>	125

9.	FREMTIDSREGNSKAP	126
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	126
9.1.1	<i>Budsjetthorisont og detaljnivå for fremtidsregnskapet</i>	<i>127</i>
9.1.2	<i>Budsjettering av driftsinntektsvekst.....</i>	<i>128</i>
9.1.3	<i>Budsjettering av omløpshastigheten til netto driftseiendeler</i>	<i>131</i>
9.1.4	<i>Budsjettering av netto driftsmargin</i>	<i>132</i>
9.1.5	<i>Kalkulering av netto driftsresultat</i>	<i>135</i>
9.1.6	<i>Budsjettering av netto finansiell gjeld.....</i>	<i>135</i>
9.1.7	<i>Budsjettering av netto finanskostnad</i>	<i>137</i>
9.1.8	<i>Fastsettelse av egenkapital residualt</i>	<i>137</i>
9.1.9	<i>Beregning av fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm til egenkapitalen.....</i>	<i>138</i>
9.2	FREMTIDSRESULTATREGNSKAP OG FREMTIDSBALANSE.....	139
10.	VERDIBEREGNING.....	140
10.1	FORUTSETNINGER	140
10.2	VERDIBEREGNING VED BRUK AV FRI KONTANTSTRØM FRA DRIFT	142
10.3	VERDIBEREGNING VED BRUK AV FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITALEN	143
10.4	VERDIKONVERGERING	146
11.	KONKURS OG USIKKERHET.....	149
11.1	JUSTERING FOR KONKURSRISIKO.....	149
11.2	USIKKERHET	149
11.2.1	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	<i>150</i>
11.2.2	<i>Oppsummering av sensitivitetsanalyse</i>	<i>156</i>
11.3	SIMULERING.....	156
11.3.1	<i>Input.....</i>	<i>156</i>
11.4	SVAKHETER VED ANALYSEN	158

11.5	OPPSUMMERING USIKKERHET	159
12.	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	160
12.1	EV/EBITDA.....	161
12.2	PRIS/BOK	163
12.3	EV/SALG.....	164
12.4	OPPSUMMERING KOMPARATIV VERDSETTELSE	166
13.	KONKLUSJON OG HANDELSSTRATEGI	167
13.1	KONKLUSJON	167
13.2	HANDELSSTRATEGI.....	168
	LITTERATURLISTE	171
	FIGUROVERSIKT.....	179
	TABELLOVERSIKT	181
14.	APPENDIX.....	183
14.1	RESULTATREGNSKAP OG BALANSE FOR MARINE HARVEST 2010-2014	183
14.2	BETAUTREGNING: MÅNEDLIG AVKASTNING MARINE HARVEST OG OSLO BØRS.....	185
14.3	SKATTEBEREGNINGER.....	186
14.4	OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE FOR LERØY SEAFOOD	187
14.5	OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE FOR SALMAR.....	188
14.6	OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE FOR GRIEG SEAFOOD	189
14.7	OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE FOR CERMAQ.....	190

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Vår masterutredning er gjennomført som en verdsettelse av det norske selskapet Marine Harvest, som er verdens største oppdrettsselskap innen atlantisk laks. En stadig økende befolkningsvekst på verdensbasis fører til at verdens etterspørsel etter mat, og da spesielt proteinrik mat, vil øke kraftig i årene som kommer. Med en oljebransje som ikke står like kraftig som for kort tid tilbake, og de ringvirkningene dette får for norsk næringsliv, ser vi for oss at Norge med sin lange kystlinje har potensial til å stå frem som en enda sterkere oppdrettsnasjon i fremtiden. Marine Harvest har sitt hovedkontor i Bergen, men har virksomhet i store deler av verdens strategisk viktige oppdrettsnasjoner. Selskapet kan dermed trekke på sin kunnskap fra ulike geografiske områder for å optimalisere sin produksjon på hver enkelt lokalitet. Målsetningen med denne masterutredningen er å fastsette egenkapitalverdien i Marine Harvest og dermed fastslå hvorvidt selskapet er over- eller undervurdert på Oslo Børs. I tillegg til dette håper vi at den gir innsikt i hva som representerer de største utfordringene og mulighetene for oppdrettsbransjen i dag og i fremtiden. Vi tror at enhver leser av denne masterutredningen vil få en grundig og god innføring i hva som driver lønnsomheten i oppdrettsbransjen generelt og spesielt Marine Harvest, uavhengig av om vedkommende er investor eller bare interessert i oppdrettsbransjen eller selskapet.

1.2 Problemstilling

Formålet med denne masterutredningen er å fastsette et verdiestimat på egenkapitalverdien i Marine Harvest. På bakgrunn av analyser av bransje og selskap, samt teknikker for verdsettelse vil vi gi en anbefaling på en handelsstrategi i forhold til den observerbare markedsverdien på Oslo Børs.

Dette gir opphav til følgende problemstilling for vår masterutredning:

«Hva er egenkapitalverdien i Marine Harvest?»

1.3 Avgrensning

Vår utredning er basert på informasjon som årsrapporter, kvartalsrapporter, artikler, lærebøker og annen informasjon som er tilgjengelig for offentligheten. Vi har ikke vært i kontakt med noen internt i Marine Harvest og har således bare betraktet selskapet fra et eksternt perspektiv. Informasjon av typen årsrapporter utvikler seg stadig i retning av å bli prospekter eller salgsdokumenter, og vi har derfor benyttet denne informasjonen med et kritisk blikk for å ha et så nøytralt syn på selskapet som mulig.

Verdiestimatet vårt tar utgangspunkt i den finansielle stillingen til Marine Harvest per 31.12.2015, men vi kommer til å benytte aksjekursen den 2.12.15 som vårt beste estimat for aksjekursen i Marine Harvest per 31.12.15, da oppgaven blir levert inn før sluttkurs 31.12.15 er tilgjengelig for oss.

1.4 Oppgavens struktur

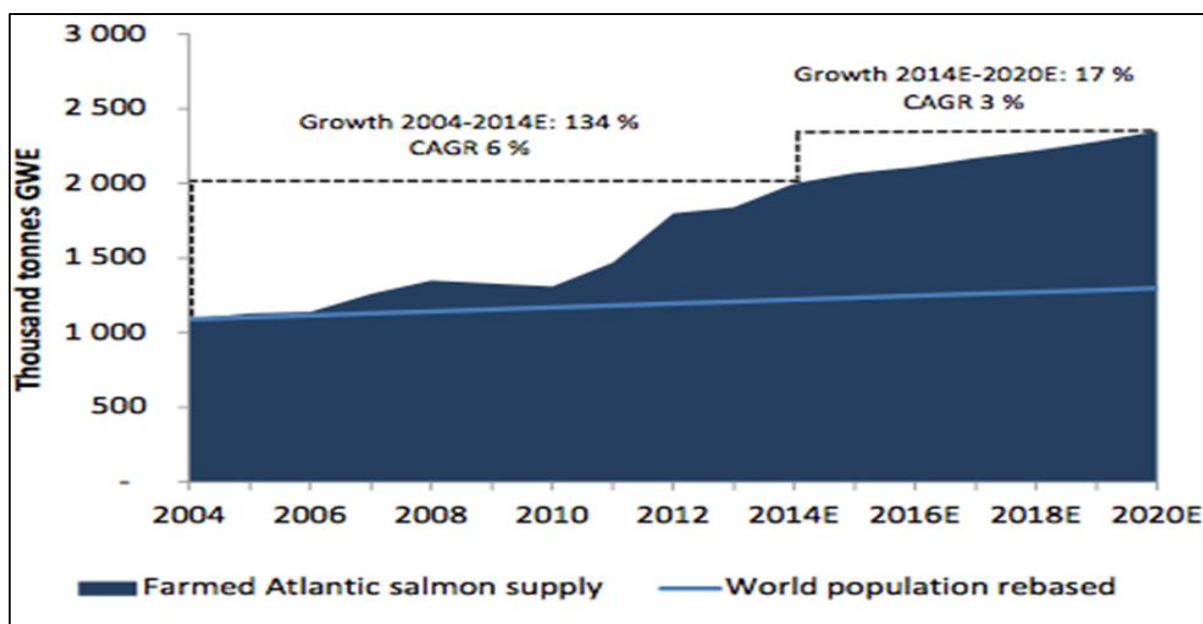
Vår utredning starter med en presentasjon av bransjen, selskapet og potensielle konkurrenter i kapittel 2. I kapittel 3 presenterer vi ulike teknikker som kan benyttes i verdsettelsen av Marine Harvest og mot slutten av kapitlet konkluderer vi med hvilke metode (r) vi skal ta utgangspunkt i. I kapittel 4 gjennomfører vi en strategisk analyse, mens vi klargjør regnskapet for investororientert regnskapsanalyse i kapittel 5. I kapittel 6 analyserer vi risikoen i Marine Harvest med fokus på soliditet og likviditet, før vi mot slutten av kapitlet fastsetter en syntetisk rating. Gjennom kapittel 7 kartlegges de underliggende driverne for lønnsomhet i Marine Harvest og bransjen ved dekomponering av egenkapitalrentabiliteten. I kapittel 8 fastsettes det vektete avkastningskravet for Marine Harvest ved bruk av egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld. Kapittel 4 til 8 danner grunnlaget for prognostiseringen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 som benyttes som utgangspunkt for verdiberegningen i kapittel 10. I kapittel 11 diskuterer vi konkursscenarioet og gjennomfører analyser av usikkerheten i verdiestimatet. Avslutningsvis gjennomfører vi en komparativ verdsettelse i form av multipler i kapittel 12 før vi avslutter masterutredningen med en konklusjon og en anbefalt handelsstrategi i kapittel 13.

2. Presentasjon av selskapet og bransjen

I dette kapittelet presenteres Marine Harvest og den globale lakseoppdrettsbransjen, heretter bare omtalt som oppdrettsbransjen. Årsaken til at vi har valgt å avgrense mot nettopp oppdrett av «laks» er at atlantisk laks utgjør mesteparten av salmonoidene som det drives oppdrett av på verdensbasis (SFI Handbook, 2015). Formålet med kapittelet er å gi innsikt i selskapet og bransjen, samt å danne grunnlaget for den strategiske analysen.

2.1 Bransjerepresentasjon

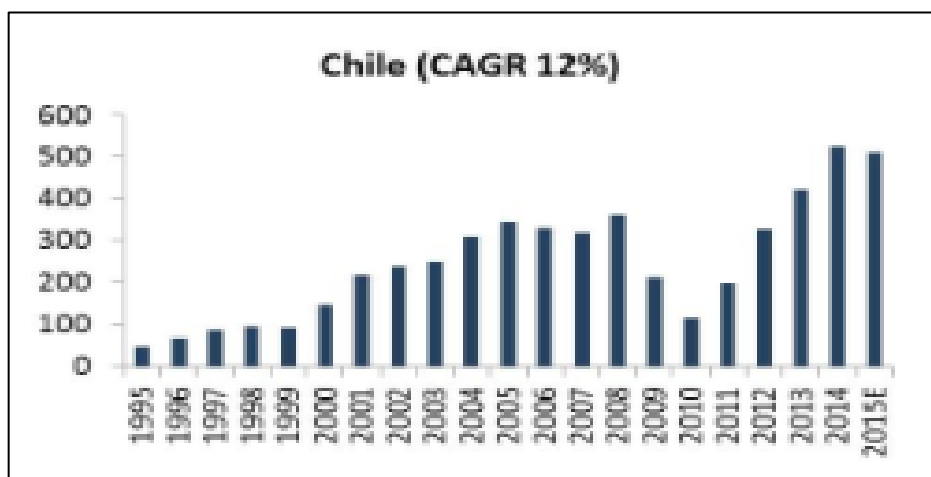
Marine Harvest er den største aktøren i oppdrettsbransjen gjennom sin produksjon av atlantisk laks. Oppdrettsbransjen består av ulike selskaper som kontrollerer større eller mindre deler av verdikjeden fra fôr og stamfisk til ferdig prosessert laks klar for salg. I 2014 ble det produsert i overkant av 2,2 millioner tonn atlantisk laks fordelt på Norge, Chile, Nord-Amerika og UK med Skottland i spissen. Av dette ble omlag 54 % produsert ved norske lokaliteter (Berge, 2015). En av årsakene til denne geografiske spredningen er at laksen blant annet krever spesielle vekstvilkår der optimal sjøtemperatur er mellom 8 og 14 grader celsius (Giskeødegård, 2014).



Figur 2-1: Historisk vekst og forventet vekst fremover (SFI Handbook, 2015)

Av figur 2-1 kan vi se hvordan veksten i verdens tilbud av laks har utviklet seg mellom 2004 og 2013. Videre er det laget prognoser for forventet vekst i tilbudet mellom 2014 og 2020. Som vi kan se har den årlige tilbudsveksten vært omlag 6 % mellom 2004 og 2014. Det forventes en ytterligere reduksjon i tilbudsveksten og estimatene fra Kontali Analyse, et uavhengig analyseselskap som har utarbeidet store deler av tallmaterialet i SFI Handbook 2015 for Marine Harvest, viser en forventet årlig vekst på omlag 3 % fra år 2014 til 2020.

Den reduserte veksten kan knyttes til blant annet biologiske begrensninger som ikke kan løses ved at myndighetene åpner for flere konsesjoner eller rettigheter til å drive med oppdrett, men at bransjen må finne løsninger som reduserer det biologiske fotavtrykket som følger av lakseoppdrett (SFI Handbook, 2015). I Chile førte manglende overvåking og regulering fra myndighetenes side til at bransjen stort sett gjorde som den ville. Dette førte igjen til at det ble produsert mer enn det som var forsvarlig, hvilket ledet til massive sykdomsutbrudd og store deler av chilensk lakseoppdrett ble lagt i grus (Alvial et al., 2012). Figur 2-2 under viser årlig produksjon i Chile mellom 1995 til 2014 med et estimat for 2015. De første alvorlige utbruddene kom i 2007 og av figuren kan vi se hvordan dette har påvirket produksjonen de etterfølgende årene. Myndighetene har i de senere år tatt mer ansvar og Chile er i dag med på å drive veksten i bransjen på mer fornuftige vilkår enn tidligere (Alvial et al., 2012 og Berge (a), 2014).



Figur 2-2: Årlig laksetilbud fra Chile i tusen tonn (SFI Handbook, 2015)

2.2 Selskapsbeskrivelse

Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap og har kontroll over store deler av både opp- og nedstrøms virksomhet. Selskapet leverer, gjennom sin tilstedeværelse i alle de strategisk viktige områdene for oppdrett, laks til Nord-Amerika, Latin Amerika, Europa og Asia. På verdensbasis står Marine Harvest for omlag 21 % av samlet produksjon av atlantisk laks (SFI Handbook, 2015). I de senere år har Marine Harvest tatt steg i retning av å bli det selskapet selv kaller “a world-leading integrated provider of seafood protein” blant annet ved å øke kapasiteten sin nedstrøms og satsing mot å bli selvforsynt med fôr. Fôr utgjør den største kostnadsdriveren i oppdrettsnæringen med om lag 50 %. Trolig ligger nøkkelen for å levere god lønnsomhet dermed i stor grad i å kontrollere denne og andre kostnadsdrivere i størst mulig grad, slik at selskapet kan leve med en laksepris som historisk sett har vært veldig volatil. Sett bort fra størrelsen er det nettopp fokus på å integrere opp- og nedstrøms virksomheten i stadig større grad som skiller Marine Harvest mest fra de andre selskapene i bransjen.



Figur 2-3: Viktige geografiske områder for lakseoppdrett (SFI Handbook, 2015)

2.2.1 Historie

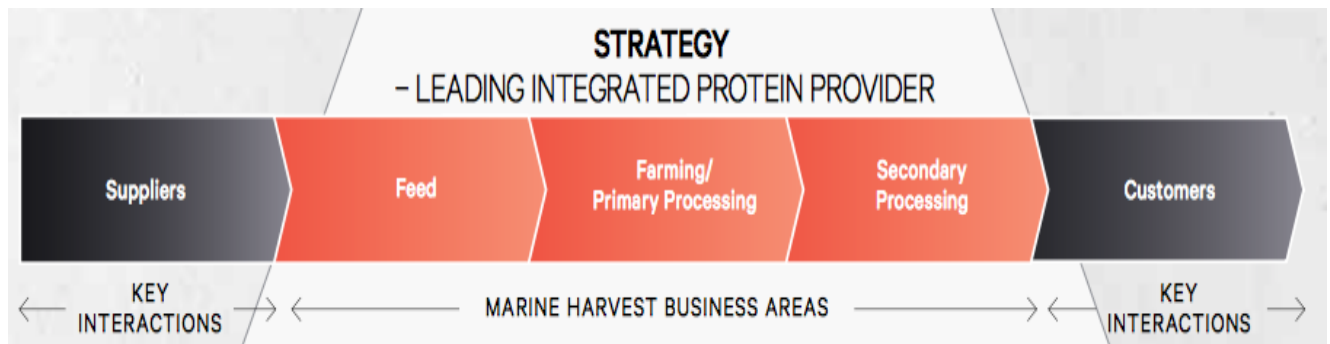
Det har skjedd mye i den globale oppdrettsbransjen siden pionerfasen i Norge frem til begynnelsen av 1970-årene. Røttene til Marine Harvest strekker seg helt tilbake til 1965 da selskapet som den gang het Mowi begynte å arbeide med laks. Arbeidet på denne tiden var preget av prøving og feiling, hvor både gode og dårlige erfaringer spredte seg og la grunnlaget for at kunnskapsbasen kunne vokse (Marine Harvest, historie).

I 1969 tok Hydro over 50 % av aksjene i Mowi og dette gjorde det mulig for selskapet med ytterligere vekst. Fra 1973 var det nødvendig med konsesjoner for å starte nye oppdrettsanlegg og regler om lokalt eierskap førte til at oppdrett ble en distriktsnæring (Hallenstvedt, 2015). I 1983 gjorde Mowi sine første oppkjøp i Skottland og Irland, og to år etter øker Hydro sin eierandel til 100 %. Med full kontroll kunne Hydro selv styre utviklingen videre og i 1990 ble Hydro Seafood registrert. Tidlig på 1990-tallet ble oppdrettsloven endret og det som tidligere hadde vært en distriktsnæring med mye lokalt eierskap fikk nå tilgang på mer risikovillig kapital (Hovland, 2014).

Utviklingen etter dette har vært stadig restrukturering og horisontal konsolidering der Hydro Seafood i 2000 ble kjøpt opp av Nutreco og det nye selskapsnavnet ble Marine Harvest. I 2005 kom John Fredriksen inn på eiersiden og selskapet har etter dette fusjonert en rekke ganger. I 2006 kjøpte nederlandske PanFish Marine Harvest, og PanFish byttet i 2010 navn til Marine Harvest. I 2010 startet selskapet en reorganisering av sin forretningsstrategi med målsetning om å bli en helintegrert leverandør av sjømatproteiner (Marine Harvest, historie).

2.2.2 Virksomhet

Marine Harvest kontrollerer store deler av verdikjeden, fra fôr og avl på egen stamfisk til prosessering av slaktet laks. Marine Harvest sin verdikjede kan defineres slik figur 2-4 under fremstiller den.



Figur 2-4: Oversikt forretningsområder Marine Harvest (SFI Handbook, 2015)

Oppstrømsvirksomhet – Fôr

Som eneste oppdrettsselskap startet Marine Harvest i 2014 med å produsere sitt eget fôr. Fôrproduksjon er en krevende prosess, da man ønsker å ha en så lav fôrfaktor som mulig samtidig som fôret gir laks er av god kvalitet. Fôrfaktoren sier noe om hvor mange kilo fôr som kreves for å produsere et kilo med ferdig laks. Jo lavere denne faktoren er, jo lavere er kostnadene knyttet til å produsere laksen, da laksen krever mindre fôr. For Marine Harvest er gjennomsnittlig fôrfaktor mellom 1,1-1,2 hvilket hverken er bedre eller dårligere enn gjennomsnittet i bransjen (SFI Handbook, 2015).

Fôr er den største kostnadsdriveren i lakseoppdrett, og utgjør om lag 50 %, og dersom selskapet klarer målsetningen om å bli selvforsynt med fôr vil dette kunne stabilisere kostnadene i større grad. Lakseprisen er svært volatil og god kostnadskontroll vil dermed være viktig for å kunne drive lønnsomt selv i perioder med lavere pris. Selskapet er nå 80 % selvforsynt med fôr i Norge (Marine Harvest årsrapport 2014). På sikt ønsker selskapet å utvide produksjonen av fôr slik at de også er selvforsynt i andre deler av verden hvor de opererer.

De største risikoene knyttet til fôr er endring i prisen på innsatsfaktorene fiskemel og fiskeolje som er knappe ressurser, samt at det bare er tre store leverandører av fiskefôr. Dette innebærer at Marine Harvest, både på grunn av knapphet på innsatsfaktorene i fôrproduksjon og avhengighet av få leverandører, fremdeles ikke kontrollerer kostnadene knyttet til fôr i stor nok grad. Leverandørene av fôr opererer med såkalte cost-plus kontrakter, hvilket fører til at risikoen knyttet til svingningene i innsatsfaktorprisen er skjøvet over på oppdrettsselskapene (Regjeringen.no, 2009).

Oppdrett - fra stamfisk til slaktet laks

Det første steget i laksens livssyklus foregår ved at man avler frem stamfisk. Fisken er valgt på bakgrunn av spesielle egenskaper som størrelse, evne til vekst, høy fôrutnyttelse, farge eller andre ønskelige egenskaper. Mowi, som var selskapets tidligere navn, er Marine Harvest sin egen stamfisk. Fisken oppbevares i egne kar, hvor den utsettes for kunstig lys og variasjon i temperatur slik at det er mulig å kontrollere kjønnsmodningen. Egg fra hunnfisken blandes med melke fra hannfisken og dette fører til at eggene befruktes (Marine Harvest, laksens livssyklus).

Etter befruktning oppbevares eggene i spesielle tanker med ferskvann hvor de stadig utvikler seg. Når eggene klekkes til små fisk har de en slags næringssekk som sørger for at fisken får i seg næring den første tiden etter klekking. Det er mulig å styre klekkingen ved hjelp av temperaturen, noe som gjør mulig å ha smolt klar for sjøen store deler av året. Når næringssekken er tom er det viktig at yngelen, som er navnet på fisken i denne fasen, får i seg fôr tilpasset størrelsen og næringsinnholdet den trenger akkurat i dette stadiet (Cermaq (b), 2014)

Fisken oppbevares i ferskvann til den er cirka 60-100 gram. Før den settes ut i sjøen i merder er det viktig at den vaksineres mot ulike sykdommer, da store økonomiske tap som følge av sykdom er et stort problem i oppdrettsbransjen. Fisk som er klar for sjøen kalles smolt og den går gjennom en fysiologisk endring for å takle overgangen fra ferskvann til saltvann. En god indikator på fremtidig laksetilbud og et mye brukt estimat på biologiske eiendeler er mengden smolt som settes ut i sjøen (Guttormsen, 2013). Den siste tiden før den fysisk flyttes fra landkar til sjøen tilpasses den det nye miljøet den skal være i og dette kalles smoltifisering (Cermaq (b), 2014).

Fisken overvåkes nøye både for å ha kontroll på hva den tar til seg av fôr og hvordan den oppfører seg. Liten fisk har behov for hyppig fôring, men denne hyppigheten avtar i takt med at fisken vokser. Laksen er den organismen som det drives oppdrett av med best utnyttelsesgrad av fôret. Under gode forhold er det registrert at et kilo fôr gir et kilo laks (Berge (b), 2014). Tiden fra smolten settes i sjøen til laksen er slakteklar varierer fra 12-18 måneder, og variasjonen avhenger blant annet av hvor godt fisken tar til seg næring og temperaturen i sjøen. Slakteklar laks veier typisk omlag 5 kg (Cermaq (b), 2014).

Nedstrømsvirksomhet - Primær- og sekundærprosessering

Laksen fraktes fra oppdrettsanleggene med brønnbåt til fabrikkanleggene hvor den slaktes. Fisken sløyes, pakkes og legges på is eller transporteres fersk til et mangfold av kunder over hele verden. Denne prosessen er kjent som primærprosessering. Prisen i markedet er avhengig av den mengden laks som til enhver tid er tilgjengelig i denne delen av verdikjeden (Guttormsen, 2013).

Alternativt fraktes laksen til Marine Harvest sine egne videreforedlingsenheter eller selges videre til andre produsenter hvor den gjennomgår såkalt sekundærprosessering. Laksen bearbeides til fileter, porsjoneres, røykes eller lages i stand på andre måter slik at den kan selges for en høyere pris. Disse prosessene vil også kunne øke laksens holdbarhet. Laksen som har vært gjennom denne prosessen kalles gjerne for Value-Added-Products (VAP). Guttormsen (2013) mener mye av etterspørselsveksten som oppleves skyldes nettopp det mangfoldet av ulike serveringsalternativer som finnes på markedet i dag.

Marine Harvest kjøpte i 2013 Morpol, et polsk-norsk videreforedlingselskap. Selskapet er i hovedsak knyttet til Polen, men har også fabrikker i UK, Frankrike og Belgia. Etter dette oppkjøpet ble Marine Harvest verdens største produsent av røkt laks. Hovedmarkedene er i Tyskland, Frankrike, Belgia og Italia (SFI Handbook, 2015). Marine Harvest sin VAP-enhet ble i 2014 fusjonert med Morpol til Marine Harvest Consumer Products (Marine Harvest årsrapport, 2014).

Produktet

Marine Harvest sitt hovedprodukt er hel fersk laks, hvilket utgjorde 47,6 % av samlet omsetning i 2014 (Marine Harvest årsrapport 2014). Legges det til fersk bearbeidet og røkt laks dekkes over 80 % av omsetningen, mens de resterende 20 % er frossen laks og annen sjømat.

Laks er et anvendelig produkt med godt dokumenterte helsefremmende effekter, hvilket gjør den ettertraktet i store deler av verden (Laksefakta, 2013). Marine Harvest har i de senere år investert kraftig i videreforedling og i 2014 lanserte selskapet flere nye merker som ble godt mottatt i markedet, blant annet Rebel Fish i USA og Mowi i Japan (Marine Harvest årsrapport 2014).

Fet fisk inneholder en rekke viktige næringsstoffer som er helt nødvendig for oss mennesker. De viktigste er kanskje protein, omega 3 og D-vitamin, men også jod, vitamin B12, selen og vitamin A er viktig i større eller mindre grad. Protein er helt nødvendig for å bygge nye og vedlikeholde kroppens celler, mens omega 3 på sin side har godt dokumenterte positive effekter på kroppens evne til å stå i mot og forhindre hjerte- og karsykdommer. Vitamin D er viktig for at skjelettet skal styrkes og vedlikeholdes, da kroppen produserer bare vitamin D selv når den blir eksponert for sollys (Laksefakta, 2013).

Innsatsfaktorer

Egg

Ved dårlig tilgang på egen rogn er det mulig å kjøpe eksternt. Det er flere selskaper som spesialiserer seg på denne delen av verdikjeden, deriblant Aquagen og Salmobreed. Produsentene forsøker å tilpasse sin produksjon ved å avle frem egg av god kvalitet som gir laks med egenskaper som er ønskelig markedet (SFI Handbook, 2015).

Smolt

De fleste selskaper er vertikalt integrert på dette området og produserer dermed sin egen smolt basert på egg som er kjøpt eksternt eller avlet frem internt. Det produseres hovedsakelig bare til eget bruk, men dersom det er overskudd på smolt kan det også omsettes (SFI Handbook, 2015). Flere av de store selskapene har blitt kritisert for å destruere smolt for å opprettholde prisen i markedet, da mengden smolt gjerne er en god indikator på kommende tilbud (Hvamstad, 2011).

Arbeidskraft

Arbeidskraft er en annen vesentlig innsatsfaktor i oppdrettsbransjen. Marine Harvest alene sysselsetter omlag 11 700 (31.12.14) på verdensbasis, hvorav om lag 22 % av disse er ansatt i Norge. Totalt sysselsetter oppdrettsbransjen direkte eller indirekte omlag 24 000 mennesker i Norge. I Skottland er tallet noe lavere, men det er estimert at omlag 8 000 arbeidsplasser genereres som følge av oppdrettsbransjen. I Canada er tallene noe høyere enn Skottland og det antas at omlag 15 000 mennesker sysselsettes som en direkte konsekvens av oppdrettsbransjen. Den chilenske arbeidskraften er ansett for å være den rimeligste og dette reflekteres også i sysselsettingen, der det i 2014 var omlag 30 000 mennesker som indirekte eller direkte var knyttet til oppdrettsbransjen. Den norske arbeidskraften er ansett for å være

dyrest, mens arbeidskraften i UK og Canada er ansett for å være noe rimeligere enn i Norge (SFI Handbook, 2015).

Elektrisitet

For å kunne kontrollere temperaturen for egg og smolt kreves det god tilgang på elektrisitet, da produksjonen som nevnt finner sted på land. Temperaturen reguleres til optimal veksttemperatur og vannet resirkuleres slik at smolten til enhver tid skal ha gode sanitære forhold. Kostnaden ved elektrisitet avhenger av den til enhver tid gjeldende prisen og den generelle temperaturen, men i Norge er tilgangen på rimelig elektrisk energi god. En kald vinter vil kreve mer elektrisitet for å opprettholde den ideelle temperaturen. En annen faktor som spiller inn her er størrelsen på smolten, da større smolt krever mer elektrisitet som følge av lengre del av sin produksjonssyklus på land (SFI Handbook, 2015).

2.2.3 Eierstruktur

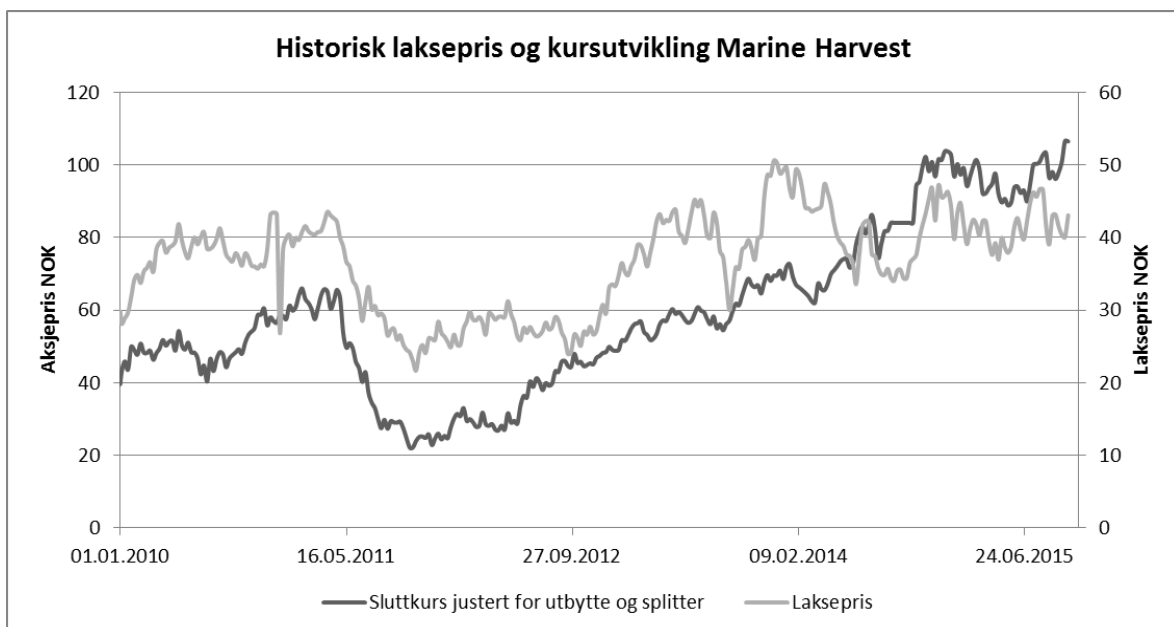
20 LARGEST SHAREHOLDERS 31.12.2014

	NUMBER OF SHARES	OWNERS SHARE %
Geveran Trading CO LTD	105 267 531	25.65%
Folketrygdfondet	38 276 283	9.33%
Clearstream Banking S.A.	15 620 464	3.81%
Citibank, N.A	13 769 783	3.36%
State Street Bank and Trust CO.	10 698 920	2.61%
DNB NOR Bank ASA	5 981 788	1.46%
Geveran Trading CO LTD	5 444 072	1.33%
State Street Bank and Trust CO.	5 179 503	1.26%
Euroclear Bank S.A./N.V. ('BA')	3 995 708	0.97%
The Northern Trust Co.	3 736 766	0.91%
Statoil Pensjon	3 648 531	0.89%
JP Morgan Chase Bank, NA	3 390 168	0.83%
Verdipapirfondet DNB Norge (IV)	3 093 968	0.75%
Ferd AS	3 000 000	0.73%
Verdipapirfondet DNB Norge Selektiv	2 863 490	0.70%
KLP Aksje Norge Indeks VPF	2 815 861	0.69%
JP Morgan Chase Bank, N.A.	2 658 820	0.65%
Framar AS	2 600 000	0.63%
State Street Bank & Trust CO.	2 504 974	0.61%
Danske Invest Norske Instit.LL	2 493 379	0.61%
Total 20 largest shareholders	237 040 009	57.76%
Other shareholders	173 337 750	42.24%
Total number of shares	410 377 759	100.00%

Figur 2-5: Oversikt over de 20 største aksjonærene i Marine Harvest (Marine Harvest årsrapport 2014)

Figur 2-5 viser de 20 største aksjonærene som sitter på i underkant av 60 % av aksjene i selskapet. Den største eierposten styres av John Fredriksen gjennom hans selskap Geveran Trading CO LTD som er hjemmehørende på Kypros, mens det statseide Folketrygdfondet sitter på nest største eierpost. Styret og den øverste ledelsen i selskapet sitter på aksjer som utgjør omkring 1,4 %, der styreleder Ole Erik Lerøy sitter på omlag halvparten av disse aksjene. Utestående aksjer var 410 377 759 per 31.12.14 og det var på dette tidspunkt heller ikke knyttet spesielle begrensninger til Marine Harvest aksjene og dermed utgjør en aksje en stemme på generalforsamlingen.

2.2.4 Historisk kursutvikling



Figur 2-6: Historisk kursutvikling Marine Harvest og historisk utvikling i lakseprisen (Egen figur, data (Yahoo Finance a, (2015) og Fishpool.eu a, (2015))

Selskapet er i dag notert både på Oslo Børs og New York Stock Exchange. Figur 2-6 viser selskapets aksjekurs og lakseprisen. Vi kan se at selskapets aksjekurs har variert mye i perioden fra 2010 til i dag. Variasjonen ser ut til å følge utviklingen i lakseprisen i stor grad, da denne er en av de viktigste driverne for lønnsomhet i oppdrettsbransjen som følge av bedre marginer. Per 21. september står aksjekursen i 106,6 NOK på Oslo Børs, hvilket gir selskapet en markedsbasert egenkapitalverdi på 43,74 milliarder NOK basert på utestående aksjer.

2.3 Konkurrenter

For å forstå dagens situasjon og gjøre gode prediksjoner på fremtiden er det viktig å ha et sammenligningsgrunnlag. I det videre vil vi presentere selskapene vi mener er de største nåværende og potensielle konkurrentene for Marine Harvest. Avslutningsvis vil vi fastsette hvilke selskaper som tas med når vi fastsetter vår bransjedefinisjon.



SalMar er et norsk oppdrettsselskap som gjennom sine 100 konsesjoner i Norge har en produksjonskapasitet på omlag 141 000 tonn atlantisk laks i året (SFI Handbook, 2015).

Sammen med Lerøy har selskapet indirekte eierskap i Scottish Sea Farms Ltd, et av de største oppdrettsselskapene i UK, gjennom 50 % eierskap i selskapet Norskott Havbruk AS. Selskapets egne produksjonsfasiliteter utgjorde i 2014 omlag 8 % av verdens samlede produksjon av atlantisk laks. Verdikjeden strekker seg fra produksjon av egg og smolt til salg og distribusjon av ferdigforedlet laks. Selskapet ønsker at dette skal gi dem synergier og samdriftsfordeler i produksjonen (SalMar årsrapport 2013). Laksen selges til hele verden, men som store deler av produksjonen i Norge, selges mesteparten til Europa. Totale inntekter i 2014 var på omlag 7,2 milliarder NOK, en økning på 15 % fra 2013 (SalMar årsrapport 2013 og 2014).



Lerøy Seafood Group produserer ikke bare atlantisk laks, men virksomheten favner et større spekter og dette gjør selskapet til en sentral eksportør av norsk sjømat. I 2014 utgjorde hel og bearbeidet laks til sammen 75,2 % av den totale omsetningen på 12,2 milliarder NOK (Lerøy årsrapport 2014). Produksjonen av atlantisk laks var i 2014 på omlag 133 000 tonn, hvilket utgjorde 7 % av verdens samlede produksjon. Verdikjeden strekker seg fra produksjon av egg og smolt til prosessering, salg og distribusjon. Selskapet har salgs- og distribusjonssentre i flere av de store internasjonale markedene for sjømat, mens produksjonen er stasjonert i Norge og UK. Lerøy har sammen med SalMar indirekte eierskap i Scottish Sea Farms Ltd gjennom selskapet Norskott Havbruk AS. Hovedmarkedet til Lerøy er EU og står sammen med resten av Europa for

omlag 65 % av omsetningen, men også USA, Canada og Asia utgjør viktige markeder (Lerøy årsrapport 2014).



Cermaq har virksomhet i Chile, Norge og Canada der atlantisk laks utgjør 82 % av omsetningen (Cermaq årsrapport, 2014). I 2014 produserte selskapet 121 000 tonn atlantisk laks, noe som utgjør om lag 6 % av verdens samlede produksjon (SFI Handbook, 2015). Total omsetning var i 2014 på 5,6 milliarder NOK. Verdikjeden strekker seg fra smoltproduksjon til prosessering og noe videreforedling (Cermaq årsrapport 2014). Cermaq var tidligere notert på Oslo Børs, men etter at Mitsubishi Corporations kjøpte selskapet i 2014 ble det tatt av børs i november 2014 (Cermaq årsrapport 2014). Selskapet eide tidligere EWOS, en av verdens største produsenter av fiskefôr, men Cermaq solgte seg ut av selskapet i 2013 (Cermaq årsrapport 2013).



Grieg Seafood ASA er et oppdrettsselskap med en produksjonskapasitet på 63 000 tonn atlantisk laks fordelt på Norge, Nord-Amerika og UK, noe som utgjør 6 % av verdens totale volum i 2014 (SFI Handbook, 2015). Omsetningen har holdt seg stabil på mellom 2 og 2,5 milliarder NOK fra 2010 til 2014. Selskapet har aktivitet i store deler av verdikjeden fra egg og smoltproduksjon til ferdig slaktet laks. Nedstrømsvirksomhet i form av videreforedling har ikke vært et satsingsområde, men selskapet har eierandeler i Ocean Quality AS, et salgsselskap som fra 2015 dekker alle regionene hvor Grieg Seafood opererer. Selskapet leverer laks til alle de største markedene i verden med Europa, Asia og USA som de viktigste (Grieg Seafood årsrapport 2014).



Multiexport foods er det nest største oppdrettsselskapet i Chile etter Marine Harvest. I 2014 var produksjonen av atlantisk laks på omlag 52 200 tonn og selskapet står dermed for 10 % av samlet produksjon i Chile og 3 % av verdens samlede produksjon (SFI Handbook, 2015). Verdikjeden strekker seg fra egg- og smoltproduksjon til prosessering og salg (Multiexport foods årsrapport 2014). Selskapet er ikke bare tilstede i markedene som anses for å være viktig i dag, men også i land hvor veksten er ventet å øke i tiden som kommer. Av markeder

som kan nevnes er det kinesiske, det koreanske og det mellom-amerikanske (Multiexport foods årsrapport 2014). Selskapet hadde i 2014 omsetning tilknyttet atlantisk laks på i underkant av USD 55 millioner, en økning på om lag USD 14,5 millioner fra 2013.

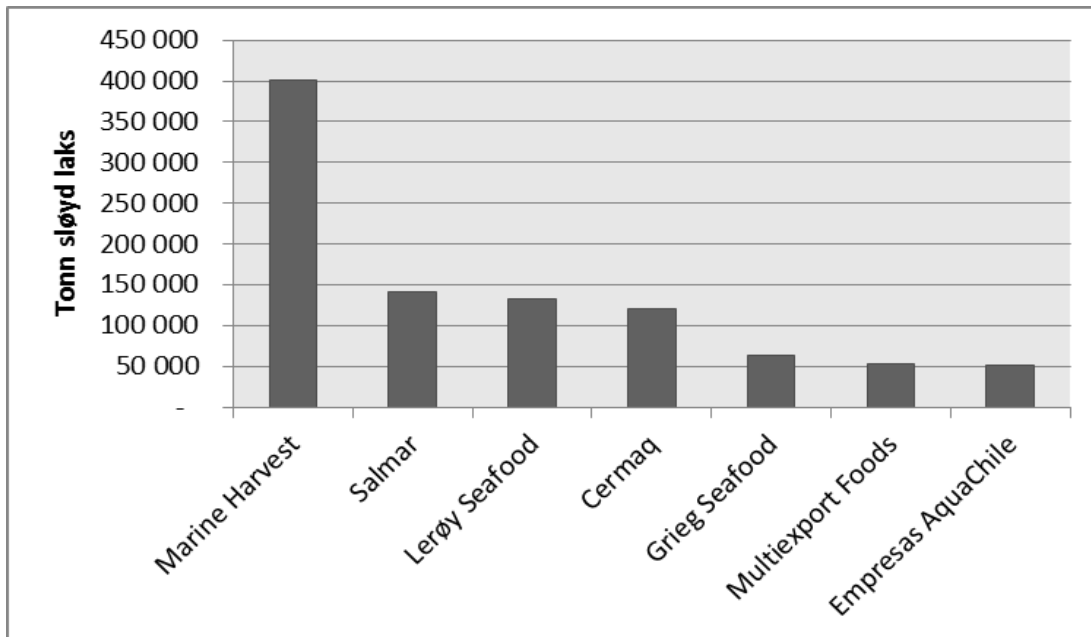


Empresas AquaChile er et svært mangfoldig selskap med produksjon i Chile, Costa-Rica og Panama.

Selskapet har en egen salgsenhet

som er strategisk plassert i USA ettersom det amerikanske markedet antas å være det viktigste for selskapet sammen med det japanske (årsrapport 2013-2014). I 2014 var produksjonen av atlantisk laks på omlag 52 000 tonn og selskapet står dermed for 10 % av samlet produksjon i Chile og 3 % av verdens produksjon (SFI Handbook, 2015). Atlantisk laks utgjorde i 2013 36 % av deres samlede produksjon (Empresas AquaChile årsrapport 2014). Verdikjeden strekker seg fra egg- og smoltproduksjon til prosessering og salg (Empresas AquaChile årsrapport 2013). Selskapet hadde i 2013 inntekter tilknyttet atlantisk laks på totalt USD 200 millioner, hvilket representerer en økning på 39 % fra 2012. Tidlig i 2015 inngikk selskapet fusjonsforhandlinger med Marine Harvest sin chilenske enhet, men forhandlingene ble terminert som følge av at selskapene ikke klarte å bli enige om vilkårene for fusjonen (Marine Harvest Quarterly Material, 2014-2015).

2.3.1 Oppsummering konkurrenter



Figur 2-7: Oversikt over de største produsentene av atlantisk laks (Egen figur og tall fra SFI Handbook, 2015)

Figur 2-7 viser størrelsesforholdet mellom de nevnte konkurrentene i oppdrettsbransjen målt i tonn sløyd laks per år (GWE - Gutted Weight Equivalent). Som vi ser skiller Marine Harvest seg ut som markedsleder med sine i overkant av 400 000 tonn. Deretter følger Salmar, Lerøy Seafood og Cermaq med relativt lik produksjon. Videre kommer Grieg Seafood, etterfulgt av Multiexport Foods og Empresas AquaChile.

2.4 Valg av bransje

Det er som nevnt tidligere viktig å ha målestokk for å vurdere Marine Harvest sin relative lønnsomhet i dag, slik at vi er i stand til å vurdere deres muligheter i fremtiden. Vi vil derfor fastsette en målestokk på bakgrunn av de komparative selskapene vi mener passer best.

En forutsetning for å inngå i bransjetallene er at de kan sammenlignes med Marine Harvest. Alle de overnevnte selskapene er i stor grad sammenlignbar med Marine Harvest, både fordi selskapene kontrollerer deler av verdikjeden, men også på grunn av betydelige markedsandeler i deres lokale markeder og på verdensbasis. Marine Harvest har som eneste selskap fôr som en del av sin verdikjede, hvilket skiller dem fra alle de andre selskapene i bransjen. Ettersom fôrenheten representerer en relativt ny investering og selskapet bare er selvforsynt i deler av produksjonen, anser vi dette for å være en uproblematisk forskjell.

Et annet viktig moment er at selskapene benytter regnskapsprinsipper som ikke avviker for mye fra IFRS, hvilket er det regnskapsspråket som Marine Harvest benytter. SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Cermaq benytter alle IFRS i sine konsernregnskaper, hvilket gjør regnskapene i stor grad sammenlignbare. Multiexport Foods benytter IFRS i sin regnskapsføring, men som følge av at regnskapsinformasjonen bare foreligger på spansk gjør dette arbeidet med å inkludere tallene så utfordrende at vi har valgt å utelate disse. Empresas AquaChile benytter IFRS i sin regnskapsføring, men selskapet produserer så lite atlantisk laks på verdensbasis at det ikke gir noen merverdi å inkludere dette selskapet i bransjetallene. Dermed består vår bransje av Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Cermaq.

3. Valg av metode for verdivurdering

I dette kapittelet skal vi gi en kort innføring i de ulike metodene vi kan ta utgangspunkt i ved verdivurdering av Marine Harvest. Vi kommer til å drøfte metodenes styrker og svakheter, og på bakgrunn av dette velge metoder som benyttes i vår analyse. Avslutningsvis vil vi gi en mer grundig innføring i den metoden vi velger å fokusere på.

3.1 Oversikt over metoder for verdsettelse

Når et selskap skal verdivurderes er det ifølge Penman (2013) grovt sett tre ulike metoder for verdivurdering man kan ta utgangspunkt i; fundamentale, komparative og opsjonsbaserte metoder. Vi vil gå inn på de forskjellige metodene før vi faller ned på valg av metode til bruk i denne masterutredningen.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Verdien på en aksje på bakgrunn av hvilken avkastning aksjen er forventet å generere fremover. Når egenkapitalverdien skal fastsettes kan man ifølge Penman (2013) dermed ikke unngå å benytte informasjon om selskapet og faktorer som er forventet å påvirke selskapets evne til å levere resultater. Penman (2013) nevner fundamental verdivurdering som den metoden hvor man analyserer informasjon, gir en prognose på fremtidig avkastning på bakgrunn av denne informasjonen før man til slutt finner en korrekt verdi basert på prognosene.

Som nevnt har fundamental verdivurdering en mer helhetlig tilnærming og Penman (2013) nevner fem steg som bør inngå i analysen. For det første bør man kjenne selskapet og forstå bransjen det opererer i. Videre må man kunne analysere informasjonen i regnskapet og bruke kunnskapen man har tilegnet seg om selskapet. På bakgrunn av analysene må man kunne stille prognoser på fremtidig avkastning, for deretter å konvertere prognosene til et verdiesimat ved bruk av neddiskontering. Til slutt gjenstår investeringsbeslutningen om kjøp eller salg på bakgrunn av dagens aksjekurs og det verdiesimatet man har kommet frem til.

Innenfor fundamental verdivurdering finnes det to ulike metoder som bygger på samme prinsipielle tilnærming, men fremgangsmåten er litt forskjellig. Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen direkte ved å neddiskontere prognostiserte kapitalstrømmer til egenkapitalen. På den annen side verdsetter selskapskapitalmetoden egenkapitalen indirekte ved å neddiskontere prognostiserte kapitalstrømmer til selskapet. Deretter korrigeres selskapsverdien for gjelden og man har et verdiestimat på egenkapitalen.

Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen ved bruk av den fremtidige strømmen av verdier til aksjonærene direkte ved å neddiskontere for eksempel fri kontantstrøm til egenkapitalen med egenkapitalkravet (Damodaran, 2012). Det kan ved første øyekast virke som at egenkapitalmetoden er veldig ulik den enklere fremgangsmåten hvor man verdsetter en aksje basert på forventet fremtidig utbytte. Dette er imidlertid ikke korrekt da egenkapitalmetoden verdsetter potensielt utbytte og ikke faktisk utbytte direkte (Damodaran, 2012).

Ifølge Koller et al. (2010) er den frie kontantstrømmen til egenkapitalen gitt ved årets driftsresultat justert for endring i netto driftseiendeler, netto finansresultat og endring i netto finansiell gjeld. Den mest vanlige kapitalflyten å ta utgangspunkt i er den nevnte frie kontantstrømmen, men også utbytte, superprofitt og superprofittvekst er størrelser som vil gi et tilsvarende estimat (Knivsflå, 2015). Under følger formelen for egenkapitalverdien ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen. Slik formelen er satt opp bygger den på den forutsetning at det foreligger konstant vekst i tiden fra T+1 til uendelig.

$$VEK_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)(ek - v)}$$

VEK_0 = Verdien av egenkapitalen ved tidspunkt 0

FKE_t = Fri kontantstrøm til egenkapitalen ved tidspunkt t

ek_k_t = Avkastningskravet til egenkapitalen ved tidspunkt t

v = Egenkapitalvekst

Figur 3-1: Egenkapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm til egenkapitalen (Knivsflå, 2015)

Selskapskapitalmetoden

I motsetning til egenkapitalmetoden, verdsetter selskapskapitalmetoden egenkapitalen indirekte. Dette gjennomføres ved at for eksempel den frie kontantstrømmen fra drift neddiskonteres ved bruk av et vektet avkastningskrav eller WACC for å finne selskapsverdien (Koller et al. 2010). Deretter blir den andelen av selskapsverdien som er knyttet til kreditorer og minoritetsinteresser trukket fra slik at vi får et estimat på egenkapitalverdien (Koller et al. 2010). Innenfor selskapskapitalmetoden er det vanlig å fokusere enten på sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Fremgangsmåtene er ifølge Knivsflå (2015m) ekvivalente og verdiestimatet blir identisk så lenge vektingen i kravene er korrekt. Fri kontantstrøm fra drift, som er kapitalflyten til driftskapitalen, er gitt ved netto driftsresultat og endring i netto driftseiendeler. Under følger formelen for egenkapitalverdien ved bruk av selskapskapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm fra drift. Formelen er satt opp på samme måte som ved bruk av den direkte metoden og bygger på samme forutsetning om konstant vekst ved T+1.

$$VEK_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FKD_t}{(1+WACC_1) * \dots * (1+WACC_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+WACC_1) * \dots * (1+WACC_T) * (WACC - ndv)} - NFG_0$$

$VEK_0 =$ Verdien av egenkapitalen ved tidspunkt 0

$FKD_t =$ Fri kontantstrøm fra driften ved tidspunkt t

$WACC_t =$ Verdivektet avkastningskrav ved tidspunkt t

$ndv =$ Vekst i netto driftskapital

$NFG_0 =$ Netto finansiell ved tidspunkt 0

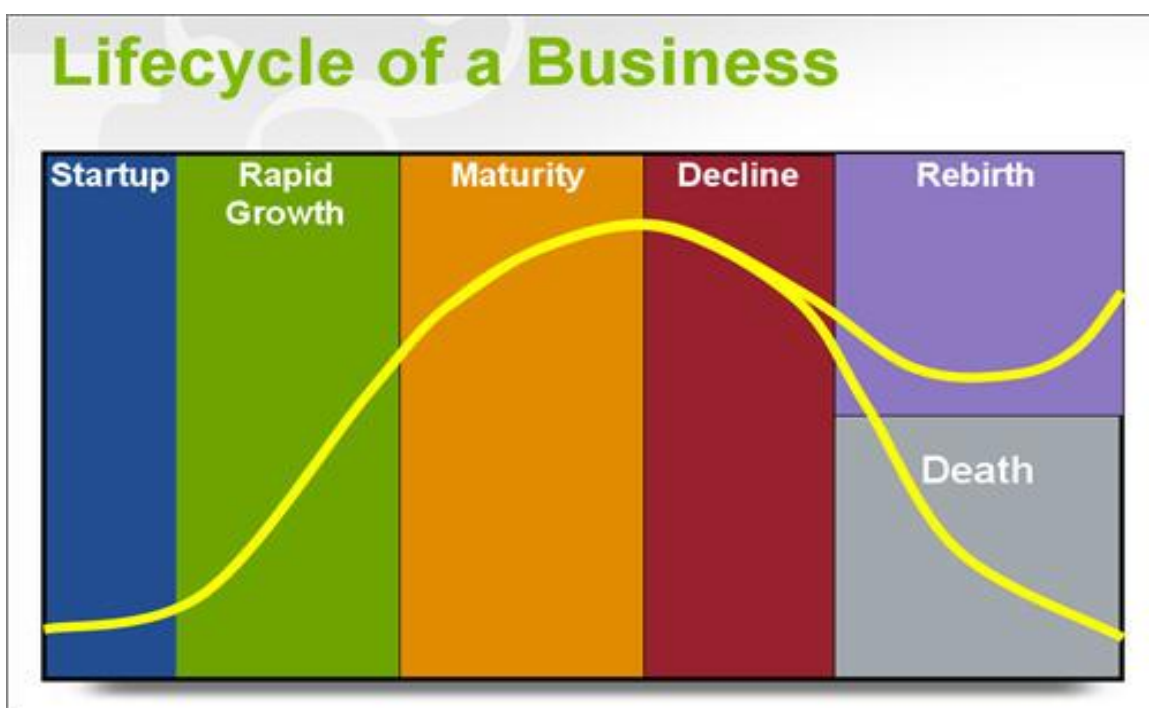
Figur 3-2: Selskapskapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm fra drift (Knivsflå, 2015m)

På samme måte som for egenkapitalmetoden er det mulig å ta utgangspunkt i en annen kapitalflyt enn fri kontantstrøm, for eksempel utbytte, superprofitt eller endring i superprofitt, da enten med fokus på sysselsatt kapital eller netto driftskapital.

Fellesnevneren for både den direkte og den indirekte metoden er behovet for en prognose på hvordan kapitalstrømmene vil bli i fremtiden. Dette er krevende å komme med gode prognoser på fremtiden, både med tanke på tid og hvilken innsikt som kreves av de som gjennomfører analysene. I motsetning til de andre verdsettelsesmetodene gir det

fundamentale rammeverket verdifull innsikt i selskapet slik at man i større grad er i stand til å vurdere forutsetningene som legges til grunn for estimatene. Som følge av at metoden er tidskrevende og omstendelig er det en metode som benyttes mindre i praksis av analytikere.

En god fundamental analyse stiller krav til informasjonstilgang, da spesielt finansielle data for analyseperioden. Dette fører til at metoden egner seg best til bruk på selskaper i den modne fasen av livssyklusen slik figur 3-3 under viser, blant annet på grunn av mer stabile finansielle data. Ettersom det ikke er mulig å estimere kontantstrømmer inn i evigheten er det vanlig å avslutte ved å fastsette en horisontverdi som verdsetter egenkapitalen ut over budsjettperioden (Damodaran, 2012). Som figurene 3-1 og 3-2 viser inneholder begge metodene et slikt horisontledd. Koller et al. (2010) forklarer at den direkte og den indirekte metoden skal gi identiske resultatet ved riktig bruk, men det er utfordrende å sammenstille egenkapitalens kapitalstrømmer med et rett egenkapitalkrav. Koller et al. (2010) anbefaler derfor å benytte den indirekte metoden for å få et mest mulig korrekt verdiesimat.



Figur 3-3: Selskapets livssyklus (Bersin, 2008)

Ved bruk av fundamental verdsettelse gjør analytikeren eksplisitt rede for de antakelser og forutsetninger som legges til grunn for verdsettelsen. Dette gjør det mulig for brukerne av analysene å vurdere om de er enig i disse og eventuelt gjøre mindre tilpasninger. En annen

fordel er at man heller ikke påvirkes av eventuell feilprising i markedet og dermed vil en slik analyse kunne være hensiktsmessig ved verdsettelse av langsiktige investeringer.

Det er to parametere som har spesielt stor innvirkning på verdiestimatet man oppnår gjennom en fundamental verdsettelse; vekstraten for kontantstrømmen og diskonteringsrenten. Disse parameterne er i stor grad fastsatt gjennom skjønnsmessige vurderinger og dermed kan verdiestimatet reflektere eventuelle bias hos dem som utarbeider parameterne (Kaldestad og Møller, 2011). Forskning viser at individer har en tendens til å være for optimistiske i vurderingen av positive tendenser og for pessimistiske i vurderingen av negative trender, noe som gjør at slike vurderinger vil påvirkes subjektivt (Kaldestad og Møller, 2011).

Fundamental verdsettelse forutsetter at det gjennomføres prognoser på selskapets frie kontantstrøm i fremtiden. Det er mange ulike årsaker til at det kan være vanskelig å prognostisere den fremtidige utviklingen for et selskap. For selskaper i nedgangstid, med negativ fri kontantstrøm eller hvor det er sannsynlighet for konkurs er det spesielt vanskelig å forutse fremtiden og verdien av egenkapitalen kan gjerne ikke fastsettes ved bruk av en slik metode (Penman, 2013). I selskaper som opplever sterk vekst eller restrukturering vil de historiske tallene gjerne være lite representative for fremtiden slik at analysegrunnlaget blir dårligere. Ved verddivurdering av et syklisk selskap kan man støte på lignende problemer. Dette løses gjerne ved å normalisere regnskapstallene, da det vil være svært krevende for en analytiker å forutse hvordan svingningene vil bli i fremtiden. Et problem man da støter på er risikoen for å implementere målefeil i tallene. En konsekvens av dette er at usikkerheten knyttet til verdiestimatet blir større enn om virksomheten hadde generert en mer forutsigbar kontantstrøm over tid.

Damodaran (2012) anbefaler å gjennomføre en analyse av usikkerheten knyttet til det estimerte verdiestimatet mot slutten av prosessen. Årsaken til dette er at man gjennom den fundamentale verddivurderingen foretar en rekke valg av ulike parameterverdier som legger forutsetninger for det verdiestimatet man oppnår. Som analytiker er det dermed interessant å vite hvordan verdiestimatet endrer seg ved endrede parameterverdier. Damodaran (2012) anbefaler analyser av typen sensitivitetsanalyser og simulering.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

I motsetning til fundamental verdsettelse hvor man finner verdien av egenkapitalen ved fokus på verdiflyt, tar man ved komparativ verdsettelse utgangspunkt i hvordan tilsvarende verdier er priset i markedet (Damodaran, 2012). Komparativ verdsettelse består ifølge Knivsflå (2015a) av to ulike modeller, multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen finner man et verdiestimat på selskapet man ønsker å verdivurdere, med utgangspunkt i multipler eller forholdstall fra komparative selskaper i bransjen. Multipler er forholdstall der aksjeprisen blir målt relativt til størrelser i finansregnskapet som driftsresultat, bokført verdi eller kontantstrøm (Damodaran, 2012). Penman (2013) forklarer modellen ved å ta utgangspunkt i tre steg. Først må man finne selskaper som har tilnærmet lik drift som selskapet som skal verdsettes. Deretter identifiseres de størrelsene i regnskapet som skal måles relativt til aksjeprisen slik at man finner et eller flere forholdstall. Til slutt tar man medianen eller gjennomsnittet av valgte forholdstall og multipliserer dette med den aktuelle verdien hos målselskapet slik at man får et verdiestimat på målselskapet. Denne modellen bygger på en antakelse om at selv om enkeltselskaper er feilpriset vil gjennomsnittet i bransjen være riktig priset. Det er når feilprisingene korrigeres at man kan høste verdiene av en multiplert verdsettelse. Samtidig har denne metoden en svakhet i at dersom hele markedet er feilpriset vil også målselskapet prises feil. Det sistnevnte er et fenomen som er aktuelt når det er bobler i markedet, slik tilfellet var før IT-boblen sprakk i 2001.

Multiplikatormodellen er billig å gjennomføre, da den hverken krever mye tid eller informasjon om bransjen eller målselskapet. Damodaran (2012) trekker også frem det forhold at det er lettere for kunder og klienter å forstå gjennomføringen av og resultatene fra en slik analyse. Begge disse forholdene fører til at det er en metode som er mye benyttet i praksis. Det er imidlertid en del fallgruver ved bruk av denne modellen og Damodaran (2012) trekker frem det å finne komparative selskaper som er like nok målselskapet som den største utfordringen. Ifølge Penman (2013) vil det jo flere selskaper som defineres som komparative bli mindre sannsynlig med feil, mens det på den andre siden er lite sannsynlig at alle disse selskapene faktisk er like nok. Det er imidlertid uklart hvilket av disse forholdene som veier tyngst. Selv i egen bransje kan det være problematisk å finne selskaper som er like

nok til at analysen gir gode estimater. Dette kan føre til at analytikere i stor grad kan styre resultatene fra analysene på bakgrunn av hvilke selskaper det tas utgangspunkt i. Damodaran (2012) trekker frem det faktum at analyser basert på multipler i stor grad gir et bilde av dagens markedssituasjon, men at analysene ikke nødvendigvis gir gode estimater på fremtidig verdi. Dette kan gjøre det aktuelt å benytte en kombinasjon av multipler og fundamental analyse for å få en så korrekt verdsettelse som mulig.

Substansverdimodellen

Denne modellen estimerer egenkapitalverdien ved å identifisere og verdsette alle eiendeler, for deretter å trekke fra selskapets gjeldsforpliktelser (Penman, 2013). Selv om modellen fremstår som enkel i bruk er den ikke veldig utbredt i praksis som følge av at den har en tendens til å undervurdere den virkelige verdien av egenkapitalen. Årsaken til dette er blant annet den utfordringen det representerer å skulle verdsette de eiendelene som er balanseført til historisk kost. For slike eiendeler vil den bokførte historiske kost verdien sjelden reflektere den virkelige verdien og det er derfor utfordrende å fastsette en rimelig verdi, da det ofte er usikkert hvilken fremtidig verdi eiendelene vil generere (Penman, 2013). Damodaran (2012) konkluderer med at dette, kombinert med utfordringene knyttet til å identifisere og verdivurdere immaterielle eiendeler, er hovedårsaken til at modellen ofte undervurderer egenkapitalverdien. IFRS stiller strenge krav til balanseføring av eiendeler og forpliktelser, blant annet må den fremtidige verdien kunne måles pålitelig. For enkelte immaterielle verdier vil usikkerheten knyttet til fremtidig verdistrøm være så stor at kriteriene for balanseføring ikke innfris (Kvifte og Johnsen, 2008). Når disse størrelsene som representerer en verdi ikke kan balanseføres, vil balansen gi et uriktig bilde av selskapets verdi.

Analytikeren forsøker da å justere de balanseførte regnskapstallene til den mest mulig korrekte verdien ved bruk av markedsverdier, dersom det foreligger slike. Det er imidlertid utfordrende å fastsette en verdi på immaterielle verdier eller andre bedriftsspesifikke verdier, da det sjeldent foreligger markedsverdier for slike (Penman, 2013). Etter IFRS blir bare slike størrelser balanseført i den grad de forekommer som følge av en markedstransaksjon mellom parter på armlengdes avstand, da dette er regnet for å være en verdibekreftende transaksjon (Penman, 2013). En annen utfordring er at det sjelden er samsvar mellom salgsverdi og den driftsverdien en eiendel representerer i bedriften. Denne metoden er imidlertid relevant ved verdivurdering av konkursbo eller likvidasjon. Årsaken er at selskapets merverdier i form av

synergier og immaterielle eiendeler gjerne er marginale eller tapt, og alle selskapets eiendeler omsettes til en lavere verdi enn hva som ville vært mulig under mer «normale» omstendigheter (Koller et al. 2010).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse representerer et supplement til fundamental verdivurdering, da denne metoden bygger på den antakelsen om at verdien av et selskap er høyere enn nåverdien av den forventede kontantstrømmen dersom denne er betinget av en eller flere fremtidige hendelser (Damodaran, 2012). Den skiller seg fra de to andre metodene ved at den ikke verdsetter selve selskapet, men muligheter som selskapet har, men som det ikke er pliktig å benytte seg av. Slike muligheter kalles i litteraturen for realopsjoner og tanken bak er at kontantstrømmen alene ikke reflekterer verdien av særlig fleksibilitet som uutnyttet potensiale eller mulighet for å utvide eller legge ned et prosjekt dersom det er ønskelig. I oppdrettsnæringen kan det være nærliggende å tenke seg at en uutnyttet konsesjon utgjør en realopsjon fordi man kan velge å benytte seg av denne dersom det er ønskelig.

Opsjonsbasert verdsettelse består i hovedsak av to steg, der det første steget er å gjennomføre en fundamental verdivurdering som forklart tidligere. Det neste steget innebærer å verdsette den særlige fleksibiliteten enten ved bruk av Black and Scholes modell for opsjonsprising eller binomiske modeller (Damodaran, 2012). Egenkapitalverdien utgjør dermed summen av estimatet fra den fundamentale analysen og verdien av særlig fleksibilitet.

Det er ofte svært vanskelig å gjennomføre analyser av særlig fleksibilitet, og usikkerheten knyttet til det endelige estimatet ofte er stor, spesielt gjelder dette realopsjoner da disse i liten grad handles på en organisert markedsplass. Verdien er ofte størst dersom usikkerheten knyttet til fremtidig utvikling er stor og fleksibiliteten blir tilsvarende stor, mens mulighetene for realopsjoner er begrenset i stabile bransjer.

Hvorvidt det er relevant å benytte seg av realopsjoner i verdsettelsen vil i stor grad være avhengig av om slike muligheter faktisk finnes i det aktuelle selskapet eller bransjen. I oppdrettsbransjen er det ikke så utbredt med realopsjoner, da de fleste konsesjoner i større eller mindre grad blir utnyttet og representerer allerede en verdi som fanges opp. I tillegg har

ikke en konsesjon for å drive oppdrett en egenverdi for selskapet utover muligheten den gir til å kunne produsere en gitt biomasse laks på en gitt godkjent lokalitet (Laksetildelingsforskriften, 2014).

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

Som nevnt tidligere er ikke de ulike metodene gjensidig utelukkende og Damodaran (2012) understreker at man gjerne må benytte flere av metodene for å få et godt verdiestimat. Det er mange faktorer som spiller inn i valg av metode, blant annet komparative selskaper, tidshorisont for analysen, hva som er hensikten med analysen, hvor selskapet befinner seg i livssyklusen og informasjon tilgjengelig (Damodaran, 2012). Kaldestad og Møller (2011) mener at en kombinasjon av en markedsbasert metode og en metode basert på fremtidig fri kontantstrøm vil kunne gi det mest pålitelige estimatet. Videre trekker Kaldestad og Møller (2011) frem en rekke forhold som taler for at en metode basert på den frie kontantstrømmen bør være utgangspunktet for enhver verddivurdering; Blant annet blir risikofrie statsobligasjoner priset på denne måten og dermed er det ikke noe forhold som taler for at metoden ikke kan benyttes også for prising av aksjer. Videre fokuserer markedet i stor grad på fremtidig kontantstrøm og for mange selskaper er det slik at så mye som 75 % av potensialet for verdi er forventet å bli realisert om mer enn fem år.

3.2.1 Komparative selskaper

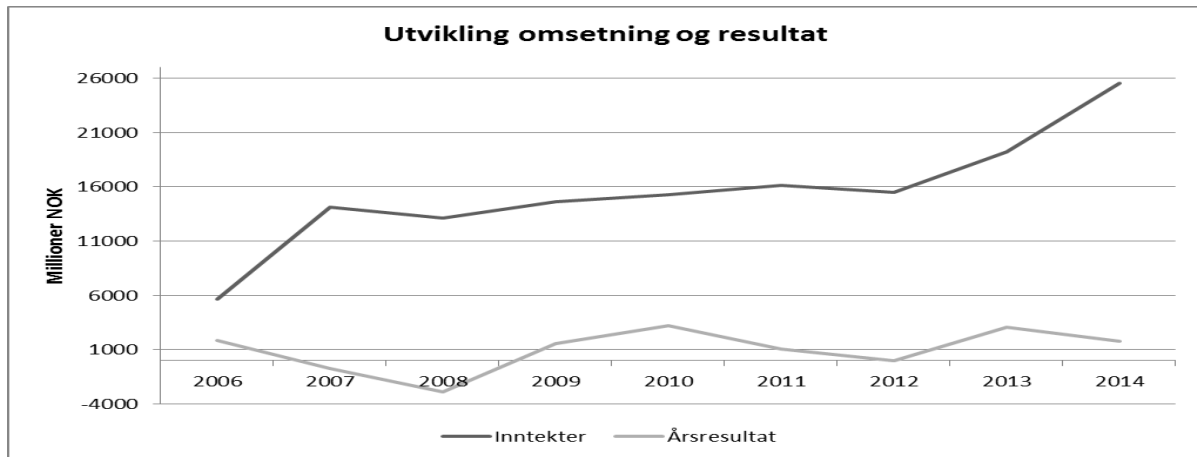
Det finnes som nevnt tidligere flere store selskaper som driver med oppdrett av atlantisk laks, men ingen andre selskaper har integrert både opp- og nedstrøms virksomhet i like stor grad som Marine Harvest. Dette fører til at selskapet skiller seg fra de fleste andre i bransjen slik at multipler ikke nødvendigvis vil gi et godt verdiestimat på egenkapitalen. På den annen side er alle selskapene i bransjen med unntak av Cermaq børsnotert, hvilke fører til at aksjene handles med relativt høy frekvens og er underlagt det samme regime for rapportering som Marine Harvest. Dette fører til at prisingen blir så rett som den kan bli med den informasjonen som er tilgjengelig, slik at aksjeprisen i komparative selskaper ikke representerer en svakhet ved bruk av multipler. Om dette forholdet veier opp for at selskapene i bransjen ikke er integrert i like stor grad som Marine Harvest er noe usikkert.

3.2.2 Fase i livssyklusen

Et selskap i startfasen har ganske lave eller ingen inntekter. Dette kombinert med ingen informasjon om historisk drift gjør det vanskelig å verdsette slike selskaper uansett hvilken metode som benyttes. Regnskapstallene er videre veldig lite representative for fremtiden. Dersom det finnes komparative selskaper vil gjerne en multiplikatormodell brukes i denne delen av syklusen (Kaldestad og Møller, 2011).

Et selskap i den modne fasen opplever gjerne mer stabile inntekter og en mer forutsigbar vekst. Det foreligger bedre tall på den historiske driften og det finnes gjerne et bredere utvalg av komparative selskaper. I denne fasen er flere metoder for verdsettelse som kan være aktuelle. I denne fasen vil fundamental analyse være et godt alternativ, men dette utelukker ikke bruken av komparative analyser (Damodaran, 2012). Marine Harvest har gode historiske regnskapstall og slik vi vurderer dagens markedssituasjon er vekstutsiktene stabile på tilbudssiden. Utfordringen for Marine Harvest og resten av oppdrettsbransjen er bransjens sykliske karakter som kan gi en noe ustabil inntjening.

Av figur 3-4 under ser vi hvordan den historiske utviklingen i omsetning og årsresultat har vært i Marine Harvest de siste ti årene. Med enkelte unntak ser vi at selskapet har opplevd jevn og stabilt god vekst gjennom perioden. Dette taler for at selskapet er inne i en moden fase. Fram til i dag har veksten i stor grad blitt drevet av oppkjøp av andre selskaper og deres konsesjoner, eller tildeling av nye konsesjoner fra myndighetene. Som følge av store sykdomsutbrudd og mye lakselus på grunn av at biologiske grenser har blitt krysset, har myndighetene redusert tildelingen av konsesjoner betydelig. For å få nye konsesjoner og sikre videre vekst må selskapene drive teknologisk utvikling som skal sikre bærekraftig oppdrett. Alternativt kan videre vekst gjøres ved videre konsolidering. Som følge av erfaringer knyttet til den dårlige reguleringen av oppdrettsbransjen i Chile, følges bransjen nå tett av myndighetene i de fleste land. Denne begrensningen i vekst på tilbudssiden taler også for at Marine Harvest er i en moden fase.



Figur 3-4: Utvikling omsetning og profitt Marine Harvest

3.2.3 Tilgang på informasjon

De ulike metodene stiller til dels ulike krav til informasjon. En fundamental analyse stiller strenge krav til informasjon om bransjen og historisk utvikling for å kunne komme med gode estimater på fremtidig utvikling. Komparativ analyse stiller krav til informasjon om komparative selskaper for å kunne vurdere hvilke multipler som er best egnet for å estimere målselskapets egenkapitalverdi. Ettersom alle komparative selskaper med unntak av Cermaq er børsnoterte har vi god tilgang på årsrapporter og finansielle data, og vi har dermed så god tilgang på informasjon at dette ikke virker begrensende for hvilke metoder som kan benyttes.

Gode historiske regnskapstall i kombinasjon med at selskapet er inne i en moden fase taler for bruk av fundamental verdsettelse. På den annen side er lakseoppdrett en syklisk bransje hvor resultatene i stor grad svinger fra år til år. Dette kan gjøre det utfordrende å prognostisere den frie kontantstrømmen og dermed gi et godt estimat på egenkapitalen. Dette kan løses ved å velge en noe lengre budsjetteringsperiode, hvilket vi kommer mer inn på senere.

På bakgrunn av diskusjonene om komparative selskaper, fase i livssyklusen og tilgang på informasjon, velger vi å benytte fundamental verdivurdering med komparativ verdsettelse i form av multipler, som supplement. Et bredere analysegrunnlag vil gjøre oss bedre i stand til å fastsette et korrekt verdiestimat for egenkapitalen i Marine Harvest, selv om det er urimelig å forvente identiske verdiestimater. Med relativt god tilgang på komparative virksomheter vil ikke tallmaterialet bli et stort problem.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Vi vil i denne utredningen benytte oss av Penman (2013) sitt oppsett for fundamental verdivurdering. Dette har en oppbygning bestående av fem punkter som presenteres kort i det følgende.

1. Bli kjent med selskapet og bransjen - strategisk analyse
2. Analysere informasjon - regnskapsanalyse
3. Utarbeide fremtidsregnskap
4. Beregne verdierestimater basert på fremtidsregnskapet
5. Handel på bakgrunn av verdierestimat

Det første punktet i rammeverket er å bli kjent med selskapet og bransjen ved å gjennomføre en strategisk analyse (Penman, 2013). En slik analyse gir innsikt i om det er spesielle faktorer i makroomgivelsene, bransjen eller internt i selskapet som vil påvirke selskapets verdiskapning i fremtiden. Videre gir den også innsikt i hvilke risikoer som kan true slik lønnsomhet og om de forhold som taler for at forutsetningen om fortsatt drift er urimelig å legge til grunn. Hensikten med analysen er altså primært å opparbeide seg kvalitativ innsikt i faktorer som kan påvirke selskapets inntjening i fremtiden og den representerer således et viktig steg på veien mot å utarbeide et fremtidsregnskap og estimere selskapets egenkapitalverdi. Mens det er kapitalmarkedet som bestemmer alternativavkastningen representert ved avkastningskravet, vil selskapets eget lønnsomhetspotensiale bestemmes av de strategiske valgene (Palepu et al., 2013).

Etter den strategiske analysen begynner man som analytiker å få god kjennskap til selskapet og dets forretningsmessige drift. Det neste steget innebærer å analysere informasjon og gjennomføre regnskapsanalyse av selskapet. En slik analyse har to ulike målsetninger; den første er å vurdere hvorvidt regnskapet reflekterer de underliggende økonomiske realitetene, mens den andre er å analysere de historiske regnskapstallene slik at det er mulig å forstå hva som historisk sett har drevet lønnsomheten (Palepu et al., 2013). Som følge av strenge regler for å kunne balanseføre, spesielt etter IFRS, samt skjønsmessige regnskapsvurderinger foretatt av ledelsen, kan regnskapet til dels gi et annet bilde av lønnsomheten enn det de underliggende økonomiske realitetene skulle tilsi. For å gjennomføre de analysene vi ønsker må regnskapstallene omgrupperes og justeres, slik at tallene blir mer investororienterte. Som en del av denne prosessen er det viktig å skille drift fra finans, samt normale og unormale

poster, da det er den normaliserte inntjeningen fra driften som er mest interessant for fremtiden. Ved senere utarbeidelse av fremtidsregnskapet er unormale poster ikke relevante, da de per definisjon ikke er forventet å gjenta seg.

Det tredje punktet innebærer å bruke kunnskapen fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å utarbeide fremtidsregnskap for selskapet (Palepu et al., 2013). Dette innebærer å utarbeide prognoser på hvordan man tror den økonomiske utviklingen i selskapet, og da spesielt driften, vil bli ved å benytte kunnskap fra analysene. Denne prosessen består i å utarbeide et fremtidsregnskap frem mot en horisontverdi hvor det antas at selskapet kommer i en stabil tilstand eller «steady state» med konstant vekst. På bakgrunn av fremtidsregnskapet fastsettes den verdiflyten som skal neddiskonteres ved bruk av et korrekt avkastningskrav under punkt fire.

Dette punktet innebærer å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen basert på den prognostiserte verdiflyten fra steg tre (Penman, 2013). Dette gjennomføres ved å neddiskontere den prognostiserte verdiflyten ved bruk av det korrekte avkastningskravet. Hensikten med neddiskontering er å ta hensyn til pengenes tidsverdi og risikojustere tallene for deres alternativavkastning (Penman, 2013). Etter dette steget kan det være naturlig å gjennomføre en multippel analyse og sammenligne resultatene fra denne analysen med verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen.

Det siste punktet i den fundamentale analysen er å avgjøre hvilken handelsstrategi som anbefales på bakgrunn av det verdiestimatet man oppnår. For å kunne anbefale en handelsstrategi må dagens aksjekurs sammenlignes med det verdiestimatet som er oppnådd.

4. Strategisk analyse

I dette kapittelet vil vi kartlegge og analysere den strategiske posisjonen Marine Harvest har i oppdrettsbransjen, samt hvilke forhold som er ventet å påvirke bransjen fremover. Formålet med den strategiske analysen er å skaffe kvalitativ innsikt i forhold, både eksterne og interne, som kan påvirke selskapets verdiskapning over budsjettperioden. Den strategiske analysen gir således viktig kvalitativ innsikt som vi kan benytte oss av i det videre arbeidet med den fundamentale verdivurderingen, da den gir bedre grunnlag for å estimere den frie kontantstrømmen i Marine Harvest.

Den strategiske analysen vil ta utgangspunkt i selskapets viktigste uttalte strategiske satsning, nemlig «become a world-leading, integrated provider of seafood protein» og dette skal selskapet klare «by capitalizing on our integrated value chain and be the leader in three key areas - salmon feed, salmon farming and meeting the needs of the market» (Marine Harvest årsrapport, 2014, side 8). Ved å ha en så integrert verdikjede som mulig kan selskapet i større grad kontrollere sine kostnader og kapitalisere på dette.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Den strategiske analysen begynner med en overordnet analyse hvor PESTEL-rammeverket blir brukt for å se hvilke makrofaktorer som har innvirkning på oppdrettsbransjen. For å kartlegge bransjespesifikke forhold vil vi benytte Porter sitt rammeverk som gir oss innsikt i hvilke konkurransekrefter bransjen er eksponert for. I analysen av de interne ressursene vil vi benytte SVIMA-rammeverket som gjør det mulig for oss å vurdere om Marine Harvest er i besittelse av unike ressurser som kan gi dem en varig fordel relativt til bransjen. Avslutningsvis vil vi benytte SWOT-rammeverket for kort å oppsummere de viktigste styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene for selskapet. Felles for alle disse rammeverkene er at de gir kvalitativ innsikt i forhold som preger lønnsomheten og vekstmulighetene i oppdrettsbransjen og Marine Harvest.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

4.2.1 PESTEL

En PESTEL-analyse er et nyttig verktøy for å kartlegge makroomgivelsene til oppdrettsbransjen (Johnson et al., 2011). Analysen er ikke dynamisk i så måte at den sier noe om utviklingen i makroomgivelsene, men den gir innsikt i hvordan dagens situasjon er og dermed hva som kan bli viktig også i fremtiden. Forholdene som inngår i PESTEL er: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og legale forhold (Johnson et al., 2011).

Politiske og miljømessige faktorer

For å gjøre en avgrensning menes det i denne sammenheng politiske beslutninger og hendelser som kan påvirke bransjen, mens miljømessige faktorer er de som er gitt fra naturens side.

Som følge av en del begrensninger fra naturens side er det bare i enkelte land og områder at forholdene for å drive oppdrett av atlantisk laks er optimale. Forhold som sjøtemperatur og nærhet til markedet har ført til at det hovedsakelig drives oppdrett i Chile, Norge, Skottland og Canada. Marine Harvest har som verdens største produsent av atlantisk laks lokaliteter i alle disse områdene. I 2014 kom i underkant av halvparten (ca. 46 %) av selskapets globale tilbud av atlantisk laks fra områder utenfor Norge (Marine Harvest årsrapport 2014).

Produksjon og salg på tvers av landegrensene fører til en rekke problemstillinger som man ellers ikke vil være eksponert for. Handelsbarrierer, eksport- og importforbud eller strengere miljøkrav er alle faktorer som kan påvirke selskapets mulighet til å drive lønnsomt (Giskeødegård, 2014). I Norge har det blitt åpnet for tildeling av såkalte «grønne» konsesjoner hvor det stilles strengere krav til bærekraftighet og miljøvennlig teknologi i produksjonen (Furuset, 2014). Chile fikk oppleve konsekvensene av et lite bærekraftig havbruk, da bransjen som et resultat av dette opplevde store sykdomsutbrudd. Manglende reguleringer førte derfor til at næringen, som var på vei forbi Norge i størrelse, ble lagt i grus (Alvial et al., 2012). Dette ble god erfaring for resten av næringen, da den kan lære av feilene som Chile gjorde i sin forvaltning. Dersom grønne konsesjoner blir en suksess i Norge er det ikke urimelig at slike tiltak også kan bli innført i andre land. Slike tiltak vil

være viktig for bærekraftig produksjon, men det er også svært kostnadskrevende og dermed kan lønnsomheten bli truet.

Hva gjelder importforbud blir norsk laks stadig boikottet av Kina som følge av tildelingen av Nobels fredspris til Liu Xiaobo, mens Russland innførte totalforbud mot import av norsk laks som følge av EU sine restriksjoner mot Russland i kjølevannet av konflikten i Ukraina (Lysvold, 2014 og Mathiesen, 2015). Dette kan true lønnsomheten på flere måter. Stengte markeder kan føre til at prisene i andre områder blir lavere som følge av tilbudsoverskudd, og selskapene kan risikere å måtte destruere fisk de ikke får solgt.

Økonomiske faktorer

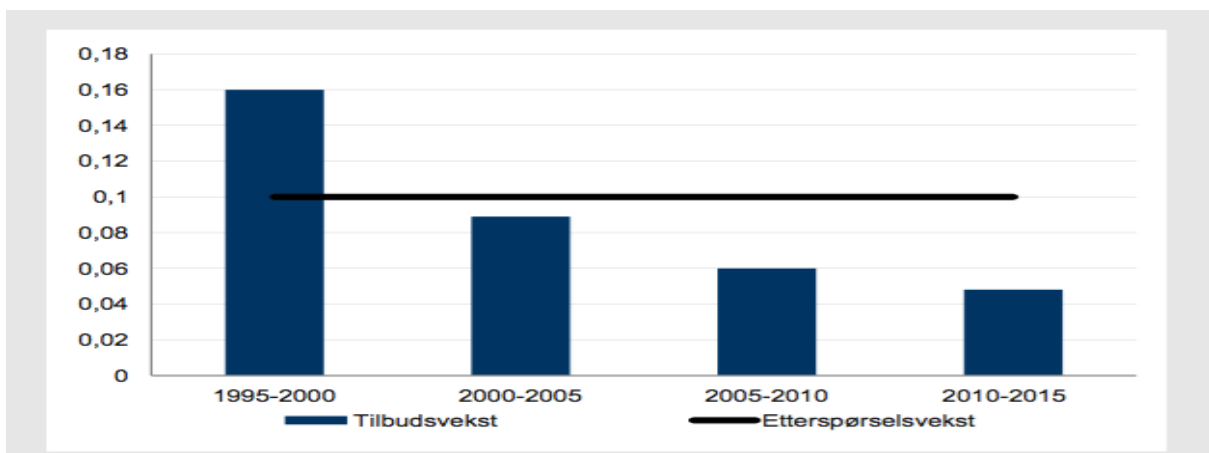
Med økonomiske faktorer i denne sammenheng hvordan lakseprisen, valutautvikling, renter og prisen på innsatsfaktorer påvirker bransjen.

Ettersom bransjen blir stadig mer internasjonalsert, samt at mye av inntektene og kostnadene innbetales og utbetales i ulike valutaer, vil svingninger i valutakurser kunne påvirke lønnsomheten. Det er imidlertid mulig å sikre seg mot slike svingninger ved å benytte seg av ulike sikringsstrategier og påvirkningen reduseres dermed betraktelig (Giskeødegård, 2014). Appresiering av hjemlig valuta vil videre kunne skade etterspørselen fra utlandet og redusere konkurranseevnen, da en styrket hjemlig valuta får produktene til å fremstå som dyrere (Giskeødegård, 2014).



Figur 4-1: Utvikling i laksepris fra 2010 til 2015 (Kilde: Egen figur, data fra Fishpool.eu a, 2015)

Lakseprisen har historisk variert veldig mye som følge av stadig ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, da prisen fastsettes på bakgrunn av det til en hver tid rådende tilbudet og etterspørselen. Dersom markedet etterspør mer laks enn produsentene tilbyr vil likevektsprisen øke, mens det motsatte er dersom tilbudet er høyere enn etterspørselen. Figur 4-1 illustrerer hvordan lakseprisen har variert fra 2010 og frem til oktober 2015. Av figur 4-2 kan vi se hvordan markedsbalansen, altså forholdet mellom tilbud og etterspørsel, har vært historisk.

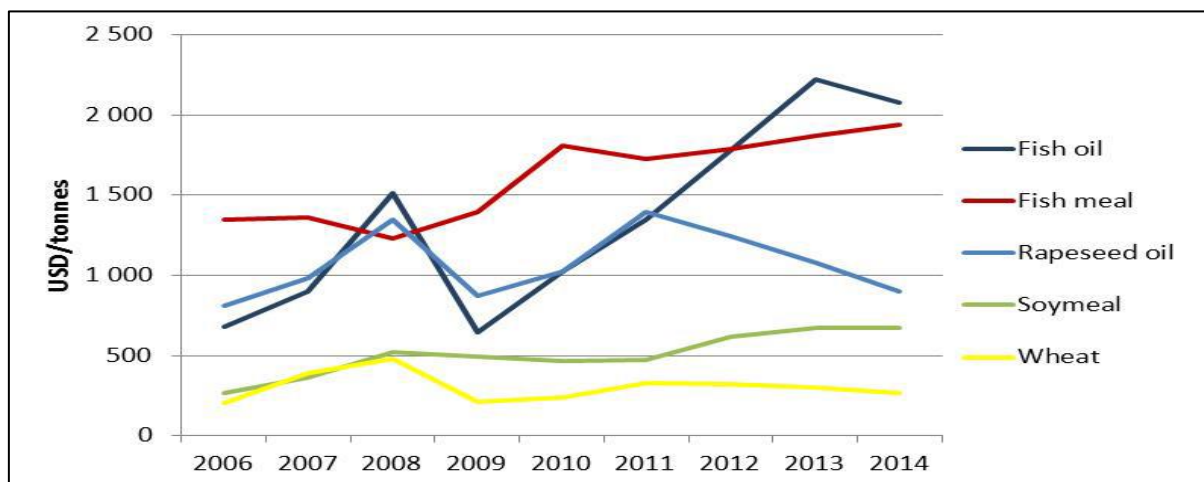


Figur 4-2: Markedsbalanse mellom tilbud og etterspørsel etter laks 1995-2015e (Giskeødegård, 2014)

Denne ubalansen kan skyldes at det er vanskelig å predikere hvor mye laks som kommer på markedet på grunn av en veksttid på omlag tre år, samt at faktorer som sykdom og endret vanntemperatur kan endre tidspunkt for slakting. Prisnivået har imidlertid vært stabilt høyt etter 2012 som følge av endrede konsumentpreferanser og begrenset tilbudsvekst (Guttormsen, 2013). Med produksjonskostnader som i stor grad er gitt på kort sikt vil lønnsomheten i stor grad følge lakseprisen. Historisk har produktivetsveksten, altså muligheten til å produsere samme produkt til en lavere kostnad, vært den største driveren for økt produksjon, da oppdretterne lønnsomt kan selge produktet til en lavere pris. Produktivetsveksten har imidlertid avtatt den senere tid og er forventet å avta ytterligere i årene som kommer. Dette fører til at etterspørselsveksten blir en stadig viktigere driver fremover (Guttormsen, 2013).

Oppdrettsselskapene inngår langsiktige terminkontrakter for å sikre seg mot svingninger i lakseprisen. Marine Harvest har satset stort på nedstrøms virksomhet i form av videreforedling for å kunne redusere usikkerheten knyttet til variasjonen i pris, samtidig som betalingsviljen øker. Satsing på videreforedling, variasjon i produktporteføljen, sterke

merkevarer og langsiktige relasjoner med viktige kunder nevnes av Giskeødegård (2014) som kilder for å dempe prissvingningene.



Figur 4-3: Prisutvikling innsatsfaktorer fôrproduksjon (SFI Handbook, 2015)

Selv om Marine Harvest satser på eget fôr er selskapet på lik linje med resten av bransjen eksponert for endring i pris på råvarene i fôrproduksjonen. Figur 4-3 viser hvordan prisene på de viktigste råvarene som inngår i produksjonen har endret seg fra 2006 til 2014. Selskapet er per i dag ikke selvforsynt i mer enn 80 % av produksjonen i Norge, og dermed må resterende kapasitet dekkes inn eksternt. Kontraktene som inngås med leverandørene av fôr er i stor grad kost pluss kontrakter, som innebærer at oppdretterne sitter på store deler av risikoen knyttet til svingninger i råvareprisene (Regjeringen.no, 2009). Ettersom fôr utgjør om lag 50 % av kostnadsbasen for oppdrettsbransjen vil en liten endring i råvareprisen få store utslag i marginene og dermed lønnsomheten (SFI Handbook, 2015).

Bransjen er kapitalkrevende og bunnlinjen vil dermed påvirkes av endringer i rentenivået. Dette utgjør imidlertid ikke den største trusselen, da selskapene i stor grad bruker ulike rentederivater for å redusere slik risiko. Det er imidlertid ikke urimelig å forvente en viss rentefølsomhet uavhengig av bruken av slik sikring. Dagens renter er lave og det er ikke urimelig å anta at rentene er forventet å stige fremover. Den fremtidige utviklingen må forventes å ha innvirkning på det enkelte selskaps bunnlinje og lønnsomheten i bransjen for øvrig.

Sosiokulturelle faktorer

Med sosiokulturelle faktorer menes demografiske og sosiale trender som er ventet å påvirke bransjen.

En spesielt viktig faktor for bransjen er den stadig økende middelklassen i India, Kina og Midtøsten (Jakobsen, 2015), men også generell befolkningsvekst i verden vil øke etterspørselen etter proteinrik mat, som må kunne anses å være et nødvendighetsgode. FN opererer med tre forskjellige prognoser på verdens befolkningsvekst, hvor den midterste anslår at verdens befolkning vil nærme seg 10 milliarder i løpet av 2050 (FN-sambandet, 2013). Miljøvennlig mat blir stadig viktigere og når laks på enkelte områder, for eksempel lavere førfaktor og CO₂-utslipp, har et mindre miljøfiendtlig fotavtrykk enn sine substitutter er det ikke unaturlig at en betydelig andel av den økende etterspørselen etter animalske proteiner kanaliseres mot laks (Guttormsen, 2008).

Historisk sett har laks vært en relativt dyr proteinkilde sammenlignet med for eksempel kylling, svin og storfe. Den stadig økende middelklassen, som gjerne er mindre prissensitiv, i land som India og Kina vil til tross for dette gjøre vekstmulighetene på etterspørselssiden veldig gode. Figur 4-4 viser hvordan verdens middelklasse er forventet å utvikle seg frem mot 2030. Dagens noe luftige prognoser fra Norges Sjømatråd anslår at middelklassen i Asia vil stige fra omlag 600 millioner i dag, til 1,7 milliarder innen 2020 og over 3 milliarder i 2030 (Jakobsen, 2015 og Stabell, 2014).

	2009		2020		2030	
North America	338	18%	333	10%	322	7%
Europe	664	36%	703	22%	680	14%
Central and South America	181	10%	251	8%	313	6%
Asia Pacific	525	28%	1740	54%	3228	66%
Sub-Saharan Africa	32	2%	57	2%	107	2%
Middle East and North Africa	105	6%	165	5%	234	5%
World	1845	100%	3249	100%	4884	100%

Figur 4-4: Utvikling verdens middelklasse (Giskeødegård K., 2014)

Dersom disse tallene blir realitet vil omlag $\frac{2}{3}$ av verdens middelklasse stamme fra Asia i 2030. I India er det mange vegetarianere som spiser sjømat, og laks kan dermed utgjøre et godt alternativ for dem. Marine Harvest har sterkt fokus på produktinnovasjon med lansering av stadig nye merker i både USA og Asia (Marine Harvest årsrapport, 2014). Dette arbeidet blir også viktig i India og selskapet kan benytte kunnskap fra tidligere produktlanseringer i andre land dersom det også ønsker å satse i India. Norsk sjømatråd mener kjennskap til

matkultur og potensielle konsumenter vil være nøkkeloppgaver for å få innpass på det indiske markedet (Jacobsen, 2015).

Som nevnt tidligere er laks ansett for å være enn sunn matvare, da spesielt på grunn av sitt høye innhold av omega-3 og proteiner, men også andre viktige vitaminer og mineraler. Flere helseorganisasjoner anbefaler at man spiser sjømat 2-3 ganger i uken og dette gir et godt grunnlag for videre etterspørselsvekst (Helsedirektoratet, 2014).

Teknologiske faktorer

Med teknologiske faktorer menes i denne sammenheng teknologisk utvikling eller produktinnovasjon som påvirker eller er ventet å påvirke oppdrettsbransjen.

Som følge av en veldig volatil laksepris er oppdrettsbransjen stadig på jakt etter nye og mer kostnadseffektive løsninger i sin produksjon. Marine Harvest har blant annet økt sine utgifter knyttet til forskning og utvikling fra omkring 18 millioner i 2006 til 130 millioner i 2014 (Marine Harvest årsrapport, 2014).

Det faktum at de fleste lokaliteter nærmer seg sin smertegrense hva gjelder biomasse (antall tonn laks i sjøen på en gang) fører til at bransjen må tenke nytt for å kunne øke tilbudssiden og dermed imøtekomme den forventede etterspørselsveksten. Blant de største truslene for oppdrettsbransjen er de biologiske utfordringene knyttet til lakselus og sykdommer som kan føre til redusert kvalitet eller i verste fall ubrukelig fisk. Hele bransjen er opptatt av å redusere risikoen for sykdomsutbrudd og det er derfor viktig at bransjen satser på forskning og utvikling, gjerne i samarbeid med de store forskningsmiljøene (Asche et al., 2012 og Kvistad). Marine Harvest bidrar blant annet med 0,3 % av eksportverdien sin til Fiskeri- og Havbruksnæringens forskningsfond (Marine Harvest årsrapport, 2014).

Den mest utbredte og kostnadseffektive produksjonsmetoden som i dag benyttes er sjøbaserte merder, men det forskes på landbaserte anlegg og anlegg som benytter offshore teknologi (Rønningen, 2014). Landbaserte anlegg har først den senere tid seilt opp som en reell konkurrent til dagens produksjonsmetoder. Dette skyldes i hovedsak at sykdomsutbrudd og strengere krav fra myndighetene har ført til økte kostnader for dagens produsenter og dermed blir ikke kalkylene så ulike. En analyse gjennomført av Deloitte hevder at landbaserte anlegg, hensyntatt en investering i konsesjoner på 60-70 millioner ved

produksjon i sjøen, ikke er mer kostnadskrevende enn dagens metoder (Sved og Lylum, 2015). Dersom landbaserte anlegg blir en realistisk utfordrer til dagens sjøanlegg vil dagens største oppdrettsnasjoner miste mye av sitt konkurransefortrinn i form av egnede lokaliteter. Dersom land nærmere de store markedene utvikler landbaserte anlegg, vil beliggenheten deres utgjøre et stort konkurransefortrinn, da fersk laks har begrenset holdbarhet og distribusjon utgjør en betydelig del av kostnadene (SFI Handbook, 2015).

Ved bruk av offshore teknologi i oppdrettsbransjen ønsker man å kunne plassere laksen lengre ute på sjøen i spesialtilpassede merder som tåler vær og vind. I dagens oljemarked vil det være mye ledig arbeidskraft fra ingeniører som sitter på offshore kompetanse. Denne kompetansen kan brukes for å utvikle konkurransedyktig havbasert lakseoppdrett. SalMar har drevet forskning innenfor dette området i flere år allerede og forventer å kunne plassere fisk i sjøen i 2016 (Rønningen, 2014).

Legale faktorer

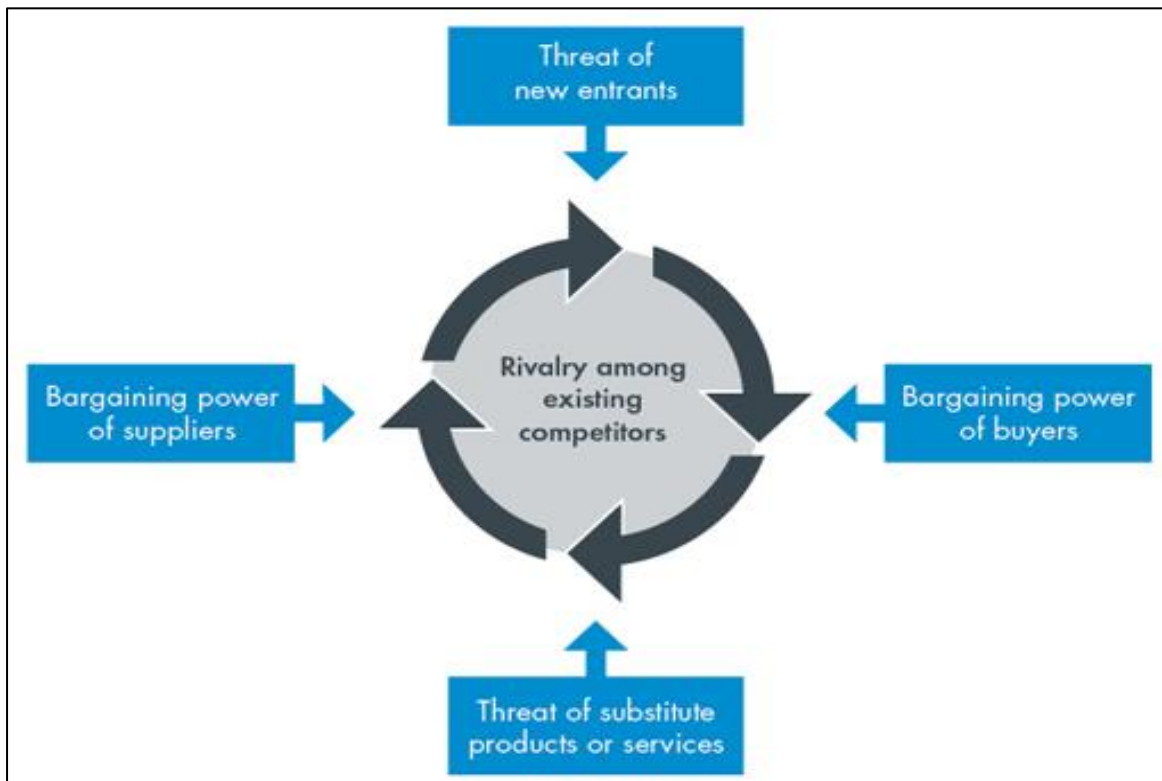
Med legale faktorer menes i denne sammenheng myndighetenes regulering av bransjen i de store oppdrettsnasjonene.

Oppdrettsnæringen er en strengt regulert bransje og det stilles strenge krav til driften gjennom akvakulturloven i Norge. Formålet med loven er «å fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av bærekraftig utvikling» (Akvakulturloven, 2005, § 1). Maksimalt tillatt biomasse (MTB) er en begrensning på hvor mye laks som til enhver tid kan stå i sjøen og er knyttet til en konsesjon. Med andre ord vil en konsesjon gi tillatelse til å ha 780 tonn fisk stående i sjøen. Denne ordningen er mye omdiskutert og en endring i MTB vil kunne få store konsekvenser for bransjen. Selskapene er selv opptatt av bærekraftig havbruk på grunn av erfaringene som er høstet i Chile og det er med dagens teknologi ikke forventet at ordningen vil gjøres mindre streng. Dette skyldes stadige utbrudd av sykdom og problemer med lakselus som følge av at kapasiteten er utnyttet fullt ut på de fleste lokaliteter. Redusert MTB vil kunne påvirke tilbudssiden betraktelig. Andre forbud og påbud vil kunne representere trusler mot lønnsomheten i bransjen og Marine Harvest samarbeider derfor tett med relevante myndigheter (Marine Harvest årsrapport, 2014).

I Skottland er det ikke nødvendig med en formell konsesjon eller lisens for å drive lakseoppdrett, men det er nødvendig med tillatelse fra tre uavhengige institusjoner for å kunne starte opp. Det er ikke samme grense for MTB i Skottland, der den kan variere mellom 100 og 2500 tonn avhengig av hvor lokaliteten er plassert og andre karakteristika. I Chile kreves det to ulike typer lisenser for å drive med oppdrett. Den første er knyttet til den operasjonelle driften, der visse minimumskrav til teknologi som må innfris. Den andre lisensen er knyttet til en gitt lokalitet, art og biologiske grenser. Denne lisensen skal sørge for at produksjonen er bærekraftig slik at sykdomsproblematikken minimeres. Dersom kravene ikke overholdes kan lisensene trekkes tilbake. I Canada kreves det tillatelse fra både regionale og sentrale myndigheter for å drive med oppdrett og lisensen som tildeles er knyttet til en gitt lokalitet. Fellesnevneren er at myndighetene i alle de aktuelle landene ønsker et bærekraftig havbruk, slik at miljøpåvirkningen reduseres og sykdomsproblematikken minimeres (SFI Handbook, 2015).

4.2.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk for å analysere en bransje med utgangspunkt i konkurranseomgivelsene (Porter, 1979). De ulike kreftene som kan ses av figur 4-5 er trusler fra nyetablering, kunders forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, intern rivalisering og trusler fra substitutter (Porter, 1979). Attraktiviteten eller lønnsomheten vil altså avhenge av i hvilken grad de ulike konkurransekraftene er tilstede. Porter (1979) mener at sterk tilstedeværelse av konkurransekraftene vil gi tilnærmet fri konkurranse og en lite attraktiv bransje. Dersom man har forståelse for konkurransekraftene i oppdrettsbransjen vil det være mulig å forstå dagens lønnsomhet og hva som skal til for å kunne oppnå lønnsomhet også i fremtiden. En slik analyse vil dermed være nyttig i vurderingen av Marine Harvest sin posisjon i oppdrettsbransjen og for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.



Figur 4-5: Porters fem krefter (Cgma.org, 2013)

Intern rivalisering

Konkurransen innad i bransjen styres i stor grad av størrelsen på og hvor mange konkurrenter det er i bransjen. Porter (1979) peker på bransjer hvor det er mange konkurrenter som er tilnærmet like store som mer utsatt for rivalisering. Den globale oppdrettsbransjen har opplevd en sterk horisontal konsolidering fra 1997 og frem til i dag (SFI Handbook, 2015). Dette skyldes i stor grad at det kreves konsesjoner for å drive oppdrett og de største aktørene får stadig større makt på bekostning av de mindre. Vekst ved oppkjøp har preget hele bransjen, men kanskje spesielt det norske markedet, der antall aktører som utgjør 80 % av produksjonen er redusert med ca. $\frac{2}{3}$ siden 1997 (SFI Handbook, 2015).

På verdensbasis står de 5 største aktørene for i underkant av 50 % av total produksjon, mens i Norge og Chile står de største 5 for henholdsvis 58 % og 51 % av total produksjon. I Nord-Amerika og UK utgjør de største 5 mer enn 90 % av total produksjon. Porter peker på at bransjer med mange likeverdige aktører vil øke konkurransekraftene, mens færre aktører isolert sett vil redusere konkurranseintensiteten. Nettoeffekten av redusert antall tilbydere og større markedsrett til de gjenværende aktørene er noe usikker. Legges det til at oppdrettsbransjen har en klar markedsleder i Marine Harvest som har en markedsandel som er mer enn dobbelt så stor som den nest største aktøren taler dette for at rivaliseringen er ganske liten.

Laks som ikke er prosessert er i stor grad et homogent produkt og hvert enkelt oppdrettselskap opptrer som pristaker fra uke til uke (Marine Harvest årsrapport 2012). Dette taler for at konkurransen er større enn den ville vært uten en slik markedsrett med pris som den viktigste variabelen, da kundene ikke nødvendigvis er knyttet til den enkelte produsent som følge av lave byttekostnader. Kostnadsbasen er, slik produksjonen foregår i dag, relativt lik og sammen med kapasitetsbegrensningene taler dette mot at intens priskonkurranse vil oppstå. Et annet forhold som trekker i samme retning er det forhold at det i stadig større grad inngås langsiktige kontrakter for levering av laks (Jordal, 2014). Når i tillegg hver enkelt lokalitet har sine kapasitetsbegrensninger og produksjonssyklusen er relativt lang vil det være vanskelig å justere forventet tilbud raskt.

Oppdrettsbransjen har i dag en bransjeleder i Marine Harvest som har vokst mye ved oppkjøp og fusjoner, noe som kan føre til at de mindre aktørene kan føle seg truet. En

naturlig konsekvens kan være at de mindre aktørene samarbeider for å stå sterkere mot bransjelederen. SalMar og Lerøy har blant annet inngått et samarbeid hvor de har felles eierskap i oppdrett i Skottland. Dette kan føre til større rivalisering ved at disse to forsøker å ta opp konkurransen med Marine Harvest. Vekstutsiktene på etterspørselssiden er som nevnt tidligere gode og ifølge Porter (1979) åpner dette for at veksten hos hver enkelt aktør i bransjen ikke behøver å gå på bekostning av andre aktører. Det er imidlertid på produksjonssiden begrensningene i veksten ligger. Slik konsesjonssystemet i dag er lagt opp med strenge krav for tildeling av nye konsesjoner vil produksjonskapasiteten uten ny teknologi være gitt på kort sikt, hvilket vil bidra til lavere konkurranseintensitet ved at ingen kan øke sin produksjonskapasitet uten å foreta oppkjøp.

Kort oppsummert vil økende horisontal konsolidering isolert sett tale for høy grad av intern rivalisering, men slik vi vurderer det vil de gode vekstutsiktene på etterspørselssiden sammen med en klar bransjeleder motvirke og nøytralisere denne virkningen. Det forhold at selskapene i stor grad er pristakere i markedet taler mot dette. Totalt sett mener vi at det er lav til moderat grad av intern rivalisering i oppdrettsbransjen til tross for økende konsolidering.

Trussel fra nyetablering

Trusler fra nyetablering vil i stor grad avhenge av hvor lett det er for nykommere å etablere seg i bransjen. Nyetablering kan representere en trussel ved at de allerede etablerte aktørene blir tvunget til å redusere sine priser eller satse på segmenter som ikke nødvendigvis er lønnsomme for dem (Porter, 1979). Ifølge Porter (1979) finnes det flere ulike typer av etableringshindringer og i det følgende vil vi drøfte de vi mener er viktigst for oppdrettsbransjen.

Stordriftsfordeler: I oppdrettsbransjen gjør stordriftsfordelene seg spesielt gjeldende i dagens marked på bakgrunn av behovet for å satse på forskning og utvikling. Vekstutsiktene i bransjen er som nevnt noe begrenset av biologien og dermed er det helt nødvendig å drive forskning selv eller samarbeide med forskningsmiljøer for å få kontroll på de biologiske utfordringene. Som følge av den svært volatile lakseprisen er kostnadskontroll viktig i oppdrettsbransjen. Porter (1979) nevner at stordriftsfordeler vil være et særlig etableringshinder i bransjer hvor det er viktig med lave kostnader. Det vil være fordelaktig å

være av en viss størrelse slik at man kan drive innkjøp av for eksempel fôr og frakt i store volum, da dette vil gi lavere enhetskostnader.

Kapitalbehov: Oppdrettsbransjen er svært kapitalintensiv. For å kunne starte opp må det enten investeres i konsesjoner som gjerne omsettes for 70 millioner (Sved og Lylum, 2015) eller det må tildeles konsesjoner. Slik biologien er i dag vil førstnevnte alternativ være mest aktuelt, da det krever spesiell teknologi og andre strenge krav å få tildelt konsesjoner (SFI Handbook, 2015). Produksjonsmetodene som i dag benyttes er av en slik karakter at det kreves store investeringer i produksjonssyklusen. Når laksen har en produksjonssyklus på tre år tar det også lang tid fra man gjennomfører investeringene til kontantstrømmene kommer, og dermed vil initialinvesteringen og den påfølgende perioden kreve mye kapital.

Reguleringer fra myndighetene: Oppdrettsbransjen er en strengt regulert bransje som følger av de biologiske risikoene knyttet til sykdom og erfaringer knyttet til dårlige reguleringer av bransjen i Chile. Driften kontrolleres strengt ved bruk av konsesjoner og må gjennomføres på spesielle måter for at man skal kunne få tildelt konsesjoner i fremtiden. Dette gjør det spesielt vanskelig for nye aktører, da de ikke kan vise til tiltak eller erfaringer på grunn manglende driftshistorikk. Dermed har de allerede etablerte aktørene en fordel som nye aktører ikke har tilgang på.

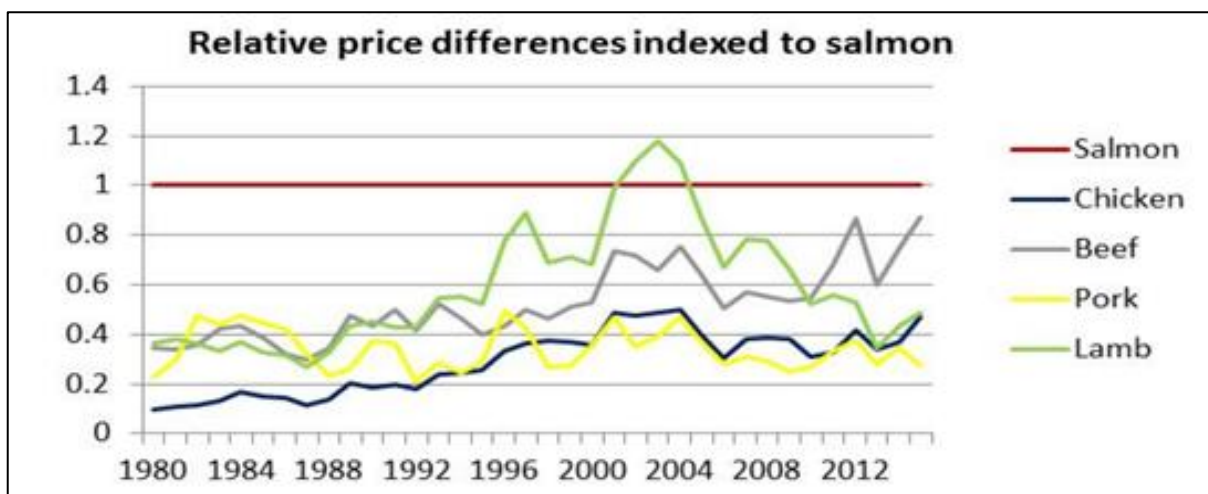
Tilgang på lokaliteter: En ressurs som ikke kan adopteres av nye aktører er egnede lokaliteter. På grunn av at driften krever spesiell vanntemperatur og strømningsforhold er det begrenset tilgang på lokaliteter hvor det er optimalt å drive lakseoppdrett. De beste og mest egnede lokalitetene antas allerede å være tatt i bruk. Slike lokaliteter representerer et stort etableringshinder, da myndighetene er svært restriktive med å åpne for nye lokaliteter av hensyn til miljøet. Dette har ført til alternativer som på sikt kan representere en reell trussel; landbasert og offshorebasert fiskeoppdrett. På grunn av høye kostnader har slike alternativer ikke representert reelle trusler for dagens teknologi. Som tidligere nevnt hevder Deloitte at landbasert oppdrett ikke er mye dyrere enn dagens alternativ (Sved og Lylum, 2015), men slik vi vurderer det vil imidlertid ikke slike alternativer representere en reell trussel i løpet av vår budsjetteringsperiode.

Kort oppsummert er det betydelige etableringshinder i bransjen, hvilket taler for at trusselen fra nyetablering i bransjen er lav.

Substitutter

I Porters modell er substitutter definert som varer eller tjenester som er annerledes, men som dekker det samme behovet for kunden. Denne trusselen vil være stor dersom pris-ytelsesforholdet hos et substitutt er bedre. Dersom trusselen er stor vil den kunne fungere som et pristak for hva kunden er villig til å betale før de heller velger et substitutt. Et annet forhold som er viktig å være klar over er hvordan et bedre ytelsesforhold hos et substitutt vil påvirke egen bransje (Porter, 1979)

Laks er en kilde til protein og substitutter vil slik vi vurderer det dermed være andre proteinkilder som fisk, storfe, svin, lam og kylling. Figur 4-6 viser hvordan den relative prisen på utvalgte substitutter indeksert mot laks har endret seg mellom 1980 og 2014. Figuren viser at laks har blitt relativt billigere over tid, men er fremdeles relativt dyrt sammenlignet med sine substitutter. Selv om laks er en dyr proteinkilde har den en del andre egenskaper som likevel gjør den ettertraktet blant konsumenter. Den inneholder blant annet mye omega-3, hvilket har godt dokumenterte helsefremmende effekter. Dette vil kunne gi laks et bedre pris-ytelse forhold enn sine konkurrenter.



Figur 4-6: Relative prisforskjeller på substitutter indeksert mot laks (SFI Handbook, 2015)

Bærekraftig produksjon blir stadig viktigere for myndigheter og konsumenter, og på dette området kommer laks stort sett godt ut sammenlignet med de nevnte substitutter. Blant annet har laks bedre utnyttelse av fôr, bedre utnyttelsesgrad av fisken, lavere CO₂ fotavtrykk og lavere vannforbruk i produksjonen (SFI Handbook, 2015). På den andre siden har oppdrettsbransjen en del miljømessige utfordringer med tanke på lakselus, rømming og

forurensning. Dersom disse forholdene løses eller begrenses taler mye for at laks kommer til å favoriseres i fremtiden.

Det avgjørende for trusselen er imidlertid preferansene hos konsumentene. Slik vi vurderer det vil laks være et produkt som vil være sensitivt for endringer i konsumenters kjøpekraft og vil velges bort til fordel for andre proteinkilder dersom kjøpekraften reduseres. Økonomiske nedgangstider vil dermed kunne styrke trusselen fra substitutter. På samme måte vil gode økonomiske tider redusere trusselen, da prisens betydning reduseres. Laks kommer i stadig nye varianter og slik vi vurderer det vil bedre tilgang på varierte lakseprodukter redusere trusselen fra substitutter.

Kort oppsummert mener vi at trusselen fra substitutter er moderat, da laksens posisjon som et sunt kvalitetsprodukt veier opp for laksens relativt høye pris sammenlignet med sine substitutter.

Kunders forhandlingsmakt

Kunders forhandlingsmakt kan representere en trussel for lønnsomheten i bransjen ved at høyere forhandlingsmakt presser frem en lavere pris, høyere kvalitet og bedre service, hvilket reduserer marginene (Porter, 1979). Forhandlingsmakten er avhengig av antallet og størrelsen på kundene. Jo flere kunder jo dårligere er hver enkelt kunde sin forhandlingsmakt og trusselen er mindre for bransjen. Større kunder som handler store volum vil ha sterk forhandlingsmakt og utgjør dermed en trussel for bransjen. Dersom det handles homogene produkter vil kundemakten gjerne være større, da en misfornøyd kunde kan oppsøke en annen tilbyder.

Laks er en homogen råvare som omsettes på børs og prisen er i stor grad gitt på bakgrunn av markedsbalansen mellom tilbud og etterspørsel (Guttormsen, 2013). Dette taler for at kundenes forhandlingsmakt er lav, da hver enkelt kunde ikke kan påvirke markedsprisen. Slik vi vurderer det er kundenes forhandlingsmakt svært begrenset som følge av en gitt markedspris, samt at etterspørselen er så høy at ingen enkeltkunder kan påvirke prisen ved å redusere sin etterspørsel. Kunders trussel mot lønnsomheten anses dermed for å være lav.

Leverandørers forhandlingsmakt

Porter (2008) trekker frem leverandører med unike produkter som mektigere, da produktene deres typisk er tilpasset bransjens etterspørsel og behov. Ved å ta utgangspunkt i kostnadsstrukturen som er vist i figur 4-7 under kan vi identifisere de viktigste komponentene og dermed finne de viktigste leverandørene i oppdrettsbransjen.

	Norway (NOK)	Canada (CAD)	Scotland (GBP)	Chile (USD)
Feed	12.35	2.26	1.62	2.08
Primary processing	2.62	0.55	0.31	0.41
Smolt	2.28	0.54	0.31	0.48
Salary	1.49	0.56	0.18	0.15
Maintenance	0.89	0.22	0.09	0.19
Well boat	0.98	0.21	0.21	0.28
Depreciation	0.76	0.20	0.13	0.13
Sales & Marketing	0.62	0.02	0.04	0.01
Mortality	0.34	0.04	0.15	0.02
Other	3.34	1.14	0.25	0.77
Total*	25.69	5.73	3.29	4.53

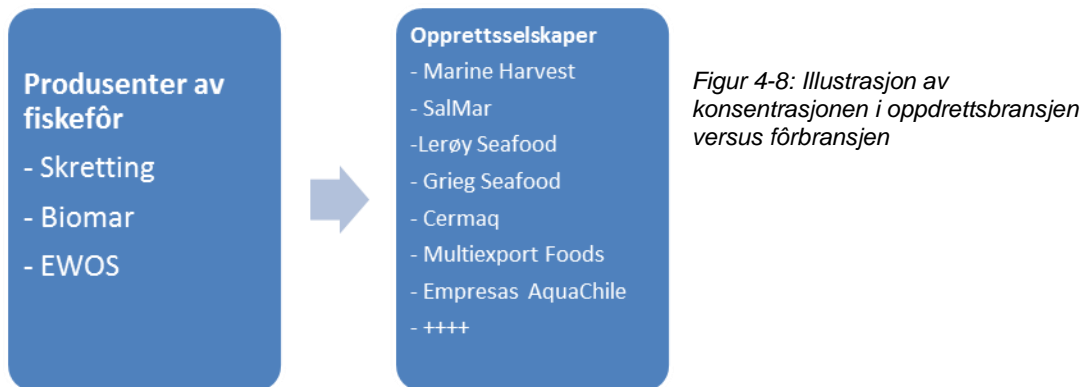
Figur 4-7: Kostnadsstruktur oppdrettsbransjen(SFI Handbook, 2015)

På leverandørsiden i oppdrettsbransjen finner vi blant annet leverdører av produksjonsteknologi, fôr og vaksiner. Dette er leverandører som gjerne har patent på innsatsfaktorer eller produkter, slik at deres forhandlingsmakt blir stor. Dette representerer en trussel for bransjen, da et patent gir leverandøren markedsrett som kan minne om en monopolsituasjon over en begrenset tidsperiode. Bakgrunnen for å sette selskaper i en slik monopolsituasjon er incentiver for å drive med forskning og utvikling.

Oppdrettsbransjen er helt avhengig av å ha de nyeste og mest effektive vaksinene for å sikre kostnadseffektiv oppdrett uten store nedskrivninger ved tap av biomasse som følge av sykdom. Dette fører til at etterspørselen ikke vil være like sensitiv for høy pris og makten hos leverandørene er stor. Et annet forhold som trekker i samme retning er den stadige horisontale konsolideringen i farmasøytisk industri (Maris, 2012). Porter (2008) trekker frem at en mer konsentrert leverandørindustri vil kunne øke deres makt og dermed redusere marginene i bransjen.

Fra figur 4-7 fremgår det at fôr (feed) utgjør omlag 50 % av kostnadsbasen i oppdrettsbransjen og er viktig for å skape et sluttprodukt av høy kvalitet. Dette fører til at relativt små endringer i kostnadene knyttet til fôr vil føre til signifikante endringer på bunnlinjen i bransjen. På verdensbasis er det bare tre betydelige leverandører av fiskefôr; Biomar, Skretting og Ewos. Marine Harvest seiler opp som en potensiell konkurrent, da de

startet med egen fôrvirksomhet i 2014 og er som nevnt selvforsynt i 80 % av den norske produksjonen. Med bare tre store leverandører er fôrbransjen mer konsentrert enn bransjen og dette vil ifølge Porter (2008) føre til skjevfordeling av makt på bekostning av oppdrettsbransjen. Når fôrleverandørene i tillegg opererer med cost-plus kontrakter, hvor usikkerheten i råvareprisene veltes over på oppdrettsbransjen, utgjør dette en stor trussel for lønnsomheten. Mot dette kan det anføres at fôr gjerne anses for å være en «standardvare» og dermed er ikke nødvendigvis byttekostnadene for det enkelte oppdrettsselskap høye.



Sett under ett konkluderer vi med at leverandørmakten er moderat til høy og representerer en reell trussel for marginene i oppdrettsbransjen til tross for relativt lave byttekostnader.

4.3 Intern ressursorientert analyse

4.3.1 SVIMA

Ifølge Jakobsen og Lien (2015) deler vi hovedsakelig opp i fem ulike typer av ressurser; fysiske, organisatoriske, finansielle, relasjonelle og kunnskapsressurser. I det videre skal vi kartlegge ressurser og analysere med utgangspunkt i SVIMA-rammeverket om disse kan gi Marine Harvest et varig konkurransefortrinn.

SVIMA-rammeverket er nyttig for å kartlegge og vurdere om Marine Harvest er i besittelse av interne ressurser som kan gi opphav til et varig konkurransefortrinn. Man begynner med å identifisere ressursene før det vurderes i hvilken grad kriteriene er oppfylt. Ressursen må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert (Jakobsen og Lien, 2015). Dersom alle de nevnte kriteriene er oppfylt vil ressursen kunne gi et varig konkurransefortrinn og dermed bidra til god inntjening for Marine Harvest. I det videre vil vi gå raskt gjennom hvert av kriteriene før vi analyserer om aktuelle ressurser oppfyller kravene.

- *Sjelden*: For at en ressurs skal kunne karakteriseres som sjelden og gi opphav til en varig fordel, kan den ikke foreligge hos alle aktørene i bransjen. Dersom en ressurs er tilgjengelig for hele bransjen, både i kvalitet og kvantitet, kan den ikke gi opphav til lønnsomhet ut over det som er å forvente i bransjen.
- *Viktig*: Videre er det viktig at ressursen faktisk genererer en fordel som utgjør en forskjell. Dette innebærer at ressursen må ha innvirkning på bedriftens evne til å generere inntekt eller styre kostnadene, slik at lønnsomheten bedres.
- *Ikke-imiterbar*: Dersom konkurrentene enkelt kan imitere en ressurs vil den ikke kunne utgjøre en forskjell annet enn for en kort periode. I en slik situasjon der en ressurs som er imiterbar gir en lønnsomhet ut over gjennomsnittet i bransjen, vil alle som har mulighet ta i bruk eller erstatte ressursen og forskjellen vil utlignes.
- *Mobiliserbar*: Det er ikke tilstrekkelig at selskapet er i besittelse av en ressurs for å generere en varig fordel. Dersom ressursen ikke er tatt i bruk eller brukes på feil måte vil den ikke kunne generere en varig fordel.
- *Appropriert*: Til slutt må altså selskapet sitte igjen med de økonomiske fordelene som ressursen genererer. Hvis andre sitter igjen med fordelene som ressursen skaper

vil fordelene være varige, men ikke beholdt for selskapet og dermed bidrar den ikke til å generere en unormalt høy avkastning.

Fysiske ressurser

Fôr

Fôr utgjør den største kostnadsdriveren i produksjonen av atlantisk laks med omlag 50 % (SFI Handbook, 2015). Av bransjeanalysen fremgår det at leverandørmakten hos fôrselskapene er konsentrert hos tre store leverandører. Tilgangen på eget fôr vil dermed være en viktig faktor for å oppnå bedre marginer enn bransjen for øvrig, da selskapet unngår det samme prispresset på fôr fra den konsentrerte leverandørindustrien.

Marine Harvest startet i 2014 produksjonen av eget fôr og er som nevnt 80 % selvforsynt i sin norske produksjon. Selskapet er fremdeles avhengig av å kjøpe fôr til sine enheter i andre land og resten av Norge, men ønsker å bli selvforsynt også her og er på jakt etter egnede lokaliteter (Marine Harvest årsrapport 2014). Per i dag er det ingen andre selskaper som produserer sitt eget fôr og dermed kan denne ressursen karakteriseres som sjelden. Når fôr utgjør omkring 50 % av kostnadsbasen i produksjon av atlantisk laks vil lavere kostnader knyttet til fôr ha direkte innvirkning på selskapets bunnlinje og dermed er ressursen viktig for Marine Harvest. Satsing på eget fôr krever stor finansiell kapasitet og per i dag er utviklingen i bransjen at Marine Harvest er eneste selskap som har integrert fôrproduksjonen i sin verdikjede. Egen fôrenhet er således ikke umulig å imitere på lengre sikt, men det krever mye kapital og kunnskap for å produsere et kostnadseffektivt fôr. Vi anser det som lite sannsynlig at andre selskaper vil ta etter Marine Harvest på kort og mellomlang sikt. Ressursen er dermed vanskelig å imitere, men ikke umulig og kravet er ikke oppfylt. Selskapet startet produksjonen i 2014, men ettersom hele selskapet ikke er selvforsynt er ressursen bare delvis mobilisert og kravet er bare delvis oppfylt. Selskapet nyter selv godt av å være mindre avhengig av den sterke leverandørmakten enn sine konkurrenter og dette kan gi selskapet lavere kostnader og bedre marginer. Ressursen er dermed appropriert og kravet er oppfylt. Det er usikkert hvorvidt en egen fôrenhet er imiterbar, men dersom vi antar at andre selskaper har den finansielle kapasiteten som trengs for å starte egen fôrenhet utgjør ressursen bare et midlertidig fortrinn for Marine Harvest.

Prosessering

Det satses stadig mer globalt i oppdrettsbransjen og dermed blir det viktigere å tilpasse produktene til det markedet man satser mot. Med egne enheter for prosessering har Marine Harvest mulighet og kapasitet til å skreddersy sine produkter i stor skala. Lakseprisen er veldig volatil og god kapasitet i videreforedling er dermed gunstig dersom man av ulike grunner må slakte tidlig eller dersom prisen i markedet er dårlig.

Prosessering er ikke bare en måte å differensiere sine produkter fra vanlig frossen eller fersk laks, men også en måte å konservere og dermed øke holdbarheten på laksen. Marine Harvest er i dag ikke det eneste selskapet som eier nedstrømsvirksomhet i form av prosessering. Dette fører til at kravet om at ressursen må være sjelden ikke er innfridd. Prosessering påvirker kundenes betalingsvilje positivt og når selskapet driver videreforedling i stor skala kan vi anta at kostnadene ved videreforedling ikke overstiger den ekstra betalingsviljen. Dette fører til at prosessering kan sies å være en viktig ressurs. Det er mange selskaper som driver med videreforedling av laks og det er heller ikke spesielt kostnadskrevende å starte egen produksjon. Dette åpner for gode muligheter både for oppkjøp og oppstart av egen virksomhet, noe som fører til at videreforedling er imiterbart. Marine Harvest driver med videreforedling og eier blant annet verdens største produsent av røkelaks (Marine Harvest årsrapport 2014). Ressursen kan dermed sies å være mobilisert. Hva gjelder approprierbarhet er dette kravet innfridd ved at Marine Harvest selv nyter godt av kundenes høyere betalingsvilje. Dette fører til at prosessering bare utgjør konkurransemessig paritet.

Finansielle ressurser

Tilgang på kapital fra investorer, kreditorer og egne resultater er en viktig forutsetning for videre vekst. I nedgangstider hvor egne resultater og tilgangen på kapital fra kreditorer gjerne er dårlig blir tilgangen på kapital fra eiere eller potensielle eiere enda viktigere.

Notert på NYSE

Marine Harvest gjennomførte i 2014 en sekundærnotering på New York Stock Exchange (NYSE). Å være notert på børs krever mye i form av rapportering, men samtidig får selskapet en helt annen eksponering for potensielle investorer slik at prisingen av selskapet blir mer korrekt og aksjene blir mer likvide (Giskeødegård, 2014). NYSE er verdens største

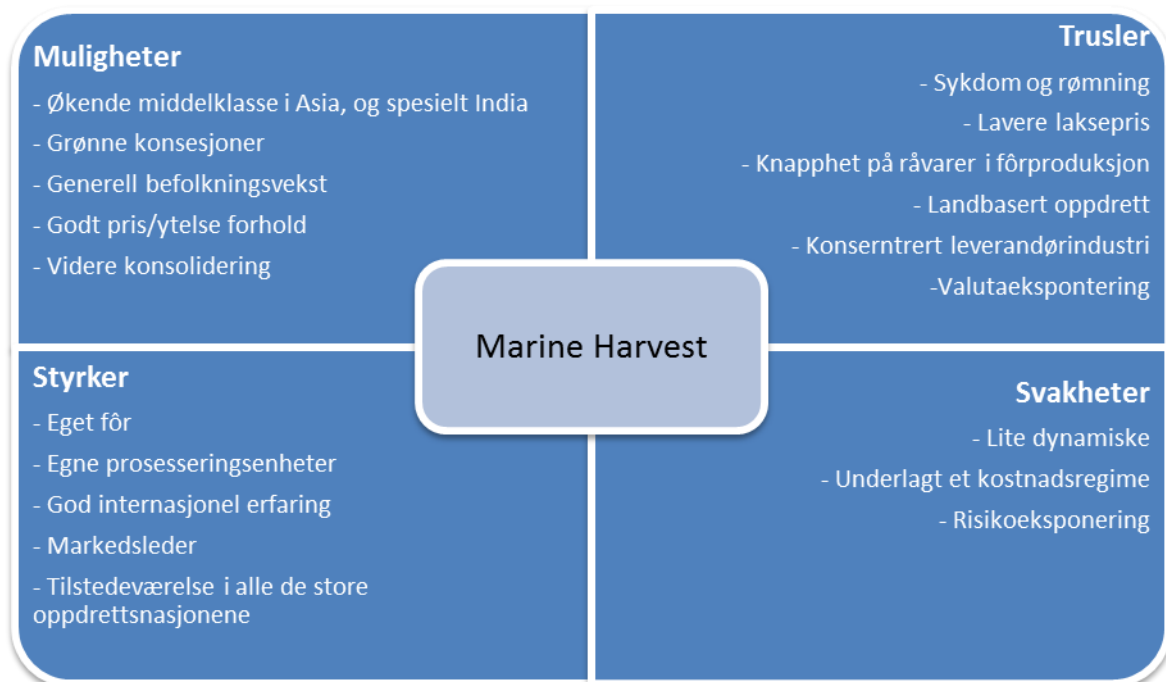
markeds plass for aksjer regnet etter omsetningsverdi og dette gir selskapet gode muligheter for prosjektfinansiering selv i nedgangstider.

Bortsett fra Cermaq er alle de andre selskapene i bransjedefinisjon børsnotert, så børsnotering i seg selv er ikke unikt for Marine Harvest. Selskapet er imidlertid det eneste som er notert på NYSE, hvilket gir en helt unik kapitaltilgang. Dette fører til at ressursen oppfyller kravet om å være sjelden. Nåværende og potensielle investorer vil med en slik notering ha mer tillitt til at markedsprisen faktisk reflekterer all tilgjengelig informasjon og når markeds plassen i tillegg er verdens største blir tilgangen på risikovillig kapital bedre. Marine Harvest må ha kapital for å kunne satse på nye prosjekter som kan generere vekst og dermed er kriteriet om at ressursen må være viktig innfridd. Selv om det krever mye for å bli notert på NYSE er det ikke umulig for andre selskaper i bransjen å klare det samme, dermed er ressursen imiterbar og kravet er ikke innfridd. Selskapet ble notert i 2014 og dermed er kravet om mobiliserbarhet innfridd. Fordelen knyttet til å være notert på NYSE tilfaller Marine Harvest i sin helhet og dermed er kravet om approprierbarhet innfridd. Totalt sett vil noteringen på NYSE bare representere et midlertidig fortrinn for selskapet, da det ikke er urimelig at de andre selskapene kan klare det samme i fremtiden.

4.4 SWOT-analyse

Vi har til nå benyttet PESTEL-rammeverket og Porter (1979) sitt konkurranserammeverk for å analysere de eksterne forholdene i oppdrettsbransjen, mens de interne ressursene til Marine Harvest har blitt analysert ved hjelp av SVIMA-modellen.

Vi skal nå benytte SWOT-rammeverket for å oppsummere funnene fra den strategiske analysen (Grant, 2010). Disse kan kategoriseres i styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). Muligheter og trusler ble identifisert i bransjeanalysen, mens Marine Harvest sine styrker og svakheter ble kartlagt i internanalysen. Formålet med oppsummeringen er å vurdere Marine Harvest sine inntjeningsmuligheter i fremtiden og vurdere deres relative posisjon i bransjen.



Figur 4-9: Oppsummering ved bruk av SWOT-rammeverket

4.5 Oppsummering strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen var å skaffe kvalitativ innsikt i hvilke faktorer som er ventet å påvirke oppdrettsbransjen i årene som kommer, samt å kartlegge om Marine Harvest er i besittelse av ressurser som gi dem et konkurransefortrinn i fremtiden. Lakseprisen har historisk vært og er ventet å være en av de viktigste driverne for lønnsomhet i oppdrettsbransjen og resultatene følger utviklingen i lakseprisen tett. Vekstpotensialet i bransjen er stort på etterspørselssiden, men blir dempet på kort sikt som følge av begrenset tilgang på nye konsesjoner. Dersom deler av den økende etterspørselen etter protein på verdensbasis kanaliseres mot laks, er det etter vår vurdering ingen grunn til at prisen skal reduseres, noe som kan skape gode marginer for hele bransjen. Økt produksjon vil videre avhenge av om bransjen finner nye og mer bærekraftige løsninger på problematikken knyttet til sykdom. Her representerer landbasert oppdrett en trussel for dagens bransje, da de komparative fortrinnene som dagens oppdrettsnasjoner besitter vil bli redusert betraktelig dersom kostnadene blir lavere ved slik produksjon. En meget konsentrert leverandørindustri representerer en begrensende faktor for lønnsomheten i bransjen, men denne trusselen er etter vår vurdering betydelig mindre enn trusselen lav laksepris kan utgjøre.

Marine Harvest har med sin satsing mot å bli en integrert leverandør av sjømatprotein gode forutsetninger for å levere gode resultater også i fremtiden. De senere år har selskapet satset betydelige midler i egen fôrproduksjon og videreforedling og vi mener at selskapet vil kunne høste gevinster i form av høye marginer i årene som kommer. Den konsentrerte leverandørindustrien vil også representere en mindre trussel for Marine Harvest enn resten av bransjen. Marine Harvest har med sin globale tilstedeværelse omfattende internasjonal erfaring. Denne erfaringen kombinert med kunnskap om innovativ produktutvikling vil være en fordel dersom selskapet ønsker å satse mot den økende middelklassen i Asia med India i spissen. Den strategiske analysen viser at Marine Harvest har en sterk posisjon i oppdrettsbransjen og at vertikal integrasjon kan gjøre selskapet i stand til å levere gode resultater i årene som kommer.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal vi bearbeide regnskapet til Marine Harvest for å gjøre det mer egnet for investororientert analyse.

Hensikten med regnskapsanalysen er i følge Kinserdal (2005) å avdekke og få frem de underliggende økonomiske forholdene i det aktuelle selskapet. Innsikt i de underliggende forholdene i Marine Harvest vil gjøre oss bedre i stand til å forstå selskapets historiske utvikling og dermed gi oss bedre forutsetninger for å prognostisere fremtidig fri kontantstrøm. Gjesdal (2007) trekker frem at det er uenighet i hvorvidt fortiden er et godt bilde på fremtiden. De historiske forholdene i selskapet vil reflektere fundamentale forhold som også er viktig for fremtidig inntjening, da spesielt på kort og mellomlang sikt (6-10 år). Slike forhold vil således være aktuell å bygge prognostiseringen på ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet senere i oppgaven.

Vi vil i det videre omgruppere og normalisere resultatregnskapet og balansen til Marine Harvest for å gjøre tallene mer egnet for investororientert analyse. Omgruppering vil ifølge Gjesdal (2007) være nødvendig, da dagens regnskapsmessige oppstilling ikke er veldig godt egnet for verdivurdering. Gjesdal (2007) trekker frem at det foreligger undersøkelser som viser at analytikere tenderer å være litt for optimistiske i sine vurderinger, men det er usikkert hva som er årsaken til dette. Slik optimisme kan tyde på at man i for liten grad tar utgangspunkt i den historiske inntjeningen og dagens situasjon ved utarbeidelse av fremtidsprognoser. Abarbanell og Bernard (1992) mener at denne overoptimismen skyldes at analytikere i for stor grad undervurderer virkningen av tilbakeslag. Vi mener at en regnskapsanalyse som tar utgangspunkt i historiske regnskapstall vil gjøre oss bedre i stand til å predikere fremtidig fri kontantstrøm for Marine Harvest.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Vi vil i det videre benytte Knivsflå (2015c) sitt oppsett for regnskapsanalyse for å bedre vår innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Marine Harvest. Dette oppsettet tar utgangspunkt i fire steg:

1. Trailing årsregnskap
2. Omgruppering og normalisering for analyse
3. Analyse og justering av målefeil
4. Analyse av forholdstall - risiko og rentabilitet

Det første steget i analysen er trailing årsregnskap og innebærer at vi ved bruk av kvartalstall for 2015, samt tall fra 2014 skal lage et estimat på inneværende års resultatregnskap. Årsaken til at vi bør gjennomføre trailing i denne masterutredningen er at vi enda ikke har tilgang på årsregnskapet for 2015. Marine Harvest benytter IFRS og er derfor pliktig til å utarbeide kvartalsrapporter som gir god informasjon om selskapets utvikling i inneværende år.

Det neste steget i regnskapsanalysen er omgruppering og normalisering av regnskapet slik at vi blir i bedre stand til å utarbeide gode analyser. Etersom målsetningen med vår masterutredning er å fastsette egenkapitalverdien i Marine Harvest, vil vårt fokus være på investorer. Bakgrunnen for dette er at dagens regnskapsoppstilling i stor grad har kreditor i fokus og er dermed lite egnet for investororientert analyse. For at vi skal kunne gjennomføre gode analyser av regnskapet til Marine Harvest er det viktig å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster, samt normale og unormale størrelser både i resultatregnskapet og balansen. Dette gir oversikt over hvilket resultat som hører til hvilken kapital og gjør oss for eksempel i stand til å fastslå hva som er avkastningen på driftseiendelene og de finansielle eiendelene. Dette vil være nyttig når den frie kontantstrømmen skal fastsettes senere i oppgaven. Ifølge Gjesdal (2007) er det spesielt viktig å skille avkastning på driften fra avkastning på finans, da driften er det mest sentrale i verdsettelsen, samt at det i større grad foreligger markedsverdier på finansielle poster.

Det tredje steget har til hensikt å justere for målefeil som kan foreligge i regnskapet som følge av regnskapsreglene, tilfeldige feil eller rapporteringsvalg foretatt av ledelsen (Palepu et al., 2013). Hensikten med finansregnskapet er å gi et rettviseende bilde av de underliggende

økonomiske realitetene, men det kan forekomme forhold som gjør at det som rapporteres ikke er fremstilt på en investorvennlig måte. Marine Harvest er som børsnotert foretak underlagt IFRS sitt rammeverk for finansiell rapportering og må utarbeide finansregnskapet deretter. Dette kan i enkelte tilfeller føre til at regnskapet ikke reflekterer de økonomiske realitetene. Eksempler på slike tilfeller kan være uegnede metoder for avskrivning eller direkte kostnadsføring av forskning og utvikling, som ved balanseføring sannsynligvis ville gitt en mer korrekt kapitalbase. For dem som utarbeider regnskapsreglene er det en vanskelig avveining mellom det å redusere ledelsens innvirkning på en regnskapsmessig transaksjon og det å redusere informasjonskvaliteten i regnskapet (Palepu et al., 2013). Tilfeldige feil kan være situasjoner der ledelsen må gjøre regnskapsmessige valg i dag basert på forhold som er forventet å inntreffe i fremtiden. Slike valg kan føre til feil rapportering ved at ledelsen ikke er i stand til å forutse fremtidige konsekvenser av transaksjoner foretatt i dag (Palepu et al., 2013). Det siste momentet som er viktig å ha i tankene er at regnskapsreglene åpner for en del skjønnsmessige vurderinger som ledelsen kan benytte til sin fordel, eller at det kan foretas dårlige valg uten at ledelsen nødvendigvis gjør noe feil (Palepu et al., 2013).

Det siste steget i regnskapsanalysen er analyse av forholdstall. Vi vil gå nærmere inn på risiko, representert ved likviditet og soliditet, og på bakgrunn av dette gi selskapet en syntetisk rating. Innsikt i risiko er viktig for å kunne fastsette en rimelig risikopremie, slik at netto finansielt gjeldskrav som fastsettes i kapittel 8, blir mest mulig korrekt.

Før vi setter i gang med regnskapsanalysen er det en del praktiske valg som må avklares, blant annet hvilket analysenivå som benyttes og hvor lang analyseperiode vi velger. Valg av analysenivå vil blant annet fastslå hvorvidt vi skal analysere med utgangspunkt i konsernregnskapet eller morselskapets regnskap. Deretter må vi velge hvor lang periode som er rimelig å legge til grunn for våre analyser. Hvorvidt analyseperioden skal være kort eller lang vil avhenge av hvordan den historiske utviklingen i selskapet har vært. Til slutt må vi gjøre en vurdering av hvilke komparative virksomheter vi skal sammenligne selskapet vårt med, samt avklare om selskapet vi har valgt også skal inngå i bransjetallene.

5.1.1 Valg av analysenivå

Marine Harvest har forskjellige forretningsområder med fôr, oppdrett og videreforedling. Dette taler i utgangspunktet for at de ulike forretningsområdene bør analyseres hver for seg. Spesielt gjelder dette fôr, da Marine Harvest selv argumenterer for at de økonomiske karakteristikene knyttet til fôr er forskjellig fra de andre aktivitetene som drives i konsernet (Marine Harvest årsrapport, 2014). Teorien argumenterer for at man ved å slå sammen forretningsområdene kan ende opp med å overse viktige trender i inntjeningen som man ellers ville ha avdekket (Koller et. al. 2010). På den annen side henger forretningsområdene i stor grad sammen og risikobildet er dermed ikke fundamentalt forskjellig, samt at tilgangen på regnskapsinformasjon knyttet direkte til de ulike forretningsområdene er noe begrenset. Når i tillegg fôrenheten først ble operasjonalisert i midten av 2014, og det forventes at dagens kapasitet først vil utnyttes fullt ut i inneværende år, mener vi at en oppsplitting ikke nødvendigvis bedrer analysene. Vi vil i det videre derfor ikke dele analysen opp på bakgrunn av forretningsområder.

Videre må vi ta stilling til om vi skal analysere med utgangspunkt i Marine Harvest ASA, som er morselskapet eller om vi skal ta utgangspunktet i konsernregnskapet. Konsernregnskapet har til hensikt å vise konsernets transaksjoner med omverdenen og dermed blir interne transaksjoner eliminert. Kaldestad og Møller (2011) argumenterer for bruk av konsernregnskapet dersom virksomheten som helhet er tett driftsmessig integrert. Marine Harvest er på vei til å bli et helintegrert selskap og hensikten med dette er å ha kontroll over både opp- og nedstrøms virksomhet. Dette taler for bruk av konsernregnskapet, da selskapet i stor grad er driftsmessig integrert. På den annen side argumenterer Kaldestad og Møller (2011) for oppsplitting ved operasjoner i flere land som følge av for eksempel valutaproblematikk. Marine Harvest har operasjoner i mange ulike land og er eksponert for endringer i valuta, hvilket taler for oppsplitting. Knivsflå (2015c) argumenterer for bruk av konsernregnskapet, da det gir et bedre bilde av selskapets virksomhet. Sett under ett mener vi at helintegrasjonen kombinert med begrenset noteinformasjon i finansregnskapet veier tyngst og vi velger dermed å analysere med utgangspunkt i konsernregnskapet.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Videre må det tas stilling til hvor langt tilbake i tid regnskapsinformasjonen skal analyseres. Dette er et valg som må tas på bakgrunn av hvordan virksomheten har utviklet seg over tid. Knivsflå (2015c) mener at det for virksomheter som har utviklet seg mye, med for eksempel oppkjøp og fusjoner, bør analyseres over en kort periode. For virksomheter som har vært relativt stabile over tid er det ikke noe problem å analysere over en lengre periode, da historiske tall i større grad er representative for fremtiden.

Marine Harvest har som mange andre store oppdrettsselskaper vært gjennom fusjoner som følge av bransjens stadige konsolidering. Dette taler for en relativt kort analyseperiode, da selskapet slik det fremstår i dag ikke har lang driftshistorikk. Selskapet gjennomgikk også en større reorganisering i 2010 (Marine Harvest årsrapport, 2014), slik at året etter kan være et rimelig tidspunkt å starte analysen. Til tross for satsing på eget fôr og oppkjøp av Morpol som gjerne har bidratt til mer ustabile forhold i de senere år, vil vi velge en analyseperiode på seks år. Overnevnte forhold, samt utviklingen i retning av å bli vertikalt integrert, gjør eldre regnskapstall mindre representative for dagens virksomhet. Til tross for at Marine Harvest opererer i en syklisk bransje, som isolert sett taler for en lengre analyseperiode, velger vi å stå fast ved en analyseperiode på seks år inkludert trailingåret. Dette gir en analyseperiode som strekker seg fra 2010-2015T, og vi får da inkludert gode og mindre gode år for oppdrettsbransjen. Dette er hensiktsmessig slik at vi ikke utarbeider fremtidsregnskap på bakgrunn av lite representative tall.

5.1.3 Komparative virksomheter

Som nevnt tidligere er det SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Cermaq som sammen med Marine Harvest utgjør oppdrettsbransjen. I tråd med teorien inngår Marine Harvest i bransjetallene når det gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2015c). Årsaken til dette er at vi ønsker å se hvordan Marine Harvest gjør det sammenlignet med bransjegjennomsnittet, og da må alle selskaper som utgjør «bransjen» inngå.

5.2 Presentasjon av resultat og balanse

5.2.1 Tabulering av årsregnskapet

Vi har ved tabuleringen satt årsregnskapet til Marine Harvest fra perioden 2010-2014 opp i oversiktlige tabeller, noe som gjør det lettere å gjennomføre trailing, normalisering og omgruppering. Resultatet av tabuleringen kan ses i appendix 14.1.

5.3 Trailing årsregnskap

Per dags dato har vi bare tilgang på årsrapporten fra 2014, noe som er gammel informasjon sent i 2015. Etter IFRS og nærmere bestemt IAS 34 er Marine Harvest som børsnotert selskap pliktig til å utarbeide kvartalsregnskaper (IAS 34 - iasplus.com). Disse har til hensikt å gi løpende oppdateringer på den økonomiske aktiviteten og resultatutviklingen gjennom året. Vi har per 15. september bare tilgang på kvartalsrapportene knyttet til første og andre kvartal. Vi vil derfor utarbeide trailing med utgangspunkt i første og andre kvartal 2015, med støtte fra tall hentet fra 2014. Trailing balanse utarbeides med utgangspunkt i balansen oppgitt i andre kvartal 2015 da dette er vårt beste estimat på balansen ved årsslutt.

Nå som vi kjenner første og andre kvartal benyttes følgende oppsett ved utarbeidelse av trailing:

$$\text{Trailing} = Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3(t-1)} + Q_{4(t-1)}$$

Dette innebærer at vi lager et estimat på årets resultatregnskap med utgangspunkt i første og andre kvartal for 2015 og benytter tredje og fjerde kvartal fra 2014 som beste estimat på tredje og fjerde kvartal 2015. I tillegg vil vi vekstjustere tallet vi kommer frem til med utgangspunkt i utviklingen i årets to første kvartal vurdert mot samme tid i fjor. Ekstrem vekst bør ifølge Knivsflå (2015c) overstyres, da vi legger til grunn at veksten er tilbakevendende mot gjennomsnittet (Palepu et al., 2013).

Det er viktig å skille mellom normale og unormale poster i trailingen. Den overnevnte metoden benyttes bare på normale poster, da unormale poster per definisjon ikke er forventet å gjenta seg og dermed blir metoden lite hensiktsmessig. For unormale poster vil beste estimat være kvartalstallene for inneværende år.

For postene korrigerer virkelig verdi biomasse og verdjustering biomasse vil vi også benytte kvartalstallene med en justering basert på historiske forhold mellom første og andre kvartal. Dette er poster som er svært utsatt for svingninger da de er direkte avhengig av lakseprisen. Etter vår vurdering vil ikke et forsøk på å justere på en mer omfattende måte gi et bedre estimat på endelig verdi. Marine Harvest benytter bruttoføring på disse postene, men som følge av at nettoføring er mer utbredt ellers i bransjen vil vi benytte nettoføring ved å slå dem sammen. For unormale poster som tapskontrakter, nedskrivning og restrukturering mener vi at kvartalstallene virker å være rimelige.

I trailingen av nettoresultat fra tilknyttede selskap vil vi ikke gjennomføre noen vekstjustering, da det etter to kvartal i 2015 bare er cirka halvparten så stort bidrag fra tilknyttede selskaper som i 2014. Marine Harvest opplever dårligere resultater i 2015 og da er det ikke urimelig å anta at dette er en trend også i driftstilknyttet virksomhet. Den endelige trailingen ender opp en del under 2014 nivået, noe som er i tråd med argumentasjonen over og at investeringene i driftstilknyttet virksomhet er noe lavere.

Det er utfordrende å finne en rimelig trailing for finansposter og skattekostnaden. For ordinære finansposter vil vi estimere en rentesats på bakgrunn av historiske data og multiplisere denne med det kapitalgrunnlaget vi mener er mest korrekt. Vi benytter finanskostnaden hentet fra første og andre kvartal 2014 og den inngående finansielle gjelden for hele 2014 som utgangspunkt for estimering av renten. Ettersom denne renten bare utgjør halve året, må vi justere den opp slik at den er representativ for hele året. Deretter multipliserer vi med den inngående balansen for 2015 på den finansielle gjelden, da vi mener dette er det beste kapitalgrunnlaget. Vi benytter samme metode for å estimere finansinntekten, men som kapital benytter vi nå finansielle eiendeler.

Skattekostnaden estimeres med utgangspunkt i driftsresultatet, finansinntektene og det unormale finansresultatet før den justeres ned med utgangspunkt i finanskostnadene. Ettersom selskapskatten i Norge i dag er 27 % vil vi ta utgangspunkt i en skattesats på 27 %

for beregning av fradraget knyttet til finanskostnadene. Dette kan være noe urimelig med tanke på at selskapet har virksomhet i flere land, men etter vår vurdering vil dette gi det beste estimatet.

Som følge av uttaksmodellen, nærmere bestemt fritaksmetoden i skatteloven § 2-38, anser vi den effektive skattesatsen på finansinntektene som lavere enn selskapsskatten. Dette skyldes at utbytte og aksjegevinster ikke er skattepliktig for selskaper (Skatteloven, 1999, § 2-38). Vi velger å benytte 18 % som beste estimat på finansinntektsskattesatsen, da skattefrie finansinntekter utgjør omlag $\frac{2}{3}$ av totale finansinntekter (renteinntekt, utbytte og aksjegevinster) i Marine Harvest i 2014. Før skattekostnaden på trailingen kan estimeres må en rimelig driftsskattesats fastsettes. Med utgangspunkt i driftsskattesatsen fra kvartalstallene i 2014 og 2015 estimerer vi en rimelig driftsskattesats til 24 %.

På bakgrunn av det overnevnte estimerer vi skattekostnaden på trailingen ved bruk av følgende formel:

$$\text{Skattekostnad} = dss * \text{driftsresultat} + fis * (FI + UFR) - fgs * FK$$

$$dss = \text{driftsskattesatsen}$$

$$fis = \text{effektiv skattesats på finansinntektene}$$

$$fgs = \text{effektiv skattesats på finanskostnadene}$$

Figur 5-1: Trailing skattekostnad (Knivsfå, 2015c)

Ved trailing av balansen for 2015 tar vi utgangspunkt balansen fra andre kvartal og bruker denne som beste estimat. Kvartalstallene består i større grad av sammenslåtte poster slik at enkelte poster, for eksempel fordringer, ikke er splittet opp i kundefordringer og andre fordringer. Det viser seg at forholdet mellom de ulike fordringene har holdt seg tilnærmet konstant over analyseperioden, og vi benytter derfor dette forholdet som utgangspunkt for å splitte opp fordringsmassen som danner grunnlaget for trailing balanse. Som et eksempel har finansielle fordringer stort sett utgjort i underkant av 30 % av totale fordringer gjennom hele analyseperioden. Vi benytter samme metode for kontanter og andre anleggsmidler, da det også her virker å være et rimelig stabilt forhold over analyseperioden.

På samme måte som for Marine Harvest, har vi gjennomført trailing for bransjen for å få trailingtall som er sammenlignbare. Ettersom kvartalsrapportene til dels er lite detaljerte må vi foreta noen justeringer for å få tall som er sammenlignbare. Det er ikke utarbeidet trailing for Cermaq, da selskapet ikke lengre er børsnotert. Vi løser denne utfordringen med å justere bransjetallene for den relative andelen Cermaq utgjorde av bransjetallene i 2014.

5.4 Omgruppering og normalisering

5.4.1 Omgruppering og normalisering av resultatregnskap

Hensikten med omgruppering av resultatregnskapet er å sette fokus på hvordan verdiskapningen skjer og hvor verdiene ender opp. For investorer er det ønskelig å vite hvor mye av verdiskapningen som kommer fra drift, hvor mye som kommer fra finans og hvordan verdiskapningen fordeles mellom eiere, kreditorer og det offentlige. For å gjøre regnskapene mer fremtidsrettet vil vi også gjennomføre normalisering.

Vi vil i det videre klassifisere regnskapspostene som enten driftsrelaterte eller finansielle, og vil skille mellom normale og unormale poster. Driftsrelaterte poster har tilknytning til driftsrelaterte eiendeler og utgjør en del av selskapets daglige drift (Kaldestad og Møller, 2011). Finansielle poster er knyttet til finansielle eiendeler og utgjør ikke en del av selskapets daglige drift. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) kan selskapet kvitte seg med slike uten å skade resultatet og kontantstrømmen fra driften. Vi vil også fordele skattekostnaden på de ulike størrelsene slik at vi får netto resultatstrømmer.

Ettersom selskapene benytter IFRS i sin rapportering vil ikke dirty surplus, som er føringer direkte mot egenkapitalen, og dermed brudd på kongruensprinsippet, være særlig utbredt. Dette skyldes at det etter IAS 1 er spesifisert at alle inntekter og kostnader skal føres over resultatregnskapet eller andre fullstendige resultatelementer (IAS 1 – iasplus.com). Fra historisk oppstilling av endring i egenkapitalen er det ikke noe som tyder på at det foreligger dirty surplus i Marine Harvest. Vi vil derfor ikke problematisere dette noe videre.

Videre vil vi fordele årets skattekostnad slik at kapitalflyten til de ulike kapitalene blir netto størrelser, da det er disse størrelsene som er interessante for investorer (Gjesdal, 2007). Skattesatsen som benyttes i beregningen er den nominelle skattesatsen. Denne satsen må

ikke blandes med den effektive satsen, som er periodens faktiske skatt som andel av resultatet før skatt (Penman, 2013).

Inntekter

Driftsinntektene i Marine Harvest er primært normale inntekter knyttet til Marine Harvest sin ordinære drift. Disse utgjør mesteparten av selskapets inntekter og normaliseres ikke da dette er en post som er ventet å komme tilbake periode etter periode. Det fremgår av notene at annen inntekt består av diverse inntekter fra tilknyttede selskaper. Denne posten virker å gjenta seg hvert år, men varierer så mye i størrelse at den er vanskelig å predikere. Vi bruker derfor et aritmetisk gjennomsnitt til å normalisere og fordele annen inntekt. Det kan argumenteres for andre og mer avanserte metoder å fordele denne størrelsen på, men når størrelsen utgjør en så liten andel av de totale driftsinntektene vil en mer avansert fordelingsmetode ha begrenset merverdi. I årsregnskapet for 2010 er ikke annen inntekt oppgitt. Vi velger å trekke den normaliserte størrelsen ut fra driftsinntektene og føre den som annen inntekt for å få kontinuitet i føringen.

Resultatet fra tilknyttede virksomheter bør inngå i normal drift dersom driften i disse selskapene i stor grad kan knyttes til driften i Marine Harvest. Av notene fremgår det at virksomhetene spenner fra forskning til transport, og anses for å være direkte knyttet til driften i Marine Harvest. Resultatene fra tilknyttede selskaper virker å være en fast kilde til inntjening, da selskapet gjennom hele perioden har mottatt resultater. Det er ikke noe i notene som tyder på at disse eierskapene ikke skal videreføres og dette gir grunnlag for å klassifisere dem som normale driftsrelaterte.

Kostnader

Materialkostnader er direkte knyttet til daglig drift, mens avskrivningene er indirekte tilknyttet driften via driftsmidlene som avskrives. Begge kostnadsgruppene anses derfor for å være driftstilknyttet. Veksten i avskrivningene har vært betydelig gjennom perioden, men siden selskapets avskrivbare driftsmidler også har økt gjennom perioden vil ikke dette være unaturlig. Materialkostnadene har ikke utviklet seg urimelig i løpet av perioden, og anses for å være normale som et resultat av at de er forventet å gjenta seg år etter år

Lønnskostnadene er i følge Palepu et al. (2013) normalt knyttet til drift, men pensjon kan skape problemer der det ikke er konsistens mellom resultatregnskap og balanse (Gjesdal

2007). Pensjon inngår i lønnskostnadene som er en driftspost, og vi er dermed nødt til å klassifisere pensjonsmidlene enten som driftseiendeler eller trekke pensjonskomponenten ut av lønnskostnadene for å opprettholde konsistens. Vi velger førstnevnte alternativ og klassifiserer pensjonsmidlene som driftseiendeler. Økningen i lønnskostnadene virker ikke å være urimelig tatt i betraktning at antall ansatte har økt gjennom perioden. Gjennom perioden har det vært en økning i lønnsutbetalinger i form av bonuser og innløsning av aksjeopsjoner, men dette er ikke urimelig som en følge av at selskapet har opplevd god vekst. Vi foretar dermed ingen normalisering og klassifiserer disse som normale.

Det fremgår av notene at andre driftskostnader inneholder størrelser som naturlig følger av driftssyklusen, blant annet vedlikehold, elektrisitet og forsikring. Klassifiseringen av denne posten er dermed ganske naturlig i normal drift, og posten krever ingen normalisering.

Oppdrettslaks omsettes i stor skala på kontrakter med kortere (1-2 uker) eller lengre (opp mot 6 måneder) løpetid (Strandberg og Sellæg, 2014). Med stor variasjon i lakseprisen kan det inntreffe situasjoner hvor balanseført laks er verdsatt høyere enn kontraktsprisen som er avtalt. Tap på slike kontrakter består således av mer eller mindre tilfeldige kostnader med stor variasjon i størrelsene fra år til år. Selv om det har forekommet slike kostnader gjennom hele analyseperioden er det ingen automatikk i at denne kostnaden vil komme igjen og påvirke fremtidige resultater. For 2014 ser vi at de fleste tapsføringene som har blitt regnskapsført tidligere blir tilbakeført, noe som gir posten liten nettoverdi. Vi klassifiserer dermed denne som en unormal driftskostnad.

Knivslå (2015d) nevner eksplisitt restrukturering som en unormal driftskostnad, da den er lite relevant for fremtiden. Marine Harvest har kostnader knyttet til restrukturering gjennom hele analyseperioden, men disse varierer mye i størrelse og er dermed vanskelig å predikere. Det er dermed ikke urimelig å forvente slike kostnader også i fremtiden, men det er utfordrende å forutse når og hvor store de eventuelt vil være. Vi velger dermed å klassifisere kostnader til restrukturering som unormale driftsrelaterte. Selskaper har incentiver til å fremstille flest mulig kostnader som unormale for å fremstille normalisert inntjening best mulig. Dette medfører risiko for at den normale driftsrentabiliteten blir noe overvurdert, men etter vår vurdering er dette en mindre feilkilde enn usikkerheten knyttet til et usikkert årlig estimat.

Andre ikke-driftsrelaterte kostnader er i hovedsak avsetninger som er gjort i forbindelse med søksmål og bøter. For et globalt selskap som Marine Harvest er det ikke urimelig at slike kostnader oppstår som en normal del av driften, men det er svært vanskelig å predikere størrelsen på, og tidspunktet for når det vil skje. Vi klassifiserer dermed disse som unormale driftsrelaterte kostnader.

I notene er det spesifisert noen størrelser som selskapet anser for å være ekstraordinære sett i forhold til ordinær drift. Kostnadene er primært knyttet til tapt biomasse som følge av sykdom og rømming, noe som både tallene og næringens natur tilsier at er normale. Det er ikke urimelig at et stort selskap med den risikoeksponeringen som Marine Harvest har gjennom drift i mange ulike land, vil oppleve slike kostnader hvert år. Ettersom tapene er ganske stabile fra år til år justerer vi ikke tallene, og kan definere kostnadene som normale driftsrelaterte.

Nedskrivninger klassifiseres ifølge Knivsflå (2015d) vanligvis som unormal driftsrelatert, da det er vanskelig å forutse forhold som fører til nedskrivning. Nedskrivningene i Marine Harvest klassifiseres derfor som unormale driftsrelaterte.

Etter IAS 41 skal verdiendring i biologiske eiendeler føres til virkelig verdi over resultatet (Strandberg og Sellæg, 2014). Som følge av en veldig volatil pris i markedet for slaktet laks blir verdiendringene i resultatregnskapet ofte store, selv ved små endringer i prisen (Strandberg og Sellæg, 2014). Marine Harvest oppgir i sitt årsregnskap at en endring i markedspris på 1 NOK vil føre til en endring i estimerte biologiske eiendeler på 188,2 millioner NOK. Til tross for at balansen er mer riktig, er det flere som stiller spørsmål ved om slike verdiendringer vil gi mer beslutningsnyttig informasjon (Strandberg og Sellæg, 2014). Som følge av dette vil vi normalisere verdiendringene og balanseført verdi ved å ta utgangspunkt i samme pris hvert år, men vil justere prisen for inflasjon det enkelte år. Justeringene fremgår av tabell 5-1.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Biologiske eiendeler (mill NOK)	7 295,90	6 312,80	6 342,60	9 696,50	10 053,30	8 824,74
Volum biomasse (tonn)	250 996,00	261 010,00	240 572,00	270 298,00	284 227,00	247 100,00
Pris (NOK)	29,07	24,19	26,36	35,87	35,37	35,71
Justert pris (NOK)	31,25	32,03	32,84	33,66	34,50	35,36
Justerte biologiske eiendeler (NOK)	7 844,40	8 361,30	7 899,25	9 097,19	9 805,14	10 222,82
Justering resultat (mill NOK)	1 071,51	516,90	- 462,05	1 197,94	707,95	417,69

Tabell 5-1: Verdijustering biologiske eiendeler

Skatt

Skattekostnaden består ifølge Gjesdal (2007) av en betalbar del, og en del bestående av endring i utsatt skatt. Skattekostnaden skal i utgangspunktet utgjøre 27 % av resultatet før skatt i Norge, med mindre det foreligger permanente avvik mellom regnskapsmessige inntekter og kostnader (Gjesdal, 2007). Både finans og driftsposter har skattemessige konsekvenser, men i regnskapet er det bare oppgitt en skattepost (Penman, 2013). For å oppnå en mest mulig korrekt netto verdiflyt vil vi fordele skattekostnaden på drift og finans, samt normalt og unormalt resultat. Dette gjennomføres ved at vi beregner skatten på de normale og unormale finanspostene, for deretter å fordele resten på normal og unormal drift. Gjesdal (2007) mener at det vanskelig å fordele skatten på en meningsfylt måte uten assistanse fra selskapet som analyseres. Vi velger likevel å fordele skatten som forklart over, da vi mener dette gir beste estimat på netto størrelser.

Det er i dag 27 % nominell skattesats i Norge, og vi tar utgangspunkt i denne ved beregning av netto finanskostnad. Til tross for at denne satsen var 28 % før 2014 velger vi å benytte samme sats også før 2014 for å oppnå mer sammenlignbare tall (Hammertrø, 2015). Netto finanskostnad beregnes ved å trekke fra skattefordelen på 27 %. Dette er illustrert i appendix.

Ved beregning av netto finansinntekt vil vi med utgangspunkt i samme argumentasjon som under trailing skattekostnad og benytte 18 % som vårt beste estimat på finansinntektsskattesatsen. Dette stemmer også godt med historisk finansskattesats, hvilket har en medianverdi på 18 %. Denne er beregnet ved å dele opp i finanselementer som er skattepliktig og elementer som er omfattet av fritaksmetoden. Effektiv sats fastsettes deretter ved å dele skattepliktige inntekter på totale finansinntekter. Knivsflå (2015d) benytter også 18 % som tommelfingerregel, hvilke taler for at dette er et rimelig estimat. Se appendix 14.3 for mer en detaljert fremstilling.

Notene gir lite grunnlag for å si noe om skattemessig sammensetning i det unormale finansresultatet. Derfor gjøres det en forenkling hvor unormal finansinntektsskattesats settes lik normal finansinntektsskattesats som fastsatt.

Den resterende andelen av skatten gir grunnlag for å estimere driftsskattesatsen hvert år. Av tabellen som er plassert i appendix ser vi at driftsskattesatsen for 2013 og 2015T skiller seg ut, men de resterende tallene indikerer at en driftsskattesats på 24 % kan virke fornuftig.

Det er ikke unaturlig at satsen avviker fra nominell skattesats på 27 %, da Marine Harvest er et internasjonalt konsern med virksomhet i flere land, slik at ulike skatteregimer og skatteavtaler kan endre skattens størrelse (Gjesdal, 2007). Blant annet er nominell bedriftsbeskatning i UK og Chile henholdsvis 20 % og 22,5 %.

Vi bruker driftsskattesatsen for å finne den driftsrelaterte skatten hvert år og får dermed et bedre bilde av netto resultatutvikling i driften. Den resterende skattekostnaden klassifiseres som unormal skatt på normalt resultat og benyttes i utregningen av unormalt netto driftsresultat. Se appendix 14.3 for utregninger.

I tabell 5-2 følger det omgrupperte og normaliserte resultatregnskapet for Marine Harvest i perioden 2010-2015T (for de andre selskapene i bransjen, se appendix 14.4-7)

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015 T
Inntekter	15 113 300	15 757 400	15 420 400	19 177 300	25 300 400	26 274 242
Andre inntekter	167 900	167 900	167 900	167 900	167 900	167 900
Totale inntekter	15 281 200	15 925 300	15 588 300	19 345 200	25 468 300	26 442 142
Materialkostnader	- 7 780 700	- 8 398 600	- 9 666 500	- 9 998 500	- 13 677 400	- 15 021 840
Lønnskostnader	- 2 202 500	- 2 177 800	- 2 418 700	- 2 674 300	- 3 320 900	- 3 858 870
Andre driftskostnader	- 1 423 300	- 1 879 000	- 1 926 600	- 2 294 500	- 2 930 700	- 3 559 480
Avskrivning	- 676 100	- 795 800	- 868 400	- 424 300	- 1 307 100	- 1 637 740
Driftsresultat før verdijustering	3 198 600	2 674 100	708 100	3 953 600	4 232 200	2 364 212
Verdiendring biologiske eiendeler	1 071 505	516 903	- 462 055	1 197 944	707 946	417 685
Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring	200 900	218 500	276 100	64 500	- 38 300	- 17 900
Driftsresultat egen virksomhet	4 471 005	3 409 503	522 145	5 216 044	4 901 846	2 763 997
Driftsrelatert skattekostnad(24%)	- 1 073 041	- 818 281	- 125 315	- 1 251 851	- 1 176 443	- 663 359
Netto driftsresultat egen virksomhet	3 397 964	2 591 222	396 830	3 964 194	3 725 403	2 100 638
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	202 000	- 8 500	88 300	221 800	149 500	125 300
Netto driftsresultat	3 599 964	2 582 722	485 130	4 185 994	3 874 903	2 225 938
Netto finansinntekt	14 596	22 632	110 454	131 118	32 226	31 111
Netto finanskostnad	- 283 021	- 336 457	- 312 805	- 510 343	- 455 228	- 442 364
Netto minoritetsresultat	- 30 500,00	- 5 500,00	- 4 000,00	- 7 400,00	- 3 900,00	- 975,00
Normalt nettoresultat til egenkapital	3 301 039	2 263 397	278 779	3 799 369	3 448 001	1 813 710
Unormalt netto driftsresultat	- 88 871	484 685	- 256 809	- 34 549	588 735	845 127
Unormalt netto finansresultat	726 874	- 62 986	- 576 800	605 204	432 752	- 317 454
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	3 939 042	2 685 096	- 554 830	4 370 023	4 469 488	2 341 383

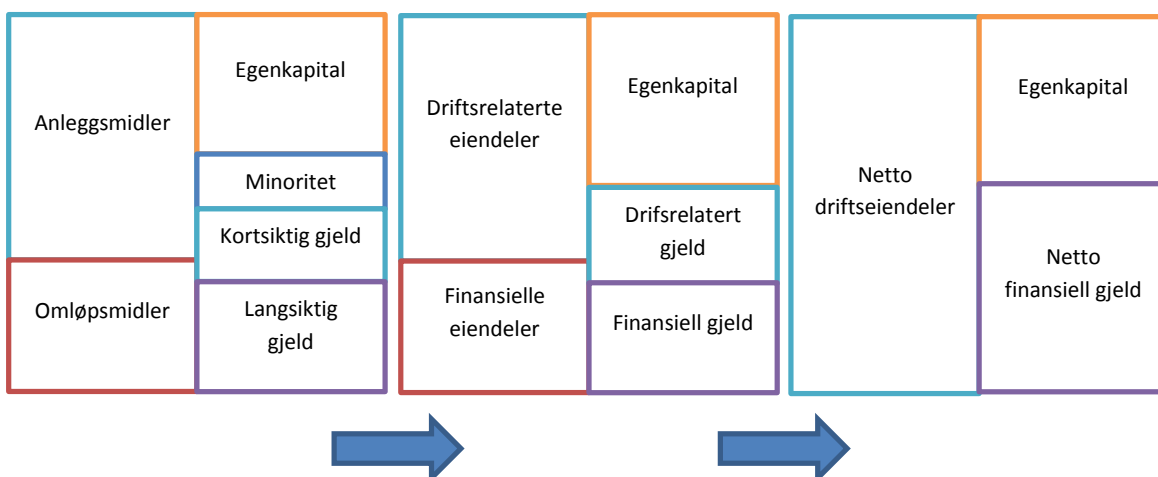
Tabell 5-2: Omgruppert og normalisert resultatregnskap Marine Harvest 2010-2015T

5.4.2 Omgruppering av balansen

Den typiske balansen er kreditororientert med en oppdeling der eiendelene blir plassert etter likviditet og forpliktelsene etter forfall slik figur 5-2 under illustrerer (Penman, 2013). Eiendelene består av anleggsmidler og omløpsmidler, uten at det skilles mellom hva som er finansielle og hva som er driftsrelaterte poster. Forpliktelsene består på samme måte av kortsiktige og langsiktige forpliktelser, der det ikke skilles mellom hva som er finansiell og driftsrelatert gjeld. Som analytikere hvor fokus er å gi investorer beslutningsnyttig informasjon, vil en omgruppering hvor det skilles mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, samt driftsrelatert og finansiell gjeld være mer egnet. Dette skyldes ifølge Penman (2013) at det er driften som primært skaper verdi for aksjonærene, noe som vil gjøre oss i stand til å forstå hvilken kapital som genererer verdiskapning. Det foreligger også i større grad markedsverdier på finansielle størrelser, mens driften må verdsettes på andre måter. Å skille drift fra finans er dermed et viktig steg i retningen av å verdsette den fremtidige inntjeningen i Marine Harvest. I det videre vil vi gjennomføre en omgruppering av balansen i selskapet. Etter å ha omgruppert balansen vil vi sitte igjen med en balanse som består av netto driftseiendeler på den ene siden og netto finansiell gjeld og egenkapital på den andre siden. Sammenhengen kan ses av likningen og figur 5-2 under:

$$\text{Netto driftseiendeler} = \text{Driftseiendeler} - \text{driftsrelatert gjeld}$$

$$\text{Netto finansiell gjeld} = \text{Finansielle eiendeler} - \text{finansiell gjeld}$$



Figur 5-2: Fra kreditororientert til investororientert balanse (Fritt etter: Kaldestad og Møller, 2011)

Eiendeler

Anleggsmidler

Marine Harvest sine bygninger, fabrikker og annet utstyr er direkte knyttet til drift og utgjør i sin helhet driftsrelaterte anleggsmidler. Posten andre anleggsmidler er ikke spesifisert i notene, men det forutsettes at denne er driftsrelatert. Penman (2013) argumenterer for at tilknyttede selskaper skal klassifiseres som driftsrelaterte dersom virksomheten er nært tilknyttet den virksomheten selskapet selv driver. Av notene går det frem at de tilknyttede selskapene har virksomhet knyttet til oppdrettsbransjen som dermed er nært knyttet til Marine Harvest og deres virksomhet. Selskapet sitter typisk på slike investeringer for å bedre egen virksomhet og investeringene klassifiseres dermed som driftsrelaterte. Dette vil også skape konsistens mellom resultat og balanse, da resultatene fra tilknyttede selskaper ble klassifisert som driftsrelaterte.

Marine Harvest eier også andeler i selskaper hvor de ikke har vesentlig innflytelse. Denne posten består av både spesifiserte og uspesifiserte selskaper. Av notene kan vi lese at de spesifiserte selskapene er knyttet til drift, mens det er større usikkerhet knyttet til de uspesifiserte selskapene. Ettersom de uspesifiserte selskapene utgjør størst andel av denne posten klassifiseres hele posten som finansiell.

Konsesjoner eller lisenser gir Marine Harvest rettighetene til å drive dagens virksomhet og er således en forutsetning for å kunne videreføre driften og skape fremtidig inntjening. Ettersom det ikke er mulig å balanseføre egentilvirket goodwill etter IFRS antar vi at all balanseført goodwill stammer fra driftsrelaterte oppkjøp (Stenheim, 2010). Dette fører til at begge postene klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler. Penman (2013) argumenterer for at utsatt skatt er driftsrelatert siden fordelene oppstår som følge av ulike skatte- og regnskapsmessige avskrivninger av driftsrelaterte eiendeler. Dette anses for å være en del av driften og dermed klassifiserer vi utsatt skatt som driftsrelatert. Andre immaterielle eiendeler er ikke spesifisert i note, men slike omfatter etter IAS 38 generelt ikke-monetære fordeler uten fysisk substans (IAS 38 - iasplus.com). Slike fordeler kan for eksempel være merkevarekapital som er forventet å generere en sikker fremtidig økonomisk fordel til selskapet. Disse klassifiseres dermed som driftsrelatert.

Omløpsmidler

Varer inngår som en del av den ordinære driften og klassifiseres dermed som driftsrelaterte. Det er mulig å trekke paralleller mellom varer i arbeid fra en vanlig produksjonsbedrift og biologiske eiendeler for et oppdrettsselskap (Strandberg og Sellæg, 2014), og dermed er det naturlig å konkludere med at dette er driftsrelaterte omløpsmidler. Vi ønsker å være konsistent i behandlingen av poster i resultatregnskapet og balansen, så når vi har valgt å normalisere komponenten knyttet til verdiendring av biologiske eiendeler i resultatregnskapet, må vi foreta en tilsvarende justering også i balansen.

Kundefordringene er knyttet til salg der kundene enda ikke har gjort opp for seg og er dermed knyttet til driften i Marine Harvest. Penman (2013) argumenterer for drift dersom selskapet tilbyr kreditt for å tiltrekke seg kunder, hvilket rimelig kan antas å være tilfellet for Marine Harvest. Gjesdal (2007) argumenterer for at også andre fordringer, som ikke er kundefordringer, kan knyttes til driften. Av notene fremgår det at store deler av andre fordringer består av forhåndsbetaling, pensjon og en uspesifisert post. Uten mer informasjon om den uspesifiserte posten er det vanskelig å argumentere for noe annet enn at disse klassifiseres som drift, da dette er konsistent med konklusjonen til Gjesdal (2007). Et annet forhold som trekker i samme retning er at Penman (2013) argumenterer for at «andre poster» ofte er driftsrelaterte. For å sikre konsistens mellom balanse og resultat klassifiseres pensjon som drift, da pensjonskostnadene inngår i lønnskostnadene. Forhåndsbetaling klassifiseres også som drift da vi ser på slike transaksjoner som en naturlig del av driften.

Kontanter er mye omdiskutert i forbindelse med omgruppering. Penman (2013) argumenterer for at det er nødvendig med en kapitalbuffer i form av «arbeidskontanter» av en viss størrelse for å betale løpende utgifter. Disse kontantene skal følgelig klassifiseres som driftsrelaterte. Videre argumenterer Penman (2013) for at den overskytende kontantbeholdningen ikke er driftsrelatert og må klassifiseres som finansiell. Det er vanskelig å fastslå nøyaktig hvor stor denne kapitalbufferen må være og ifølge Knivsflå (2015e) fører dette til at de ofte klassifiseres som finansielle. Alle renteinntektene er klassifisert som finansielle i resultatregnskapet og dermed blir det naturlig å være konsistent ved å plassere hele kontantbeholdningen som finansiell. Dette vil være den mest praktiske løsningen, da det som nevnt er vanskelig å vite akkurat hvor stor den driftsrelaterte kapitalbufferen bør være. En slik klassifisering kan ifølge Knivsflå (2015e) føre til at driftskapitalen blir underestimert, men ifølge Gjesdal (2007) er konsistens overordnet.

Kontanter med restriksjoner er skattetrekksmidler fra lønn og sikkerhet for driftsaktiviteter. Dette er dermed en form for arbeidskapital og taler for at de er driftsrelaterte (Penman, 2013). Vi klassifiserer dermed ordinære kontanter som finansielle og kontanter med restriksjoner som driftsrelaterte.

Eiendeler holdt for salg har ikke noe med fremtidig inntjening å gjøre og disse bør derfor ikke inngå som en driftseiendel. Vi klassifiserer dermed slike eiendeler som unormale finansielle.

Gjeld

Den utsatte skatteforpliktelsen anses ifølge Penman (2013) for å være en korreksjon til driftseiendeler snarere enn en ren gjeld, og det er derfor naturlig at denne størrelsen inngår i langsiktig driftsrelatert gjeld. De betalbare skatteforpliktelsene klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert ettersom Knivsflå (2015e) heller mot en slik klassifisering når mesteparten er knyttet til drift. Videre vil dette være konsistent med behandlingen av den utsatte skattefordelen som argumentert for.

Den langsiktige rentebærende gjelden klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld, da den har en eksplisitt rentekostnad. Andre langsiktige forpliktelser inneholder netto pensjonsforpliktelser, men den største andelen er knyttet til rentebærende gjeld. Den beste måten å behandle andre langsiktige forpliktelser blir dermed å trekke pensjonsforpliktelsene ettersom disse er knyttet til driften gjennom lønnskostnadene, mens den resterende andelen klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld. Det kan ifølge Gjesdal (2007) argumenteres for at pensjonsforpliktelsene skal klassifiseres som en finanspost, men siden teorien ikke gir noe klart svar er det viktigste at det er konsistens mellom resultat og balanse.

Den kortsiktige rentebærende gjelden klassifiseres som finansiell som følge av den eksplisitte rentekostnaden.

Leverandørgjeld er kortsiktig kreditt som Marine Harvest opparbeider seg som en del av den vanlige driften, som et resultat av varer eller tjenester mottatt fra en leverandør. Slik gjeld har gjerne kort kredittid uten noen eksplisitt rentekostnad, men den har derimot en implisitt rentekostnad som gjør seg gjeldende ved høyere innkjøpspris. Ifølge Knivsflå (2015e) bør

leverandørgjelden ikke anses for å være gjeld i tradisjonell forstand, men den bør heller ses på som en korreksjon til driftstilknyttede eiendeler. Vi klassifiserer leverandørgjelden som driftsrelatert, både som følge av tett tilknytning til driftsrelaterede eiendeler og siden den implisitte rentekostnaden inngår som driftskostnader.

Andre kortsiktige forpliktelser inneholder ifølge notene poster knyttet til blant annet lønn, velferdsordninger, “accrued expenses”, kontantstrømsikring og andre forpliktelser. Slik vi vurderer det er disse postene i stor grad knyttet til drift og dermed vil en klassifisering som kortsiktig driftsrelatert gjeld være mest korrekt. “Accrued expenses” er en av de største postene og vil ifølge Penman (2013) typisk inneholde et mangfold av ulike driftskostnader, som leie og forsikring, og bør dermed klassifiseres som drift. En mer detaljert fordeling hadde vært ønskelig, men for å sikre konsistens mellom år (ulik oppsplitting ulike år) og selskapene i bransjen, velger vi å klassifisere andre kortsiktige forpliktelser som driftsrelatert.

Forpliktelser holdt for salg er ikke relevant for fremtiden og klassifiseres dermed som kortsiktig finansiell gjeld.

5.5 Justering av målefeil

Det er uenighet i litteraturen om hvorvidt det er korrekt å justere for målefeil eller ikke. Argumentasjonen fra motstanderne mot justering kan kort forklares med frykten for å implementere mer målefeil i regnskapstallene ved justering av tallene. Penman (2013) er ikke tilhenger av justering, mens Damodaran (2012) på sin side benytter justering av målefeil i stor utstrekning. Damodaran (2012) mener at et justert regnskap gir mer korrekt informasjon om de underliggende økonomiske forholdene i selskapet som analyseres. Knivsfå (2015f) deler målefeil inn i tre kilder; superprofitt, målefeil som følge av regnskapsreglene og kreativ regnskapsføring. Videre vil vi bare justere for målefeil vi mener følger av regnskapsreglene, da vi legger til grunn at en ren revisjonsberetning for 2014 indikerer at det ikke foreligger kreativ regnskapsføring. Videre anser vi ikke superprofitt som en kilde til målefeil som må justeres, da dette bare er avkastning ut over kravet til eierne. Ifølge Palepu et al. (2013) er de to viktigste kildene til målefeil forårsaket av regnskapsreglene knyttet til avskrivningsplanen og manglende balanseføring.

Avskrivningsplan

Avskrivningsplanen i Marine Harvest og de aller fleste andre selskaper er lineær. Det fremgår av IAS 16 at annen plan typisk benyttes dersom det antas at den gir en bedre sammenstilling av kostnadsføringen og fremtidig økonomisk fordel som eiendelen genererer (IAS 16 – iasplus.com). En lineær avskrivningsplan innebærer at det kostnadsføres samme sum årlig over den forventede levetiden til den aktuelle avskrivbare eiendelen. Dette fører typisk til at enkeltinvesteringer vil få forskjellig rentabilitet i starten og slutten av levetiden, som følge av høyere kapitalgrunnlag i starten enn mot slutten av levetiden. Dette er i utgangspunktet en feilkilde som kan justeres, men det er vanskelig å lage korrekte avskrivningsplaner som gir jevn rentabilitet.

Vi kunne i prinsippet benyttet internrentebaserte avskrivninger. Slike avskrivninger vil gi lik rentabilitet hvert år og representerer derfor det teoretisk mest korrekte, dersom hensikten er avgrenset til å rapportere en rentabilitet som er lik internrenten (Heskestad, 2001). På den annen side vil virksomheten fortløpende investere i nye avskrivbare eiendeler, noe som vil føre til at man til en hver tid har en portefølje bestående av eiendeler med ulik gjenværende levetid. Dette vil jevne ut forskjellene, noe som igjen begrenser behovet for justering. Når mye av problemene med den lineære metoden viskes bort, anser vi det som lite hensiktsmessig å utarbeide internrentebaserte avskrivninger. Det kan også virke noe ambisiøst å skulle utarbeide bedre avskrivningsplaner uten inngående kjennskap til de avskrivbare eiendelene selskapet besitter. Vi velger derfor å ikke justere avskrivningsplanen for Marine Harvest.

Manglende balanseføring

IFRS er balanseorientert, hvilket innebærer at resultatet kan sies å være underordnet og bestemmes residualt av endringer i balansen fra periode til periode (Kvifte og Johnsen, 2008). For at poster skal kunne balanseføres stilles det strenge krav til at eiendels- eller gjeldsdefinisjonene innfris. Poster som ikke oppfyller kravene kan ikke balanseføres og må tas over resultatregnskapet. For en eiendel stilles det blant annet krav om at de fremtidige økonomiske fordelene knyttet til den aktuelle eiendelen må tilflyte selskapet, samt at fordelene kan måles pålitelig (Kvifte og Johnsen, 2008). Dersom de fremtidige økonomiske fordelene er usikre eller at selskapet bare leier en eiendel må kostnadsføringen skje direkte.

FoU og markedsføring

Manglene balanseføring av forskning og utvikling (FoU) og markedsføring skyldes at det er for stor usikkerhet knyttet til de fremtidige økonomiske fordelene, og disse kan vanskelig pålitelig. Dette representerer en målefeil i den forstand at rentabiliteten blir feil som følge av undervurdert balanse. Videre vil sammenstillingen mellom inntekter og kostnader bli dårlig og resultatene i dag vil bli undervurdert, mens resultatene i fremtiden blir overvurdert som følge av for lave kostnader.

Marine Harvest har gjennom hele analyseperioden hatt kraftig vekst i kostnadene knyttet til markedsføring og FoU. Dette fører til at balansen sannsynligvis er undervurdert og at dagens rentabilitet er for høy sett i forhold til de økonomiske realitetene. Dette kan igjen føre til prognostisering av en for høy fri kontantstrøm hvis en for lav kapitalbase i dag gir overdreven tro på selskapets inntjening. Justeringsmetoden som beskrives av Palepu et al. (2013) innebærer at man skal øke kapitalgrunnlaget ved bruk av gjennomsnittlige årlige kostnader multiplisert med forventet levetid. Resultatet vil ikke påvirkes, da kostnadene bare flyttes fra andre driftskostnader til avskrivninger. De årlige kostnadene blir balanseført, for deretter å avskrives, slik at kapitalbasen forblir konstant. Det er utfordrende å si noe om levetiden til både merkevarekapital og FOU-kapital, men slik vi vurderer det vil effektene fra gjennomsnittsberegningen på tallmaterialet representere en minst like stor utfordring.

Årlige kostnader knyttet til markedsføring, samt forskning og utvikling (mill NOK)					
År	2010	2011	2012	2013	2014
Markedsføring	6,1	6,8	50,9	78,1	99,2
Forskning og utvikling	ikke tall	ikke tall	58,4	98,4	130,3

Tabell 5-3: Årlige kostnader til markedsføring, samt forskning og utvikling

Som vi kan se av tabell 5-3 har kostnadene knyttet til markedsføring blitt nesten 17 ganger høyere i løpet av analyseperioden, mens FoU-kostnadene har mer en doblet seg siden 2012. En gjennomsnittsberegning vil slik vi vurderer det føre til for høy kapitalisering de første årene og for lav de senere årene. Gjennom den strategiske analysen avdekket vi at det er en biologisk grense som må overkommes for å kunne skape mer tilbudsvekst i bransjen. Vi antar dermed at det må satses mer på forskning og utvikling fremover for å løse disse problemene. Dette er enda et forhold som taler for at et gjennomsnitt ikke bør benyttes, da

det ikke gir noe godt bilde på fremtiden og det sannsynligvis introduseres mer målefeil enn dem vi forsøker å korrigere.

Før det trekkes en endelig konklusjon vil det være nyttig å gjennomføre justeringene av merke- og FoU-kapital for å se hvilken betydning de faktisk får på balansen. Gjennomsnittlig merkevare- og FoU-kapital er henholdsvis 76 og 96 millioner NOK. Om disse legges til grunn over en mellomlang levetid på fem år gir dette en kapitalisering på 289 og 363 millioner NOK etter skatt. Av tabell 5-4 ser vi hvordan balanseføring av disse størrelsene vil påvirke egenkapital og totalkapital.

År	2010	2011	2012	2013	2014
Merkevarekapital/Totalkapital	1,13 %	1,17 %	1,14 %	0,79 %	0,72 %
Merkevarekapital/Egenkapital	2,12 %	2,45 %	2,28 %	1,63 %	1,81 %
Forskning og utvikling/Totalkapital	1,42 %	1,47 %	1,44 %	0,99 %	0,91 %
Forskning og utvikling/Egenkapital	2,66 %	3,09 %	2,87 %	2,05 %	2,28 %

Tabell 5-4: Illustrasjon av hvilken betydning justeringene av merkevarekapital, samt forskning og utvikling får på balansen

Vi ser at en justering naturlig nok vil ha størst påvirkning de første årene, da kostnadene er lavere her, og mindre påvirkning de senere årene av analyseperioden. Justeringene vil imidlertid ha liten prosentvis effekt og vil dermed ikke ha vesentlig effekt på kapitalbasen og da heller ikke på vår vurdering selskapets framtidsutsikter. Da en justering kan introdusere nye målefeil velger vi å ikke justere for manglende balanseføring av kostnader knyttet til markedsføring og FoU, da tallene ikke blir vesentlig påvirket av justeringene.

Operasjonell leasing

Videre skal vi ta for oss manglende balanseføring av operasjonell leasing. Operasjonell leasing er kostnader som typisk er knyttet til leie av eiendom eller diverse driftsrelatert utstyr. Årsaken til at denne posten ofte justeres inn i balansen ved analyse er at kapitalbindingen ved leie er mye lavere enn om man eier, med de virkningene dette får for analysene. Betydelig bruk av leie vil for eksempel kunne føre til at balansen undervurderes og rentabiliteten blir kunstig høy. Knivsflå (2015g) foreslår en metode hvor man kapitaliserer ved bruk av gjennomsnittlig leasingkostnad og en kapitaliseringsfaktor, og man får dermed et estimat på balanseverdien av leiekapitalen. Denne metoden møter samme utfordring som vi diskuterte over; den sterke veksten i kostnadene fører til at vi introduserer nye målefeil ved bruk av gjennomsnittsstørrelser. Vi vil benytte en alternativ metode som

Palepu et al. (2013) foreslår, hvor det tas utgangspunkt i nåverdien knyttet til fremtidige forpliktelser.

Denne alternative metoden benytter Marine Harvest sin egen oversikt over operasjonelle leieforpliktelser fremover, som beste estimat for å regne ut leiekapitalen. Vi neddiskonterer leieforpliktelsene med gjennomsnittlig gjeldsrente gjennom analyseperioden for å finne nåverdien. Økningen i eiendeler føres mot finansiell gjeld i balansen. Marine Harvest oppgir fremtidige leieforpliktelser i tre terminer; innen ett år, ett til fem år og mer enn fem år. For leieforpliktelser over fem år gjør vi den antakelse at hele posten fordeles jevnt på år 6 og år 7, da denne posten totalt sett utgjør så lite at en lengre fordeling ikke påvirker nåverdien nevneverdig. Sammenligner vi posten innen ett år med posten ett til fem år, ser vi at førstnevnte er relativt stor med tanke på at den dekker en mye kortere tidsperiode. Dette gir oss grunn til å anta at store deler av forpliktelsen i posten ett til fem år vil komme tidlig i dette intervallet. Vi fordeler derfor etter saldoprinsippet med 50 % av restbeløpet per år. Figuren under viser hvordan fordelingen og nåverdien av leieforpliktelsene neddiskontert med gjeldsrenten blir.

Kapitalisering av leie (mill NOK)					
År	2010	2011	2012	2013	2014
0-1	28	410	308	402	605
0-5	51	507	440	599	745
>5	69	72	82	57	58
Sum	147	989	830	1 058	1 409
Fordelt					
1	28	410	308	402	605
2	25	254	220	299	373
3	13	127	110	150	186
4	6	63	55	75	93
5	6	63	55	75	93
6	34	36	41	29	29
7	34	36	41	29	29
Nåverdi	115	859	713	917	1 232

Tabell 5-5: Kapitalisering av leie

Dette vil ha følgende regnskapsmessige konsekvenser:

Endringer i regnskapet (mill NOK)						
År	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Leiekapital(ub)	115	859	713	917	1 232	1 232
Andre driftskostnader	31	184	237	287	419	419
Rente	- 7	- 55	- 46	- 59	- 79	- 79
Avskrivning	- 23	- 129	- 191	- 229	- 340	- 340
Ny leiekapital		744	146	205	315	-
Total	- 31	- 184	- 237	- 287	- 419	- 419
Leiegjeld	115	859	713	917	1 232	1 232

Tabell 5-6: Regnskapsmessige konsekvenser av kapitalisert leie

Vi trekker leiekostnaden ut av andre driftskostnader og splitter den opp i en rentekomponent og en avskrivningskomponent. Renten representerer kapitalkostnaden for leiegjelden, mens avskrivningen representerer nedbetalingen av leiekapitalen. Nåverdien av leiekapitalen balanseføres som leiekapital på aktivasiden av balansen, mens motposten er leiegjeld på passivasiden. Justeringen fører til at totalkapitalen øker, mens egenkapitalen forblir upåvirket. Videre vil vi få en liten økning i driftsresultatet ved at rentekomponenten av leiekostnaden flyttes fra andre driftskostnader til finanskostnader.

De overnevnte stegene danner utgangspunkt for følgende omgrupperte og justerte balanse for Marine Harvest (for de andre selskapene i bransjen, se appendix 14.4-7)

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Eiendeler						
Driftsrelaterte anleggsmidler	12 486 777	13 683 094	13 284 079	17 281 954	19 727 519	20 226 043
Driftsrelaterte omløpsmidler	10 532 900	11 124 603	10 596 348	14 154 892	15 699 138	15 699 756
Totale driftsrelaterte eiendeler	23 019 677	24 807 696	23 880 427	31 436 846	35 426 657	35 925 798
Finansielle anleggsmidler	124 200	92 100	1 008 600	132 100	166 100	18 676
Finansielle omløpsmidler	1 065 800	823 500	832 600	2 636 600	2 404 800	1 729 568
Totale finansielle eiendeler	1 190 000	915 600	1 841 200	2 768 700	2 570 900	1 748 244
Totale eiendeler	24 209 677	25 723 296	25 721 627	34 205 546	37 997 557	37 674 042
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital majoritet	12 932 080	12 349 608	12 909 581	15 983 392	14 542 915	18 917 962
Egenkapital minoritet	70 500	75 800	69 000	27 800	16 000	8 300
Total egenkapital	13 002 580	12 425 408	12 978 581	16 011 192	14 558 915	18 926 262
Langsiktig driftsgjeld	2 943 420	2 943 994	3 359 867	4 236 900	5 853 724	4 515 562
Kortsiktig driftsgjeld	2 612 100	2 748 700	2 954 100	4 452 900	5 676 700	4 762 900
Total driftsrelatert gjeld	5 555 520	5 692 694	6 313 967	8 689 800	11 530 424	9 278 462
Langsiktig finansiell gjeld	5 221 877	7 447 994	6 051 179	8 627 554	11 901 119	9 362 519
Kortsiktig finansiell gjeld	429 700	157 000	377 800	877 200	7 000	106 700
Total finansiell gjeld	5 651 577	7 604 994	6 428 979	9 504 754	11 908 119	9 469 219
Total gjeld	11 207 097	13 297 688	12 742 946	18 194 554	23 438 542	18 747 680
Total egenkapital og gjeld	24 209 677	25 723 096	25 721 527	34 205 746	37 997 457	37 673 942

Tabell 5-7: Omgruppert og justert balanse for Marine Harvest 2010-2015T

6. Analyse av risiko

I dette kapittelet skal vi analysere Marine Harvest sin kredittrisiko ved å benytte det omgrupperte resultatregnskapet og balansen som ble presentert i forrige kapittel. Formålet med dette kapittelet er å fastsette Marine Harvest sin kredittrisiko-premie som videre benyttes i kapittel 8 ved utregning av kravet til netto finansiell gjeld, samt å vurdere selskapets konkurstrisiko, hvilket kan ha betydning for forutsetningen for fortsatt drift.

Med en regnskapsanalyse som tar for seg risiko representert ved likviditet og soliditet er det mulig å danne seg et inntrykk av risikoen det innebærer å være lånegiver for Marine Harvest. For kreditorene er risikobildet viktig, da de er opptatt av at renten er satt på rett grunnlag, samt hvilken dekning de har for sine krav dersom noe skulle gå galt. Investorene på sin side er opptatt av at selskapets risiko ikke er større enn den som reflekteres gjennom aksjekursen, og at selskapet har likviditet til å betale utbytte. Vi har valgt å ta utgangspunkt i de mest vanlige forholdstallene for kortsiktig og langsiktig risiko, med hovedfokus på dem som inngår i tabell 6-1, som er hentet fra Knivsflå (2015h). Ved å lage tidsserieanalyser kan vi se hvordan forholdstallene utvikler seg over tid og sammenligne med tilsvarende tall for bransjen. Dersom et forholdstall varierer mye over tid og vi mener dette er lite representativt for fremtiden, vil vi bruke et tidsvektet gjennomsnitt hvor de senere årene veier tyngst.

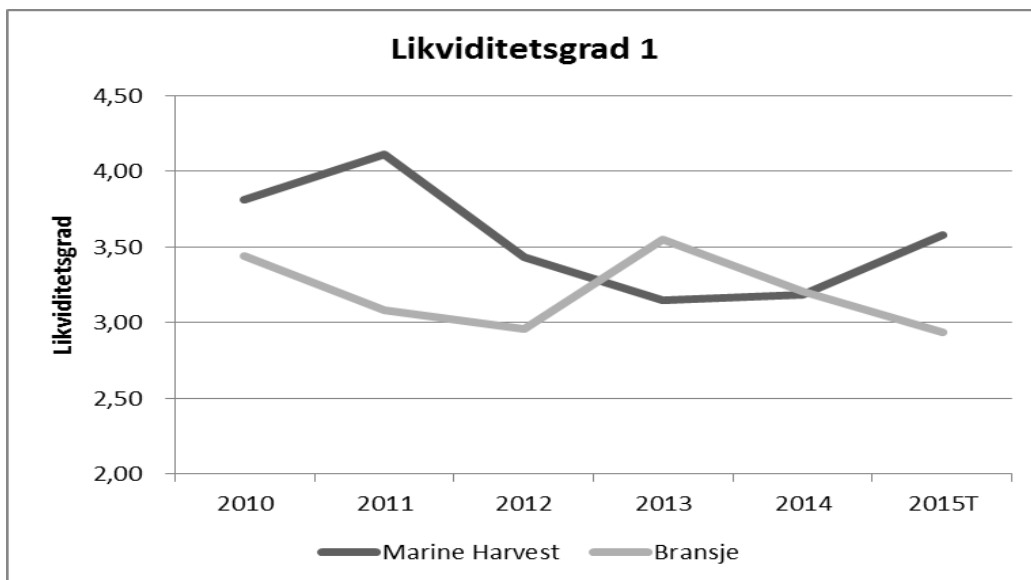
6.1 Analyse av kortsiktig risiko

Analysene av kortsiktig risiko gir oss et bilde på hvor god likviditet det er i selskapet. Likviditeten er et godt mål på selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. I vår analyse vil vi se på likviditeten i balansen og resultatene, men også undersøke om det foreligger skjulte forhold som kan få betydning for likviditeten i notene. Damodaran (2012) nevner spesifikt noteinformasjon som et forhold som bør undersøkes. Notene kan blant annet avdekke om det er spesielle lånebetingelser eller covenants som analytikeren bør kjenne til. Ved analyse av likviditet vil vi benytte likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad. Likviditetsgrad 1 er den likviditetsgraden som omfatter alle omløpsmidlene i balansen, mens rentedekningsgraden studerer selskapets evne til å dekke sine rentekostnader gjennom nettoresultatet. Penman (2013) nevner likviditetsgrad 1 som et godt mål på selskapets likviditet ved bruk av lett likviderbare aktiva.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

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

Ifølge Penman (2013) beregnes likviditetsgrad 1 ved å dividere omløpsmidler på den kortsiktige gjelden. Omløpsmidler er eiendeler som gjerne lettere kan omgjøres til kontanter, mens kortsiktige forpliktelser er forventet å forfalle til betaling i løpet av et år (Penman, 2013). Eksempler på omløpsmidler er varer og kundefordringer, mens kortsiktig gjeld typisk er leverandørgjeld. Et høyt forholdstall vil dermed indikere at selskapet har mye lett likvide eiendeler som kan likvideres og benyttes til å dekke den kortsiktige gjelden.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

Som vi ser av figur 6-1 har likviditetsgraden tidligere hatt en negativ trend, men i løpet av de tre siste årene har den bedret seg for Marine Harvest. For bransjen for øvrig virker likviditetsgraden å være noe mer stabil, men på et lavere nivå. Dersom vi tar utgangspunkt i konklusjonene fra en studie gjennomført av Beaver fra 1966, vil Marine Harvest med en relativt jevn likviditetsgrad på rundt 3, virke å ha mye lett likvide eiendeler. Dette gjelder også bransjen for øvrig. Studien analyserte en rekke forskjeller mellom selskaper som gikk konkurs, med selskaper som ikke gikk konkurs. Blant de største forskjellene var en betydelig reduksjon i likviditet hos selskapene som gikk konkurs, i årene rett før konkurs. Ifølge Damodaran (2012) er en likviditetsgrad på 2 tilfredsstillende, da det er to hensyn som skal vektas mot hverandre; å minimere likviditetsrisiko, samtidig som man ikke binder for mye

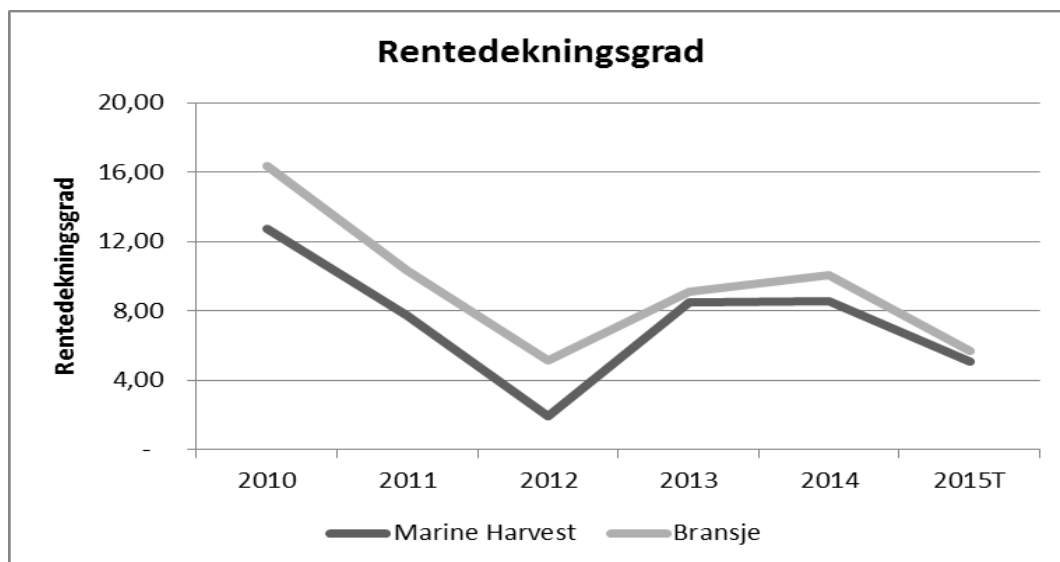
arbeidskapital. Det er verdt å nevne at studien til Beaver viste at selskapene som gikk konkurs hadde en likviditetsgrad på rett over 2 i årene før konkurs, og Damodaran (2012) sin konklusjon må dermed vurderes kritisk. Tidsvektet gjennomsnitt av likviditetsgrad 1 er 3,40 for Marine Harvest og 3,12 for bransjen.

Det fremgår av en børsmelding fra midten av 2014, samt fra årsrapporten at selskapet har covenants, eller lånevilkår knyttet til lån på 450 millioner euro, eller om lag 4,212 milliarder NOK etter dagens kurs (3.11.15)(Berge (c), 2014). Lånevilkårene går ut på at selskapet til enhver tid må ha en egenkapitalandel på over 35 %. Det fremgår imidlertid ikke, av hverken børsmeldingen eller årsrapporten, hva som skjer hvis selskapet skulle bryte vilkårene. På generelt grunnlag vil brudd på covenants kunne føre til at all gjeld forfaller til betaling eller at låneavtalen må reforhandles. Begge forhold, men spesielt det førstnevnte vil kunne føre selskapet inn i en umiddelbar likviditetskrise.

6.1.2 Rentedekningsgrad

$$\begin{aligned} \text{Rentedekningsgrad} &= \frac{\text{Nettoresultat sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}} \\ &= \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnad}} \end{aligned}$$

Rentedekningsgrad regnes her ut ved å dividere nettoresultat fra sysselsatt kapital, på netto finanskostnad. Nettoresultat fra sysselsatt kapital er netto driftsresultat addert med finansinntektene. Forholdstallet sier noe om i hvilken grad virksomheten evner å møte sine finansielle forpliktelser gjennom nettoresultatet. Ifølge Damodaran (2012) er det viktig å være klar over at to selskaper kan ha lik rentedekningsgrad, men helt ulik generell risiko da resultatene kan variere mye fra år til år. Rentedekningsgrad er dermed et forholdstall som ikke bør brukes isolert i vurderingen av likviditet.



Figur 6-2: Rentedeckningsgrad for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

Av figur 6-2 kan vi se at rentedeckningsgraden har variert betydelig gjennom hele analyseperioden, men 2012 utpeker seg som et spesielt svakt år. For en syklisk bransje med resultater som varierer mye fra år til år er det rimelig at rentedeckningsgraden også varierer. 2012 skiller seg også ut for bransjen hvilket tyder på at markedet har vært spesielt dårlig dette året. Et moment som kan nevnes er hvordan rentedeckningsgraden virker å korrelere med lakseprisen. Dette er ikke unaturlig, da nettoresultatene gjerne er høyere når lakseprisen er høy, samtidig som kreditorene gjerne er mer tilbøyelig til å akseptere lavere kredittrisikopremier ved høy pris. Det motsatte virker å være tilfellet i perioder med lav laksepris, slik tilfellet var i 2012. Vi ser at Marine Harvest har svakere rentedeckningsgrad enn resten av bransjen. I kapittel 8 vil vi se nærmere på mulige årsaker til dette. Tidsvektet gjennomsnitt for selskapet og bransjen er henholdsvis 6,75 og 7,88. På bakgrunn av dette mener vi at evnen til å møte de finansielle forpliktelsene gjennom nettoresultat fra sysselsatt kapital, virker god.

6.2 Analyse av langsiktig risiko

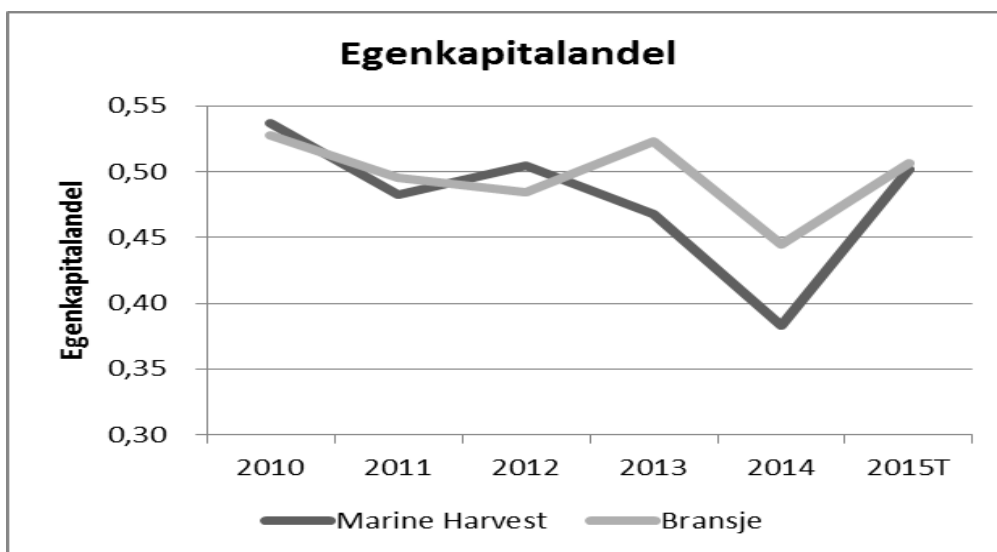
I analysen av langsiktig risiko er fokus rettet mot virksomhetens soliditet, altså hvor motstandsdyktig virksomheten er mot lengre perioder med tap, uforutsette hendelser eller omveltninger i markedet. Det forholdstallet vi har valgt å benytte er egenkapitalandel, da det er denne Penman (2013) fokuserer på. Egenkapitalandel gir et godt bilde på virksomhetens evne til å stå i mot lengre perioder med tap, da egenkapitalen fungerer som en buffer i slike

situasjoner. Vi har også valgt å ta med netto driftsrentabilitet, da dette gir oss et bilde av avkastningen på driften og er således viktig for soliditeten, da negative resultater isolert sett tærer på egenkapitalen.

6.2.1 Egenkapitalandel

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$

Egenkapitalandelen sier noe om hvor stor andel av virksomheten som er finansiert med egenkapital. Som nevnt vil egenkapitalen fungere som en buffer, ettersom selskaper med høyre egenkapitalandel har bedre forutsetninger for å tåle nedgangstider eller uforutsette hendelser. Med høy egenkapitalandel vil det være mer kapital å tære på før selskapet blir insolvent, slik at kreditorenes risiko reduseres. Lavere risiko skal isolert sett gi lavere kredittriskopremie og dermed vil den finansielle belastningen for selskapet reduseres.



Figur 6-3: Egenkapitalandelen for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

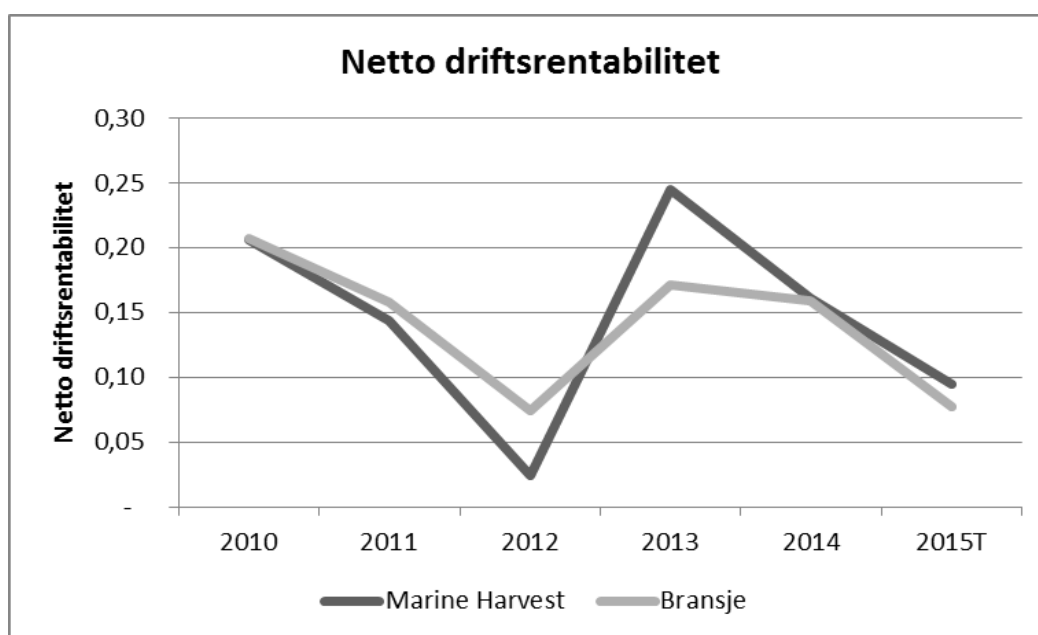
Av figur 6-3 ser vi at både Marine Harvest og bransjen har hatt en negativ trend i egenkapitalandelen frem mot 2014 mens den styrker seg i 2015T. Uavhengig av endringene har både Marine Harvest og bransjen høy egenkapitalandel. Dette innebærer at oppdrettsbransjen generelt virker å være godt rustet mot tap over lengre perioder. Tidsvektet gjennomsnitt for selskapet og bransjen er henholdsvis 0,46 og 0,49.

Fra studien til Beaver (1966) fremgår det at egenkapitalandelen for selskapene som gikk konkurs var på samme nivå som over, tre år før konkurs. Dette betyr imidlertid ikke at det representerer et stort problem her, da egenkapitalandelen i selskapene som gikk konkurs i studien ble dramatisk svekket to år før konkurs, hvilket vi ikke har grunnlag for å påstå her. Noe variasjon i egenkapitalandel er rimelig å forvente, da spesielt i en syklisk bransje som oppdrettsbransjen. Ettersom selskapet har en egenkapitalandel på godt over 35 %, vil vi ikke problematisere de konsekvenser brudd på selskapets covenants kan få for likviditeten.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

$$\text{Netto driftsrentabilitet (ndr)} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Netto driftsrentabilitet regnes ut ved å dividere netto driftsresultat på gjennomsnittlig netto driftseiendeler. Dette forholdstallet gir et bilde av hvor lønnsom driften i Marine Harvest og resten av bransjen er. Utviklingen i netto driftsrentabilitet for selskapet og bransjen vises i figur 6-4.



Figur 6-4: Netto driftsrentabilitet for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

Vi ser at driftsrentabiliteten har variert mye gjennom hele perioden og at Marine Harvest sin rentabilitet virker å være mer volatil enn resten av bransjen. Dette kan tyde på at Marine Harvest er mer eksponert for driftsrelatert risiko enn resten av bransjen. Lakseprisen har som nevnt tidligere variert mye, og spesielt i årene 2010-2012, men har i de senere årene holdt

seg mer stabil. Ettersom noen av de andre selskapene i bransjen har en mer diversifisert produktportefølje enn Marine Harvest, er det gjerne ikke urimelig at Marine Harvest er mer utsatt for variasjon i lakseprisen.

Trenden virker å snu i 2013, da Marine Harvest jevnt over leverer bedre avkastning på driften enn resten av bransjen etter dette. Vi kommer nærmere inn på forhold som kan forklare denne utviklingen senere. Tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsmargin for Marine Harvest og bransjen er henholdsvis 13,7 % og 12,1 %.

6.3 Syntetisk rating

Det finnes mye litteratur om ratingselskaper, deres metoder og hvordan man kan benytte deres resultater. Penman (2013) nevner Standard & Poor's kredittvurderingsskjema, Ohlsons logistiske analyse og Altman sin Z-score som gode alternative modeller ved kredittvurdering. Det er derimot vanskelig å få innsyn i hvilke intervaller som brukes for de ulike forholdstallene når en rating skal fastsettes. Vi har derfor som nevnt tatt utgangspunkt i en tabell utarbeidet av Knivsflå (2015h). Den tabellen er avledet av en tabell utarbeidet av Damodaran (2012), men inkluderer også sannsynlighet for konkurs. Tabellen til Knivsflå er oppsummert i tabell 6-1 og 6-2, og illustrerer rating basert på de fire forholdstallene som er presentert over.

Ratingtabell				
Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	8,900	11,600	0,895	0,308
	6,200	6,300	0,850	0,266
A	4,600	4,825	0,755	0,216
	3,000	3,350	0,600	0,166
BBB	2,350	2,755	0,550	0,131
	2,350	2,775	0,550	0,131
BB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,169	0,380	0,082
B	1,450	1,169	0,380	0,082
	1,200	1,220	0,320	0,068
B	1,050	1,060	0,270	0,054
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026

Tabell 6-1: Grenseverdier og medianverdi for beregning av syntetisk rating (Knivsflå, 2015h)

Kreditrisikopremie og konkurssansynlighet		
Rating	Konkurssansynlighet	Kreditrisikopremie
AAA	0,00 %	0,060
AA	0,02 %	0,080
A	0,08 %	0,010
BBB	0,26 %	0,014
BB	0,97 %	0,031
B	4,93 %	0,044

Tabell 6-2: Kreditrisikopremie og konkurssansynlighet for selskaper med ulik rating (Knivsflå, 2015h)

Basert på de fire forholdstallene fra analysen kan vi fastsette en syntetisk rating for Marine Harvest og bransjen. Ettersom vi benytter ratingen som utgangspunkt for å fastsette kreditrisikopremien til bruk i kapittel 8, vil vi benytte et tidsvektende gjennomsnitt over analyseperioden som beste estimat på det enkelte forholdstall. Av tabell 6-3 fremgår ratingen.

Syntetisk rating				
	Marine Harvest	Rating	Bransje	Rating
Likviditetsgrad 1	3,408	A	3,127	A
Rentedekningsgrad	6,748	AA	7,878	AA
Egenkapitalandel	0,463	BBB	0,490	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,137	A	0,121	BBB

Tabell 6-3: Syntetisk rating Marine Harvest og oppdrettsbransjen

For likviditetsgrad 1 har Marine Harvest og bransjen fått A. Dette indikerer at den kortsiktige likviditetsrisikoen er lav. Bransjen og Marine Harvest får rating AA for rentedekningsgrad. Dette tyder på at evnen til å betjene de finansielle forpliktelsene gjennom nettoresultatet virker jevnt over god. Bransjen har til tross for samme rating, litt bedre evne til å betjene sine rentekostnader enn Marine Harvest. Egenkapitalandelen er litt bedre for bransjen enn for Marine Harvest, til tross for at begge oppnår en solid BBB. En høy egenkapitalandel er å forvente, da oppdrettsbransjen er syklisk av natur og selskapene har behov for en buffer. Marine Harvest har høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen og oppnår en rating på A, mens bransjen får BBB. Dette tyder på at Marine Harvest i senere tid har en bedre avkastning på driften enn bransjen.

Totalt sett vil både Marine Harvest og bransjen ende opp med en rating på A, hvilket er svært bra. Basert på tabell 6-2 over gir dette en lav konkurssansynlighet på 0,1 % det nærmeste året. Dette tyder på at det er svært mye som skal til for at Marine Harvest ikke kan legge til grunn forutsetningen om fortsatt drift.

7. Analyse av lønnsomhet

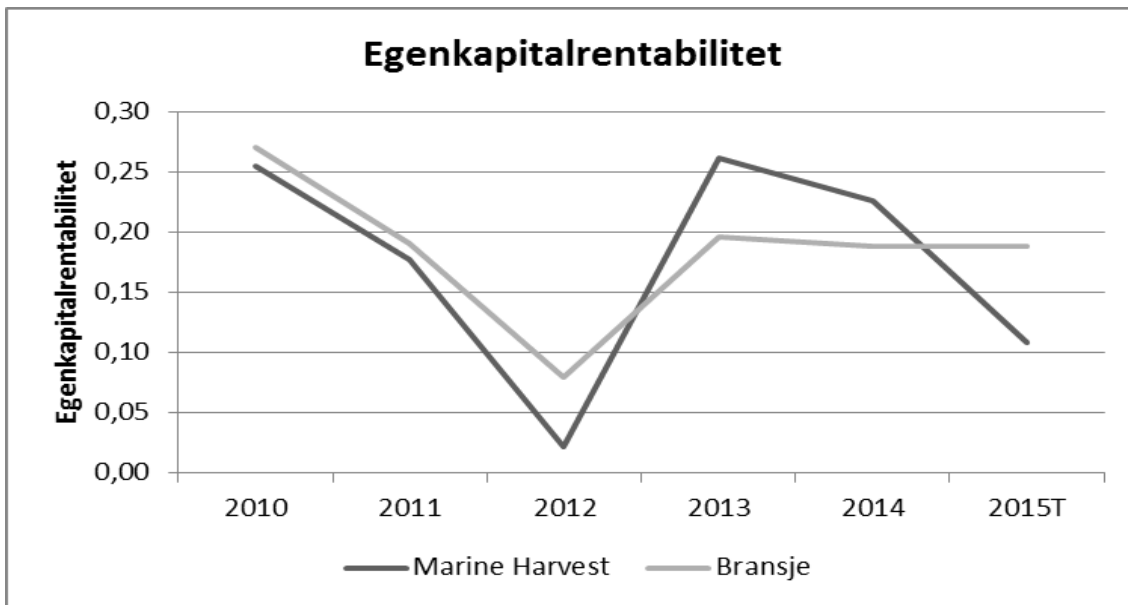
I dette kapitlet skal vi gå dypere inn i hva som driver lønnsomheten i Marine Harvest og bransjen ved å dekomponere egenkapitalrentabiliteten. Forståelse av hva som har drevet historisk egenkapitalrentabilitet gir oss et bedre grunnlag for å vurdere hva som vil være med å drive fremtidig lønnsomhet, hvilket er viktig for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Vi kommer hovedsakelig til å benytte rammeverket til Penman (2013), men vil også benytte deler av Knivsflå (2015i) sitt oppsett når vi sammenligner selskapets rentabilitet med rentabiliteten i bransjen.

7.1 Forutsetninger for analysen

Før vi starter med lønnsomhetsanalysen skal det avklares hvordan minoritetsinteresser skal behandles. I utgangspunktet vil ikke minoritetsinteressene ha innvirkning på de ulike forholdstallene, men de skal likevel tildeles sin andel av nettoresultatet. Dette gjør beregningene noe mer komplisert og Penman (2013) anbefaler derfor at det gjøres en forenkling ved å trekke ut minoritetens andel av egenkapitalen fra både resultat og eiendelene. I Marine Harvest utgjør minoritetenes andel omlag 0,1 % av bokført egenkapital i 2014, mens tilsvarende størrelse i 2015T bare er 0,04 %. Dette er svært lite og vi anser merverdien av å analysere minoriteten for seg selv som begrenset. Vi mener derfor at det ikke vil utgjøre stor forskjell på analysen om vi velger å betrakte all egenkapital som en majoritetsinteresse. Siden analysen i stor grad vil legge grunnlag for fremtidsprognosene i kapittel 9 benyttes det normaliserte og justerte regnskapet i alle beregninger. Alle rentabilitetstall er beregnet med utgangspunkt i gjennomsnittlig kapital for å få et mest mulig korrekt bilde av faktisk kapitalbinding.

Før vi starter med dekomponering ønsker vi å vise hvordan egenkapitalavkastningen i Marine Harvest og bransjen har vært gjennom analyseperioden. Av figur 7-1 under ser vi at Marine Harvest har hatt en lavere avkastning på egenkapitalen enn bransjen gjennom hele analyseperioden, med unntak av 2013 og 2014. Sammenligning av Marine Harvest sin egenkapitalrentabilitet med «gjennomsnittet i bransjen» kan gi verdifull innsikt i Marine Harvest sine faktiske prestasjoner, men tallene må vurderes kritisk. Årsaken til dette er som nevnt tidligere at balanseførte verdier ofte er mer konservative og kan føre til at

rentabiliteten blir overvurdert som følge av for lav kapitalbase. Ettersom ledelsen også har anledning til å benytte skjønn vil denne konservativismen gjerne variere i ulik grad for ulike selskaper. Til tross for at vi har gjennomført noen justeringer tidligere for å redusere denne virkningen, vil en forventning om at justeringene er perfekte være urealistisk.

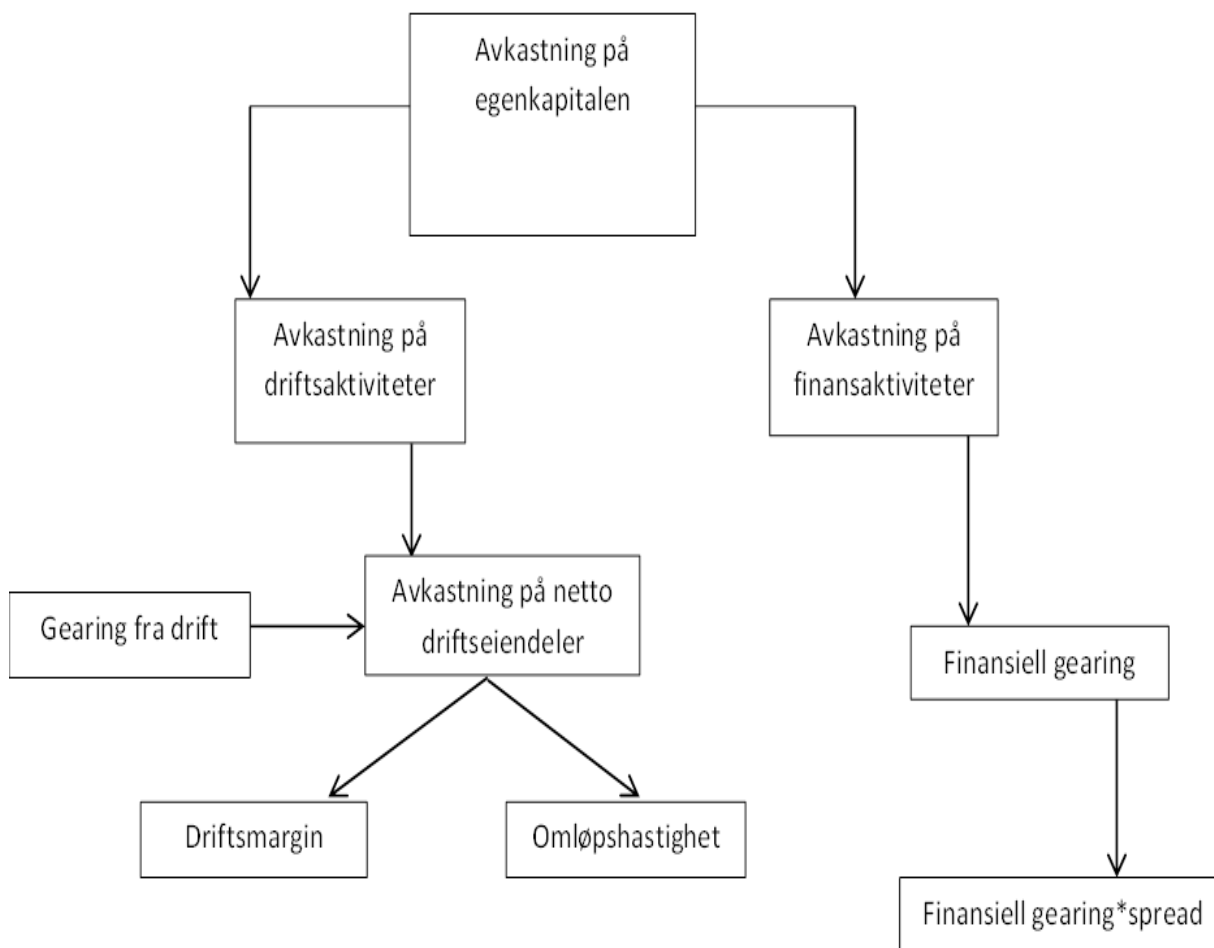


Figur 7-1: Egenkapitalrentabilitet for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

I den videre analysen skal vi se på hvilke faktorer som driver lønnsomheten og hvordan selskapet presterer i forhold til bransjen.

7.2 Rammeverk for lønnsomhetsanalyse

Penman (2013) dekomponerer egenkapitalrentabiliteten i tre forskjellige nivåer. På første nivå deles avkastningen opp i avkastning fra drift og avkastning fra finans. På nivå to analyseres elementer som gearer finans og drift, mens på nivå tre dekomponeres avkastningen på netto driftseiendeler i driftsmargin og omløpshastighet. Finansiell gearing på sin side dekomponeres i finansiell gearing og spread, mens driverne analyseres ytterligere (Penman, 2013). Driftsmarginen og omløpshastigheten dekomponeres også ytterligere for å få dypere innsikt i hvilke elementer som driver forholdstallene i Marine Harvest og bransjen. Rammeverket er illustrert i figur 7-2:



Figur 7-2: Dekomponering avkastning på egenkapitalen (Penman, 2013)

7.2.1 Nivå 1 - Driftsaktiviteter og finansiell gearing

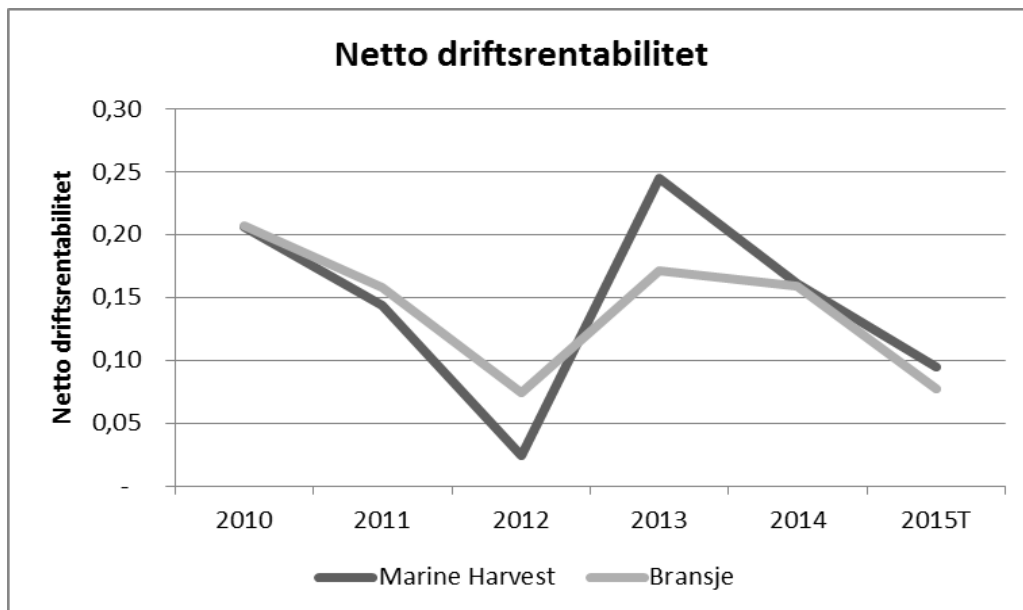
På nivå 1 dekomponeres egenkapitalrentabiliteten i en driftskomponent og en finansieringskomponent. Driften er kjernen i egenkapitalrentabiliteten, men finansieringen kan virke positivt eller negativt inn på denne. Finansieringskomponenten vil her omtales som finansiell gearing, men er egentlig gearingens effekt på rentabiliteten, eller hvordan virkningen av gjeld er på rentabiliteten. Som vi ser av formlene under vil rentabiliteten økes eller reduseres med finansiell gearing, avhengig av om avkastningen på driften er høyere eller lavere enn netto finansiell gjeldsrente (Penman, 2013).

Sammenhengen mellom egenkapitalrentabilitet, netto driftsrentabilitet og finansiell gearing illustreres under:

$$\begin{aligned}
 \text{Egenkapitalrentabilitet (ekr)} &= \text{Netto driftsrentabilitet} + \text{Finansiell gearing} \\
 \text{Netto driftsrentabilitet (ndr)} &= \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}} \\
 \text{Effekten av finansiell gearing (finansiell gearing)} &= \\
 &\left(\frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} \right) * (\text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto finansiell gjeldsrente})
 \end{aligned}$$

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet for Marine Harvest er som illustrert i figur 7-3:



Figur 7-3: Netto driftsrentabilitet Marine Harvest og oppdrettsbransjen

Vi ser at netto driftsrentabilitet i Marine Harvest og bransjen har fulgt hverandre tett gjennom store deler av analyseperioden, selv om tallene viser at selskapet har hatt lavere driftsrentabilitet frem til og med 2012. Det er to år som utpeker seg og det er 2012 og 2013, hvor selskapet presterer relativt dårlig i 2012, for så å prestere en god del bedre i 2013. Fra 2013 til 2015T oppnår Marine Harvest en høyere driftsrentabilitet enn bransjen. Forskjellen er imidlertid marginal i 2014 og 2015T, så det er vanskelig å si noe om selskapet har oppnådd en permanent fordel i drift. Som avdekket i den strategiske analysen har selskapet etter 2010 gjennomgått en større reorganisering for å integrere større deler av verdikjeden. Den relativt til bransjen dårlige avkastningen på driften mellom 2010 og 2012, kan gjerne delvis forklares med ineffektivitet i en tidlig fase av dette arbeidet.

I vurderingen av netto driftsrentabilitet er det viktig å huske at også dette forholdstallet er gearret av at netto driftseiendeler er justert for driftsrelatert gjeld. Dette skyldes at den driftsrelaterte gjelden som nevnt ikke har en eksplisitt rentekostnad, og blir derfor ansett som en korrigerende til netto driftseiendeler (Penman, 2013). Effekten av gearingen beregnes ved å se på forholdet mellom driftsrelatert gjeld og netto driftseiendeler. Fra tabell 7-1 ser vi at effekten av den driftsrelaterte gearingen for Marine Harvest er noe høyere enn for bransjen,

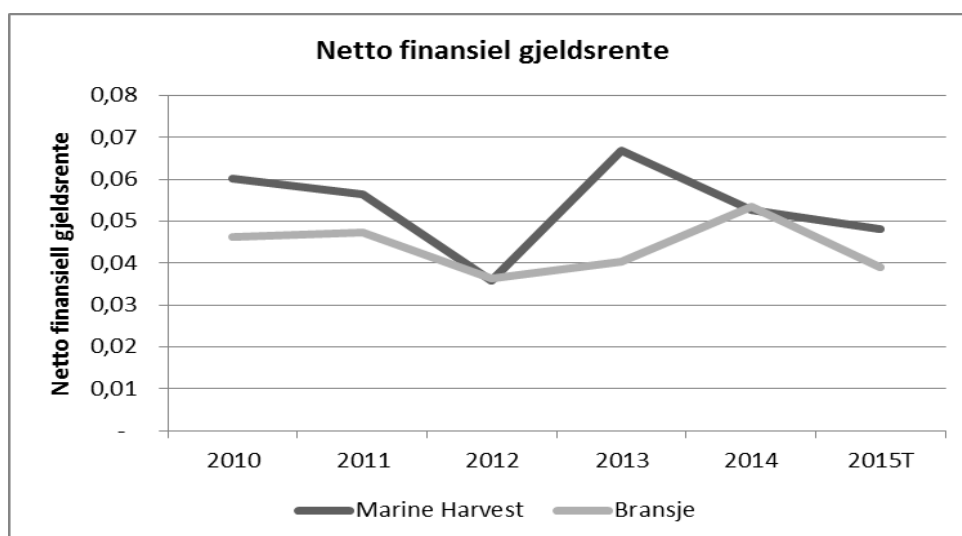
men at den for både selskapet og bransjen ligger i størrelsesorden 0,3 og 0,4. Penman (2013) anser et nivå på 0,4 som normalt og dermed virker det ikke å være noe unormalt med dette nivået.

Driftsrelatert gearing						
År	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Marine Harvest	0,31	0,30	0,32	0,37	0,43	0,41
Bransje	0,33	0,32	0,31	0,33	0,36	0,36

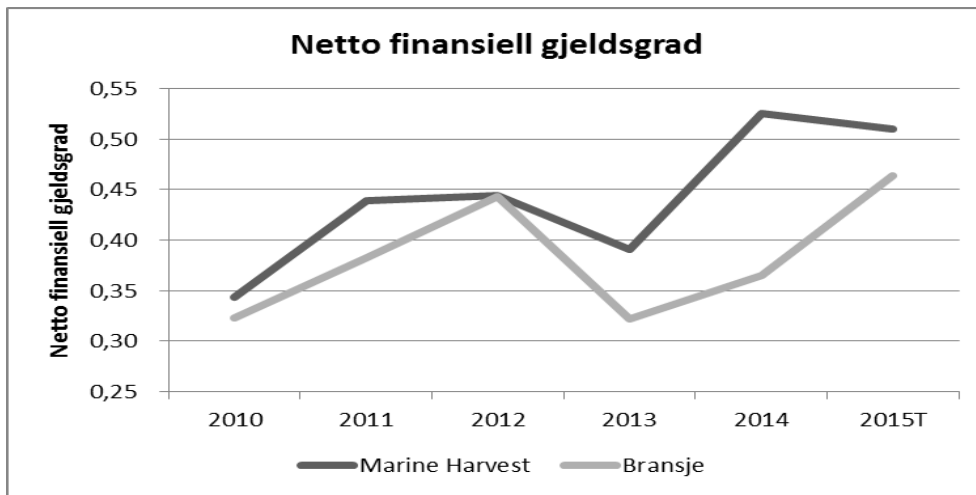
Tabell 7-1: Driftsrelatert gearing

Finansiell gearing

Den finansielle gearingen består som nevnt av netto finansiell gjeldsgrad og differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrente. Dette forholdet, som sier noe om avkastningen på drift relativt til gjeldsrenten som betales, er kjent som spread (Penman, 2013). Figurene 7-4 og 7-5 viser at Marine Harvest har like høy eller høyere gjeldsgrad enn bransjen, og betaler like høy eller høyere rente på sin gjeld. Netto finansiell gjeld består av finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. At Marine Harvest har høyere rente kan skyldes at selskapet har høyere gjeldsgrad eller at kreditorene har funnet selskapsspesifikke risikoer og derfor krever økt kompensasjon. Renten kan også forklares ved at Marine Harvest har lavere avkastning på de finansielle eiendelene sine. Dette dekomponeres ytterligere på nivå tre. Gjennom vår analyse av soliditet og likviditet i kapittel 6 avdekket vi imidlertid ikke noen forhold som skulle tilsi et høyere kredittrisikotillegg. Siden vi ikke har tilgang på interne dokumenter eller kommunikasjon mellom selskapet og kreditorer kan vi ikke utelukke at det foreligger slike forhold.

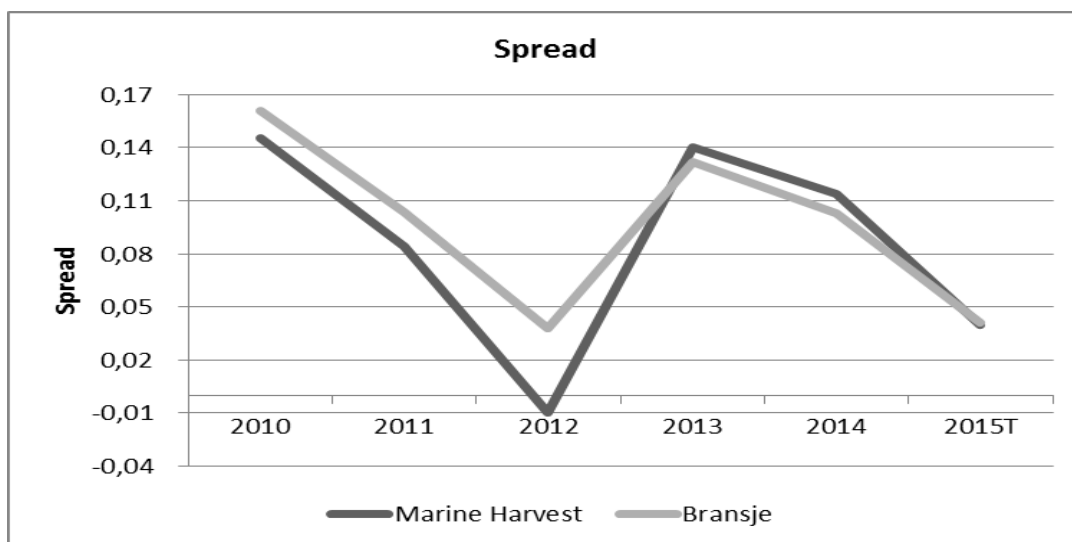


Figur 7-4: Netto finansiell gjeldsrente for Marine Harvest og oppdrettsbransjen



Figur 7-5: Netto finansiell gjeldsgrad for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

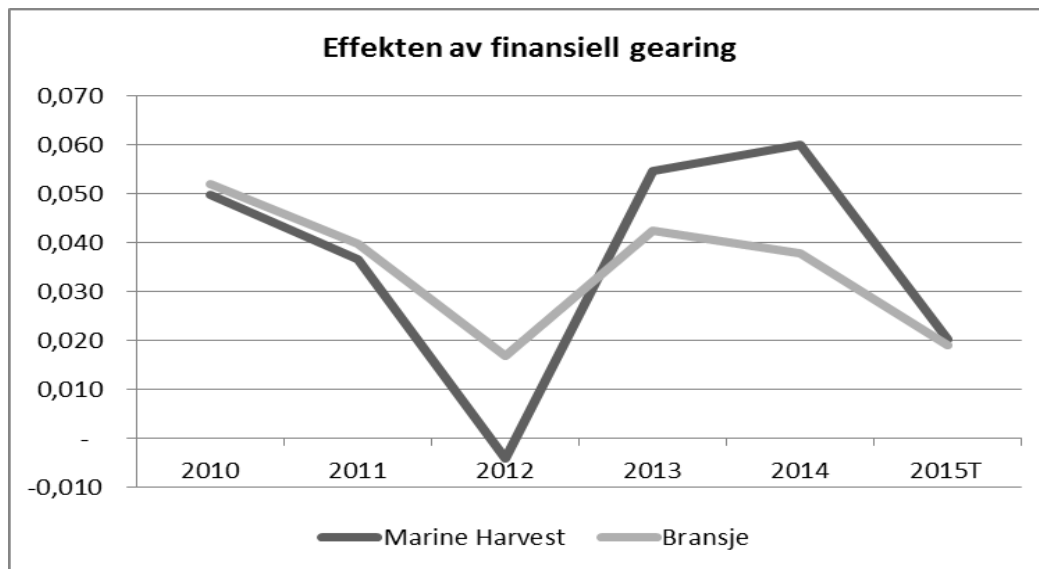
For å finne ut om den høye gjeldsgraden bidrar positivt eller negativt på egenkapitalrentabiliteten i Marine Harvest må vi se på selskapets spread. Av figur 7-6 kan vi se selskapets spread. Som figuren viser har bransjen jevnt over høyere spread enn Marine Harvest frem til 2013. Etter dette virker trenden å snu og selskapet oppnår en marginalt bedre spread ut analyseperioden. Størrelsen har på grunn av varierende netto driftsrentabilitet vært volatil både for bransjen og for Marine Harvest.



Figur 7-6: Spread for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

Lavere spread betyr at effekten av finansiell gearing på egenkapitalrentabiliteten blir lavere for Marine Harvest enn for resten av bransjen, til tross for høyere gjeldsgrad slik figur 7-5

viser. I 2012 har negativ spread hos Marine Harvest ført til at effekten av finansiell gearing er negativ, slik at egenkapitalrentabiliteten har blitt lavere enn driftsrentabiliteten.



Figur 7-7: Effekten av finansiell gearing for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

7.2.2 Nivå 2 – Netto driftsmargin og omløpshastighet

På nivå 1 ble egenkapitalrentabiliteten dekomponert i netto driftsrentabilitet og netto finansiell gearing. Vi vil videre foreta ytterligere dekomponering av netto driftsrentabilitet. Penman (2013) deler netto driftsrentabilitet opp i to drivere slik vi kunne se av figur 7-2 over; netto driftsmargin (NDM) og omløpshastighet (OMH). Sammenhengen mellom disse driverne er $ndr = NDM * OMH$. Driftsmarginen er gitt ved netto driftsresultat dividert på totale driftsinntekter, og sier noe om hvor mye selskapet sitter igjen med i netto driftsresultat per NOK omsatt. Omløpshastigheten er gitt ved totale driftsinntekter dividert netto driftseiendeler, og sier noe om selskapets driftsinntekter per NOK investert i netto driftseiendeler. Selskapet kan følgelig øke sin lønnsomhet gjennom bedre marginer og bedre utnyttelse av driftseiendeler.

Netto driftsmargin

I tabell 7-2 er Marine Harvest og bransjens driftsmargin fremstilt. Fordelen eller ulempen i marginen viser avviket mellom driftsmarginen i selskapet og bransjen, der et positivt avvik indikerer at Marine Harvest har bedre marginer enn bransjen, mens det er motsatt ved negativt avvik.

Netto driftsmargin						
År	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Marin Harvest	23,56 %	15,44 %	3,11 %	21,64 %	14,57 %	8,42 %
Bransjen	20,11 %	14,65 %	9,62 %	18,39 %	15,02 %	7,64 %
Differanse	3,45 %	0,79 %	-6,50 %	3,25 %	-0,45 %	0,78 %

Tabell 7-2: Marginfordel/ulempe Marine Harvest

Vi ser at både Marine Harvest og bransjen har hatt betydelige svingninger i sin driftsmargin, men at marginene følger hverandre relativt tett. Med unntak av 2012 er forskjellene små og det er derfor lite som tyder på at Marine Harvest hverken har en marginfordel eller ulempe sett relativt til bransjen. Det er imidlertid for tidlig å konkludere på dette, og forholdet vil undersøkes ytterligere under. En studie av Penman og Nissim fra 2001 konkluderer med at gjennomsnittlig driftsmargin er 5,3 prosent for deres utvalg av selskaper hentet fra 328 bransjer (Nassim og Penman, 2001). Studien så på sammenhengen mellom driftsmargin og omløpshastighet for en rekke selskaper i ulike bransjer mellom 1963 og 1996. Med utgangspunkt i denne studien kan vi konkludere med at både Marine Harvest og bransjen har veldig god driftsmargin.

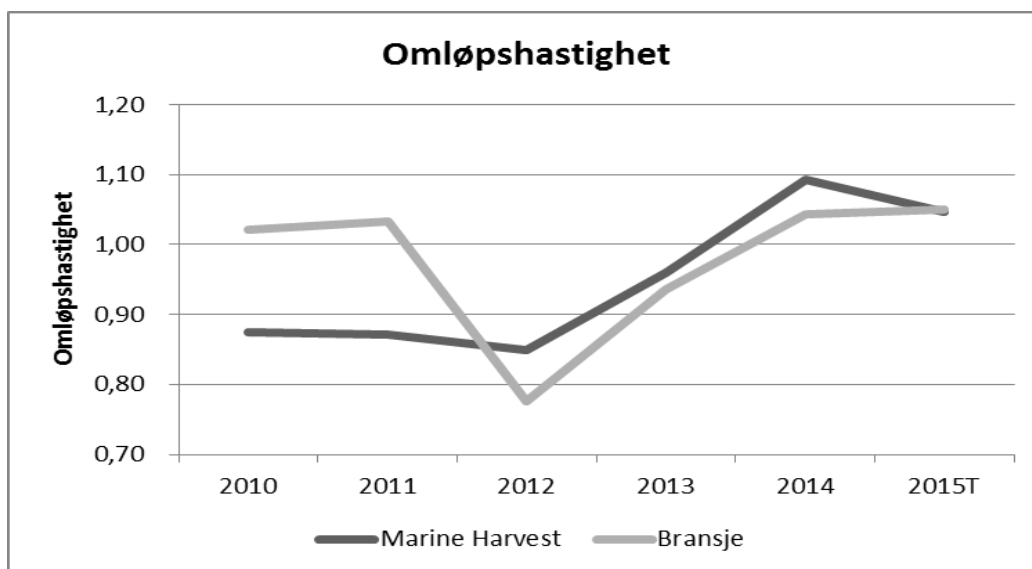
Omløpshastighet

I tabell 7-3 er omløpshastigheten i Marine Harvest og bransjen fremstilt. Siste rad viser avviket mellom omløpshastigheten i Marine Harvest og bransjen, der positivt avvik indikerer en omløpshastighet som er høyere en bransjens og negativt avvik indikerer det motsatte.

Omløpshastighet						
År	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Marine Harvest	0,875	0,871	0,850	0,960	1,092	1,046
Bransje	1,022	1,033	0,776	0,936	1,042	1,049
Fordel/ulempe	- 0,147	- 0,162	0,074	0,024	0,050	- 0,003

Tabell 7-3: Fordel/ulempe i omløpshastighet

Tallene tyder på at Marine Harvest har snudd en negativ trend med lavere omløpshastighet enn bransjen tidlig i analyseperioden til å oppnå en bedre omløpshastighet enn bransjen mot slutten. Dette indikerer at Marine Harvest nå oppnår høyere effektivitet i forvaltningen av sine driftseiendeler. I figur 7-8 ser vi at Marine Harvest har hatt en positiv trend i perioden, mens bransjen har vært noe mer ustabil, med en sterk nedgang i 2012 før den igjen styrker seg fra 2013. Penman og Nissim konkluderte i sin studie fra 2001 med at gjennomsnittlig omløpshastighet i deres utvalg var på 2,0, hvilket indikerer at omløpshastigheten er lav både for Marine Harvest og bransjen.



Figur 7-8: Omløpshastighet for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

Den samme studien konkluderer med at bransjer med høy driftsmargin tenderer å ha lavere omløp på netto driftseiendeler og visa versa (Nassim og Penman, 2001). Dette er i tråd med resultatene våre som viser lav omløpshastighet og høy driftsmargin. Siden oppdrettsbransjen er svært kapitalkrevende er det gjerne ikke urimelig med lav omløpshastighet, da det bindes mye kapital i driftseiendeler. Gjennom analyseperioden har driftsmarginen vært god med unntak av perioder med lav laksepris.

7.2.3 Nivå 3 - Drivere for netto driftsmargin og omløpshastighet

I fortsettelsen skal vi studere hva som driver driftsmarginen og omløpshastigheten. En mye benyttet metode for å vise hvilke drivere som er viktigst for netto driftsmargin, er bruk av en common-size analyse (Penman, 2013). Ved analyse av omløpshastigheten benyttes en metode hvor vi dekomponerer på bakgrunn av omløpshastigheten til de individuelle driftspostene. I tillegg vil vi foreta en dekomponering av netto finansiell gjeldsrente.

Drivere for netto driftsmargin

Av tabell 7-4 under kan vi se hvordan driftsmarginen og de ulike komponentene som utgjør driftsmarginen i Marine Harvest og bransjen utvikler seg over tid. Av tabellen kan vi se at selskapet og bransjen har en relativt lik driftsmargin, men at enkelte poster skiller seg ut.

Det tidsvektende gjennomsnittet for andre driftskostnader er 12,43 % for Marine Harvest, mens bransjens er 14,47 %. Siden dette er en samlepost for diverse driftsrelaterte kostnader

er det ikke noen entydig forklaring på hva som er årsaken til denne forskjellen, men lavere driftsrelaterte kostnader kan tyde på bedre kostnadskontroll.

Vi ser videre at andelen lønnskostnader og skatt er marginalt høyere for Marine Harvest enn bransjen. Hva gjelder lønnskostnader kan dette skyldes at Marine Harvest er et større selskap med flere ansatte i høyere lønnskategorier, eller at man ønsker å tiltrekke seg kvalifisert personale ved å betale høyere lønn. Marine Harvest er det selskapet i bransjen med høyest andel ansatte utenlands, og med tanke på det høye lønnsnivået i Norge skulle vi gjerne forvente at selskapet hadde noe lavere lønnskostnader relativt til bransjen. Videre har selskapet, sett i forhold til bransjen, høyest andel operasjoner utenlands, men til tross for dette betaler selskapet en marginalt høyere andel skatt på driften enn resten av bransjen. Dette bryter med vår forventning basert på den relativt høye bedriftsbeskatningen i Norge. Som følge av at forskjellen er marginal velger vi å ikke gå dypere inn i denne.

Frem til 2012 utgjorde materialkostnader en høyere andel for Marine Harvest enn for bransjen, men fra 2013 er denne forskjellen borte. Det kan tyde på at selskapet har tatt tak i en dårlig utvikling i sine materialkostnader for å forbedre sine marginer. Sett under ett er ikke forskjellene spesielt store og ikke større enn det som forventes basert på normal variasjon. Vi har derfor ikke grunnlag for å påstå at Marine Harvest hverken har noen marginfordel eller ulempe på bakgrunn av våre analyser.

De gjenværende postene utgjør liten andel av marginen, men kommenteres likevel kort. Avskrivningenes betydning for netto driftsmargin variert noe over perioden, både bransjen og Marine Harvest. Det tidsvektende gjennomsnittet indikerer imidlertid at forskjellene totalt sett er små. Forskjellene i realisert gevinst og tap på kontantstrømsikring er ubetydelige. Negative verdier indikerer her at tallene representerer en inntekt som har innvirkning på netto driftsmargin. Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet utgjør liten andel både for bransjen og Marine Harvest, samt at forskjellen er marginal.

År	2010			2011			2012			2013		
	MHG	Bransje	Fordel/ulempe	MHG	Bransje	Fordel/ulempe	MHG	Bransje	Fordel/ulempe	MHG	Bransje	Fordel/ulempe
Driftinntekter	100,00 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %
Materialkostnader	50,92 %	55,20 %	-4,28 %	52,74 %	57,65 %	-4,91 %	62,01 %	57,35 %	4,67 %	51,68 %	52,28 %	-0,59 %
Lønnskostnader	14,41 %	10,63 %	3,79 %	13,68 %	10,80 %	2,88 %	15,52 %	14,14 %	1,38 %	13,82 %	12,43 %	1,39 %
Andre driftskostnader	9,31 %	11,23 %	-1,92 %	11,80 %	13,28 %	-1,48 %	12,36 %	15,37 %	-3,01 %	11,86 %	14,69 %	-2,83 %
Avskrivning	4,42 %	3,68 %	0,75 %	5,00 %	3,95 %	1,05 %	5,57 %	5,00 %	0,57 %	2,19 %	3,06 %	-0,87 %
Verdiendring biologiske eiendeler	-7,01 %	-4,93 %	-2,09 %	-3,25 %	-3,86 %	0,62 %	2,96 %	-2,80 %	5,76 %	-6,19 %	-4,66 %	-1,54 %
Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring	-1,31 %	-0,50 %	-0,81 %	-1,37 %	-0,51 %	-0,86 %	-1,77 %	-0,81 %	-0,97 %	-0,33 %	-0,15 %	-0,19 %
Driftsrelatert skattekostnad	7,02 %	5,86 %	1,17 %	5,14 %	4,45 %	0,69 %	0,80 %	2,77 %	-1,96 %	6,47 %	5,27 %	1,20 %
Nettoreultat fra tilknyttet virksomhet	-1,32 %	-1,28 %	-0,05 %	0,05 %	-0,40 %	0,46 %	-0,57 %	-0,64 %	0,07 %	-1,15 %	-1,33 %	0,18 %
Netto driftsmargin	23,56 %	20,11 %	3,45 %	15,44 %	14,65 %	0,79 %	3,11 %	9,62 %	-6,50 %	21,64 %	18,39 %	3,25 %
År	Tidsvektet gjennomsnitt											
	MHG	Bransje	Fordel/ulempe	MHG	Bransje	Fordel/ulempe	MHG	Bransje	Fordel/ulempe	MHG	Bransje	Fordel/ulempe
Driftinntekter	100,00 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %
Materialkostnader	53,70 %	53,05 %	0,66 %	56,81 %	59,04 %	-2,23 %	55,12 %	56,01 %	-0,89 %	55,12 %	56,01 %	-0,89 %
Lønnskostnader	13,04 %	11,90 %	1,14 %	14,59 %	13,10 %	1,49 %	14,03 %	12,57 %	1,46 %	14,03 %	12,57 %	1,46 %
Andre driftskostnader	11,51 %	14,46 %	-2,95 %	13,46 %	14,55 %	-1,09 %	12,43 %	14,47 %	-2,04 %	12,43 %	14,47 %	-2,04 %
Avskrivning	5,13 %	4,44 %	0,69 %	6,19 %	5,11 %	1,09 %	5,17 %	4,53 %	0,64 %	5,17 %	4,53 %	0,64 %
Verdiendring biologiske eiendeler	-2,78 %	-2,74 %	-0,04 %	-1,58 %	-1,21 %	-0,37 %	-2,58 %	-2,42 %	-0,16 %	-2,58 %	-2,42 %	-0,16 %
Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring	0,15 %	0,07 %	0,08 %	0,07 %	0,04 %	0,03 %	-0,13 %	-0,05 %	-0,08 %	-0,13 %	-0,05 %	-0,08 %
Driftsrelatert skattekostnad	4,62 %	4,45 %	0,17 %	2,51 %	2,21 %	0,30 %	3,83 %	3,51 %	0,31 %	3,83 %	3,51 %	0,31 %
Nettoreultat fra tilknyttet virksomhet	-0,59 %	-0,65 %	0,06 %	-0,47 %	-0,48 %	0,01 %	-0,62 %	-0,68 %	0,06 %	-0,62 %	-0,68 %	0,06 %
Netto driftsmargin	14,57 %	15,02 %	-0,45 %	8,42 %	7,64 %	0,78 %	15,47 %	15,46 %	0,01 %	15,47 %	15,46 %	0,01 %

Tabell 7-4: Utvikling i netto driftsmargin gjennom analyseperioden

Drivere for omløpshastigheten til driftsrelaterte poster

Tradisjonelt brukes en rekke forholdstall for å analysere omløpshastigheten, for eksempel varelagerets omløpshastighet, omløpshastigheten til kundefordringer og hvor lenge kundefordringene står uoppgjort (Penman, 2013). I analysen vil vi benytte en metode der det tas utgangspunkt i alle de individuelle komponentene som sammen utgjør netto driftseiendeler. Netto driftseiendeler består av ulike eiendeler og forpliktelser knyttet til drift, og metoden går ut på å undersøke omløpshastigheten til hver enkelt komponent. Dette gjennomføres ved å måle de forskjellige komponentene som andel av driftsinntektene, slik at vi får den inverse omløpshastigheten (Penman, 2013). Dette vil summere seg til selskapets inverse omløpshastighet, altså 1 dividert på omløpshastigheten til netto driftseiendeler, slik figur 7-9 viser. Dette innebærer at omløpshastigheten er omvendt proporsjonal med tallverdien, altså vil en lav tallverdi indikere høyere omløpshastighet (Penman, 2013).

$$\frac{1}{OH} = \frac{\text{Immaterielle eiendeler}}{\text{Driftsinntekter}} + \frac{\text{Tomter, bygg og eiendom}}{\text{Driftsinntekter}} + \dots$$

$$+ \dots - \frac{\text{Leverandørgjeld}}{\text{Driftsinntekter}} - \frac{\text{Annen kortsiktig gjeld}}{\text{Driftsinntekter}} - \dots$$

Figur 7-9: Dekomponering omløpshastighet

Marine Harvest	2010	2011	2012	2013	2014	2015T	Tidsvektet gjennomsnitt	
Omløpshastighet(invers)	1,143	1,148	1,177	1,042	0,916	0,956	MHG	Bransje
Drivere								
Driftsrelaterte anleggsmidler								
Immatrielle eiendeler (ikke utsatt skattefordel)	0,511	0,518	0,548	0,463	0,390	0,393	0,416	0,399
Utsatt skattefordel	0,008	0,009	0,008	0,007	0,006	0,007	0,007	0,006
Tomter, bygg og eiendom	0,254	0,253	0,266	0,279	0,293	0,319	0,299	0,264
Tilknyttet virksomhet	0,044	0,041	0,041	0,040	0,037	0,036	0,037	0,043
Andre anleggsmidler	0,000	0,001	0,003	0,002	0,000	0,000	0,001	0,029
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	0,817	0,822	0,865	0,790	0,727	0,755	0,761	0,739
Driftsrelaterte omløpsmidler								
Kundefordringer	0,125	0,122	0,124	0,134	0,133	0,123	0,128	0,124
Biologiske Eiendeler	0,513	0,509	0,522	0,439	0,371	0,379	0,399	0,401
Andre driftsrelaterte omløpsmidler	0,051	0,049	0,051	0,066	0,082	0,092	0,081	0,067
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	0,689	0,680	0,697	0,640	0,586	0,594	0,608	0,591
Driftsrelatert gjeld								
Utsatt skatt	0,158	0,168	0,189	0,168	0,148	0,153	0,156	0,163
Levrandørgjeld	0,095	0,092	0,094	0,095	0,084	0,074	0,082	0,090
Annen kortsiktig gjeld	0,073	0,072	0,085	0,089	0,100	0,105	0,098	0,055
Langsiktig rentefri gjeld	0,037	0,021	0,016	0,036	0,065	0,062	0,055	0,035
Sum driftsrelatert gjeld	0,364	0,353	0,385	0,388	0,397	0,393	0,391	0,343
Sum invers	1,143	1,148	1,177	1,042	0,916	0,959	0,977	0,987

Tabell 7-5: Dekomponering av omløpshastighet knyttet til driftsrelaterte poster

Av tabell 7-5 ser vi at det er liten forskjell mellom det tidsvektede gjennomsnittet for driverne av omløpshastigheten i Marine Harvest og bransjen. For Marine Harvest ser vi at omløpshastigheten til driftsrelaterte anleggsmidler har økt i perioden, hovedsakelig drevet av en økt omløpshastighet på immaterielle eiendeler og eiendeler i tilknyttede virksomheter. En motvekt har vært tomter, bygg og eiendom. Til tross for at omløpshastigheten har bedret seg er det tidsvektede gjennomsnittet for omløpshastigheten til driftsrelaterte anleggsmidler, marginalt dårligere for Marine Harvest enn for bransjen.

Marine Harves har redusert omløpshastigheten for de biologiske eiendelene gjennom analyseperioden, men har til tross for dette bare marginalt bedre gjennomsnittlig omløpshastighet knyttet til disse eiendelene enn bransjen. Forskjellene utjevnes imidlertid av at Marine Harvest har noe dårligere omløpshastighet på kundefordringene sine. Sammen med mindre fordelaktig omløpshastighet på andre driftsrelaterte omløpsmidler fører dette til at Marine Harvest har marginalt dårligere omløpshastighet på driftsrelaterte omløpsmidler. Siden vi fokuserer på omløpet til netto driftsrelaterte eiendeler trekkes omløpshastigheten til den driftsrelaterte gjelden fra omløpshastigheten for driftsrelaterte eiendeler.

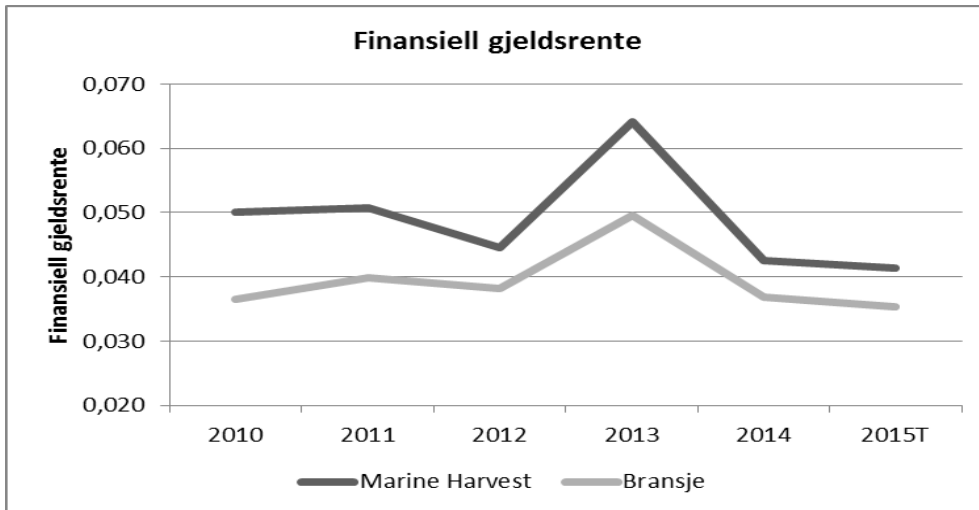
Vi ser at Marine Harvest har lavere omløpshastighet på sin driftsrelaterte gjeld. Forskjellen er imidlertid ikke større enn at omløpshastigheten på netto driftseiendeler bare er marginalt bedre for Marine Harvest enn bransjen. Analysen forteller at det er svært lite som skiller omløpshastigheten i Marine Harvest og bransjen totalt sett, til tross for forskjellene knyttet til driftsrelaterte omløpsmidler, driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelatert gjeld. Dersom vi gjør om den inverse omløpshastigheten til ordinær omløpshastighet er den tidsvektede omløpshastigheten til Marine Harvest og bransjen henholdsvis 1,02 og 1,01.

Netto finansiell gjeldsrente

I det videre skal vi dekomponere netto finansiell gjeldsrente til avkastning på finansielle eiendeler og rentekostnaden på finansiell gjeld. Denne dekomponeringen gir innsikt i hvor høy rente Marine Harvest og bransjen betaler på lånene sine, og hvordan avkastningen er for finansielle eiendeler. Dersom avkastningen på de finansielle eiendelene er lavere enn den finansielle gjeldsrenten, vil dette bidra til å øke netto finansiell gjeldsrente.

Finansiell gjeldsrente

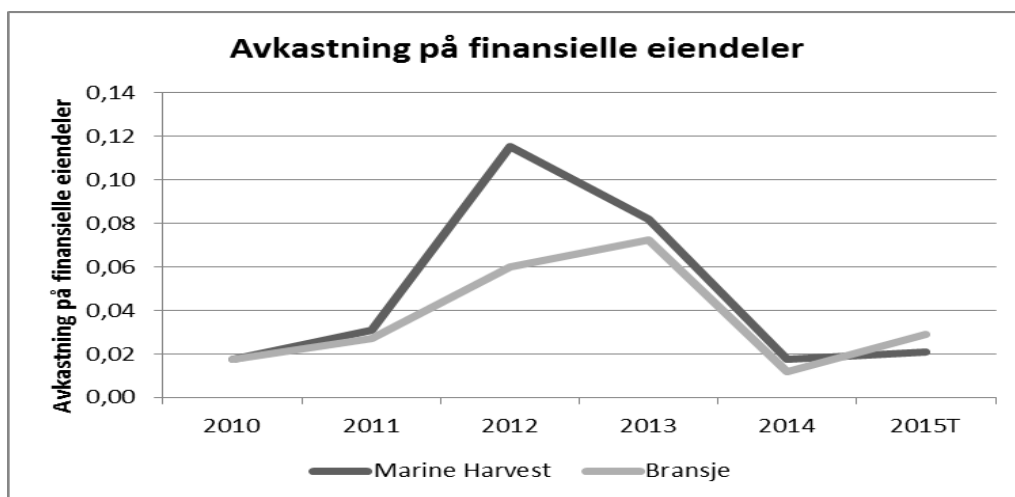
Marine Harvest betaler gjennomgående en høyere gjeldsrente på sin finansielle gjeld enn bransjen, noe som representerer en ulempe i forhold til konkurrentene. Denne ulempen har holdt seg relativt stabilt omkring et prosentpoeng over analyseperioden.



Figur 7-10: Finansiell gjeldsrente Marine Harvest og oppdrettsbransjen

Avkastning på finansielle eiendeler

I figur 7-11 kan vi se at avkastningen på de finansielle eiendelene har vært svært volatil gjennom analyseperioden og rentabiliteten har, med unntak av i 2012, vært lavere enn både driftsrentabiliteten og gjeldsrenten. Dette taler isolert sett for at det hadde vært lønnsomt å likvidere de finansielle eiendelene og betale ned på gjelden. Det kan imidlertid være andre forhold, eksempelvis plassering av likviditet, som kan tale for å beholde de finansielle eiendelene. Marine Harvest har i analyseperioden gjennomgående høyere avkastning på de finansielle eiendelene enn bransjen, hvilket reduserer den negative effekten fra den høye gjeldsrenten relativt til bransjen. Hvorvidt dette representerer en fordel for Marine Harvest avhenger av hvor stor risiko det ligger i selskapets portefølje. En mer risikabel portefølje kan forvente en høyere avkastning enn en mindre risikabel plassering, uten at denne nødvendigvis kan klassifiseres som bedre. Det finnes ikke tilstrekkelig informasjon i årsrapportene til å gjøre en vurdering av dette.



Figur 7-11: Avkastning på finansielle eiendeler for Marine Harvest og oppdrettsbransjen

7.3 Oppsummering

Gjennom dekomponeringen har vi sett at det er lite som skiller omløpshastigheten og netto driftsmargin i Marine Harvest og bransjen. Omløpshastigheten er generelt lav, men siden oppdrettsbransjen har høy driftsmargin kan dette være rimelig. Tallene fra dekomponeringen stemmer godt overens med våre konklusjoner fra den strategiske analysen, hvor vi anser marginen for å være den viktigste driveren for lønnsomhet. Marine Harvest sitt største konkurransefortrinn er produksjonen av eget fôr, men denne satsingen er enda så ny at effektene ikke har materialisert seg gjennom bedre marginer enn bransjen for øvrig enda. Til tross for små forskjeller mellom avkastningen i Marine Harvest og bransjen, er denne jevnt over høy gjennom analyseperioden. Dette er i tråd med vår vurdering av at trusselen fra potensielle inntrengere er lav som følge av krevende inngangsbarrierer i oppdrettsbransjen.

Den finansielle gearingen har variert gjennom analyseperioden både for Marine Harvest og bransjen. Selskapet har fra 2013 hatt høyere effekt av finansiell gearing enn bransjen, som frem til 2012 lå stabilt over Marine Harvest. Frem til 2012 ble effekten av finansiell gearing for Marine Harvest svekket som følge av dårligere spread og denne effekten ble ytterligere påvirket av høyere gjeldsgrad enn bransjen. Fra 2013 har effekten av finansiell gearing vært høyere for Marine Harvest, noe som skyldes en kombinasjon av marginalt bedre spread, men også høyere gjeldsgrad enn bransjen. Slik vi vurderer det vil den største utfordringen for Marine Harvest relativt til bransjen være, at selskapet har en høyere gjeldsrente på netto finansiell gjeld. Gjennom den syntetiske ratingen i kapittel 6 fikk både Marine Harvest og bransjen en rating på A, hvilket gav opphav til en kredittrisikopremie på 1 % basert på tabell xx fra kapittel 6. Med utgangspunkt i dette forventes det at gjeldsrenten til Marine Harvest vil gå ned med tiden, men går nærmere inn på dette i neste kapittel. Vi vil også forvente at Marine Harvest sin satsing på eget fôr vil gi økt lønnsomhet i form av bedre marginer enn bransjen i fremtiden.

8. Fremtidskrav

8.1 Avkastningskrav til egenkapital og netto driftskapital

I dette kapitlet skal vi estimere avkastningskravet på egenkapitalen og netto driftskapital i Marine Harvest, som benyttes for å neddiskontere fri kontantstrøm til egenkapitalen og fri kontantstrøm fra drift.

Avkastningskravet for netto driftseiendeler eller netto driftskapital er Weighted Average Cost of Capital (WACC). Egenkapitalkravet inngår i utregningen av WACC og vil dermed fastsettes på veien mot å fastsette WACC. Årsaken til at vi må finne kravet til netto driftskapital er ifølge Kaldestad og Møller (2011) at den frie kontantstrømmen fra driften i selskapet skal finansiere alle de ulike kapitalkildene. Ifølge Kinserdal et al. (1997) representerer avkastningskravet alternativkostnaden og skal således gi en kompensasjon tilsvarende det som er mulig å tjene på kapitalplasseringer hvor risikoen er den samme. Kinserdal et al. (1997) trekker videre frem at innfrielse av kapitalkravet som settes også er en forutsetning for å kunne sikre kapitaltilførsel i fremtiden. WACC som avkastningskrav tar hensyn til at risikoen er ulik for forskjellige kapitalkilder og vektet deres respektive krav på bakgrunn av deres relative andel av totalkapitalen (Kaldestad og Møller 2011). I figur 8-1 er WACC fremstilt i sin enkleste form:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_e + \frac{D}{E + D} * R_d$$

$E =$ Egenkapitalens markedsverdi

$D =$ Markedsverdien av netto finansiell gjeld

$R_e =$ Egenkapitalkrav

$R_d =$ Gjeldskrav

Figur 8-1: Weighted Average Cost of Capital (WACC)

For å fastsette WACC må vi estimere de tre komponentene som utgjør kapitalkostnaden; egenkapitalkravet, netto finansielt gjeldskrav og kapitalstrukturen, der sistnevnte størrelse vil

vekte de ulike kravene basert på deres relative andel. En utfordring ved bruk av WACC er at vi helst skal benytte den virkelige verdien til egenkapitalen i vektingen, men ettersom hensikten med denne oppgaven er å fastsette egenkapitalen vil den ikke være kjent på det nåværende tidspunkt. Denne problematikken vil vi gå nærmere inn på senere. Videre vil vi fastsette egenkapitalkravet ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM), mens netto finansielt gjeldskrav estimeres ved bruk av risikofri rente og resultatet fra den syntetiske ratingen i kapittel 6. Siste steg blir å fastsette vektene for å fastsette WACC.

8.1.1 Avkastningskravet for egenkapitalen

Som nevnt er det første steget i prosessen å fastsette egenkapitalens avkastningskrav. Hensikten med dette er å fastslå hvilken avkastning investorene kan forvente å få på sine kapitalplasseringer i selskapet med utgangspunkt i den risikoen en slik plassering innebærer. Kravet vil være nyttig ved verdsettelse av egenkapitalen ved bruk av den direkte metoden, der man ved neddiskontering av fri kontantstrøm til egenkapitalen benytter egenkapitalkravet (Palepu et al., 2013). Det finnes mange metoder for å beregne avkastningskravet på, men vi benytter CAPM da dette er en mye benyttet metode i praksis (Kaldestad og Møller, 2011). Denne konklusjonen støttes også av Palepu et al. (2013). Parameterne som inngår i CAPM er risikofri rente, markedets risikopremie og egenkapitalbetaen. Av figur 8-2 følger kapitalverdimodellen i sin enkleste form:

$$R_e = R_f + \beta_e * (R_m - R_f)$$

$R_e =$ Egenkapitalkrav

$R_f =$ Risikofri rente

$(R_m - R_f) =$ Markedets risikopremie

$\beta_e =$ Egenkapitalens volatilitet relativt til markedet

Figur 8-2: CAPM (Kaldestad og Møller, 2011)

CAPM bygger på den forutsetning at et selskaps totalrisiko består av systematisk og usystematisk risiko. Som investor kan man redusere og kvitte seg med den usystematiske risikoen, eller den selskappsspesifikke risikoen ved å investere i mange ulike selskaper, altså diversifisere sin aksjeportefølje (Palepu et al., 2013). Det vil ikke være mulig å diversifisere

bort systematisk risiko, så den representerer en generell markedsrisiko. Markedsrisikoen er i CAPM definert som i hvilken grad aksjene i selskapet samvarierer med markedsporteføljen (Koller et al., 2010). Slik risiko vil ethvert selskap være eksponert for gjennom endrede konjunkturer, inflasjon og andre makroøkonomiske faktorer (Kaldestad og Møller, 2011). Som investor blir man ikke belønnet i form av høyere avkastning for risiko som kan diversifiseres bort, mens det kompenseres for generell markedsrisiko i form av beta som sier noe om egenkapitalens volatilitet relativt til markedsporteføljen.

Risikofri rente

Koller et al. (2010) definerer risikofri rente som avkastningen man oppnår på en portefølje som ikke har noen kovarians med markedet, altså har den en beta lik 0. Det er en presumptiv forventning om at enhver investering som innebærer risiko vil ha en avkastning ut over den risikofrie renten (Kaldestad og Møller, 2011). Det er altså den beste avkastningen man kan oppnå uten å være utsatt for hverken konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad og Møller, 2011). Fra uttrykket for CAPM kan vi se at den risikofrie renten ligger til grunn for utregning av et hvert egenkapitalkrav.

Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er den viktigste problemstillingen ved beregning av risikofri rente hvorvidt denne skal beregnes på bakgrunn av korte eller lange renter. Det tas som regel utgangspunkt i statsobligasjoner, da disse er ansett å være uten kredittrisiko (Koller et al., 2010). Statsobligasjoner kommer med en rekke ulike forfallstidspunkter, på alt fra en måned til mange år, og variasjonen i rentene er til dels store. Ifølge Kinserdal et al. (1997) bygger CAPM i sin enkleste form på investeringer med en tidshorisont på et år, noe som tilsier at vi bør velge statsobligasjoner med forfall om et år. Kinserdal et al. (1997) åpner imidlertid for å bruke andre løpetider for prosjekter med lengre tidshorisont. Optimalt sett burde vi for hver fremtidige kontantstrøm valgt en risikofri rente med løpetid som stemmer overens med når den fremtidige kontantstrømmen er forventet, slik at vi får en egen WACC for hver kontantstrøm (Koller et al., 2010). I praksis vil man som regel ikke ende opp med en slik fremgangsmåte, da en kost-nytte vurdering vil føre til at andre mindre omfattende metoder er presise nok og dermed vil bli foretrukket. Vi skal i det videre bestemme hvilke statsobligasjoner og hvilken statsobligasjonsrente vi vil benytte som beste estimat på den risikofrie renten.

Det argumenteres for at det bør velges statsobligasjoner som er utstedt i samme valuta som selskapet som skal verdsettes, ettersom dette gir konsistent bruk av inflasjon i kontantstrøm og diskonteringsrente. Til tross for at mange analytikere benytter kortere renter, trekker Palepu et al. (2013) i retning av å benytte lengre renter, da disse i større grad tar hensyn til forventet inflasjon fremover. Kinserdal et al. (1997) trekker også frem det forhold at statsobligasjoner med lengre levetid har lavere volatilitet slik at avkastningskravet ikke er like utsatt for kortsiktig tilfeldig variasjon.

Vi vil i utgangspunktet benytte oss at norske 10-årige statsobligasjoner ettersom det ikke er noe som tyder på avvikling av Marine Harvest slik vi kjenner det i dag, samt at vi verdsetter selskapet i NOK. Siden oppdrettsbransjen er syklisk er det rimelig med en lengre budsjettthorisont på mellom 5-10 år, hvilket samsvarer godt med 10-årige statsobligasjoner. Det er viktig å være klar over at det ved bruk av lange renter kan være innbakt premie for både illikviditet og inflasjonsrisiko (Kaldestad og Møller, 2011). Av tabell 8-1 kan vi få et bilde av yieldkurven, som viser sammenhengen mellom prisen på korte og lange renter (Palepu et al., 2013). Ettersom forskjellen på korte og lange renter ikke er veldig stor, virker ikke dette å være et stort problem og lange renter bør dermed trygt kunne anvendes.

3 år	5 år	10 år
1,52 %	1,82 %	2,52 %

Tabell 8-1: Mellomlange og lange norske statsobligasjonsrenter (Norges Bank, 2015)

Som nevnt tidligere finnes det er fenomen kalt “mean reverting” eller tilbakevendende mot gjennomsnittet (Palepu et al., 2013). Dette er et fenomen som innebærer at en lav rente, som observeres i markedet i dag, er forventet å gradvis bevege tilbake mot et mer normalt nivå over tid. Dagens lave renter er forventet gradvis å bevege seg mot en såkalt normalrente. Hvor høy denne normrenten vil være er høyst usikkert som følge av dagens situasjon i rentemarkedet med historisk lave renter. Vårt beste estimat på renten første år i budsjettperioden er basert på gjennomsnittlig Nibor 3M over analyseperioden, med fradrag for en kredittrisikopremie basert på gjennomsnittlig bankrating. Gjennomsnittlig bankrating har i analyseperioden vært AA, hvilket gir en kredittrisikopremie på 0,6 % (Knivsflå, 2015k). Vårt beste estimat på neste års risikofrie rente er et gjennomsnitt av risikofri rente over analyseperioden, hvilket vi kalkulerer til 1,07 % før skatt.

Vi vil i det videre benytte Knivsflå (2015k) sin metode for å fastsette rentebanen fra 2016 og frem mot horisontleddet og normrenten. For å finne beste estimat på normrenten ved horisonten vil vi vekte historisk Nibor 3M med $\frac{3}{4}$ og 10-årige norske statsobligasjoner med $\frac{1}{4}$. Gjennomsnittlig månedlig Nibor mellom 1996 og 2014 har vært 4,1 % (Knivsflå, 2015k), mens 10-årige norske statsobligasjonsrenter er 1,65 % per 4. november 2015 (Norges Bank, 2015). Vi må også justere for kredittrisikoen knyttet til norske banker, og vil som en forenkling anta at denne er lik justeringen vi foretok tidligere på 0,6 %. Vi vil ikke justere ned statsobligasjonsrenten for kredittrisiko, da vi anser sannsynligheten for at Norge skal gå konkurs som tilnærmet lik null og justeringen uansett ville vært så liten at den utgjør liten forskjell. Dette gir et estimat på 2,88 % for risikofri rente før skatt ved budsjett horisonten. For å finne renten etter skatt må vi justere for den nominelle selskapsskatten. Per 2015 er denne 27 % i Norge, men regjeringen har foreslått å redusere den til 25 % for 2016 (NOU 2014: 13). Det er mye som tyder på at selskapsskatten skal reduseres ytterligere i årene som kommer, men per i dag er 25 % vårt beste estimat på fremtidig skattesats.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den avkastning en investor krever for å påta seg markedsrisiko og er definert som forventet markedsavkastning justert for risikofri rente (Palepu et al., 2013). Det er utfordrende å fastsette størrelsen på markedets risikopremie. Koller et al. (2010) trekker frem at markedets risikopremie er et av de mest debatterte emnene i finans og ingen metode har fått universell aksept i teorien. Kaldestad og Møller (2011) deler opp i tre ulike metoder for å fastsette markedets risikopremie; (1) estimering med utgangspunkt i historiske data, (2) estimering basert på dagens aksjekurs og (3) spørreundersøkelser blant investorer og akademikere.

Dersom vi antar at investorers risikoaversjon ikke har endret seg i senere tid, kan vi se tilbake på den historiske avkastningen for å fastslå hvilken kompensasjon, i form av høyere forventet avkastning, som historisk har blitt gitt (Koller et al., 2010). Ved å ta utgangspunkt i en markedsindeks og sammenligne den med risikofri rente i form av statsobligasjoner over en gitt periode, finner vi et estimat på markedets risikopremie, da denne er gitt ved differansen mellom risikofri rente og forventet markedsavkastning. Metoden bygger på forutsetningen om at risikopreferansene ikke har endret seg nevneverdig og at historisk utvikling er et godt estimat på fremtidig utvikling. Palepu et al. (2013) antar på sin side at

preferansene vil endres over tid og at premien dermed også vil det. Til tross for dette blir metoden hvor det tas utgangspunkt i historisk utvikling, mye benyttet (Damodaran, 2012)

Et estimat på markedets risikopremie basert på dagens aksjekurs forsøker å fastslå hvilken premie som er nødvendig for å forsvare den aksjekursen som observeres i markedet (Kaldestad og Møller, 2011). Metoden benytter en form for vekstmodell, eksempelvis Gordons, og løses med hensyn på risikopremien, som er en størrelse i denne modellen. Dersom som man benytter modellen må det gjøres forutsetninger om forventet vekstrate i økonomien og forventet utbyttegrad fremover, da disse størrelsene også inngår (Kaldestad og Møller, 2011). Det er både styrker og svakheter med denne metoden. Den største svakheten er hvor sensitiv den er for endringer i de relativt usikre variablene som inngår i modellen. Det er også problemer knyttet til sirkularitet, da man benytter markedsverdier for å finne nye markedsverdier. Av fordeler er det verdt å nevne at modellen er markedsdrevet og rettet mot fremtiden, til forskjell fra metoden som analyserer historiske data.

Spørreundersøkelser blir benyttet i varierende grad, men kan ved riktig bruk, på et representativt utvalg av markedsaktører, gi gode indikasjoner på markedets forventninger fremover (Kaldestad og Møller, 2011). En fordel ved metoden er at den også er fremtidsrettet og uavhengig av historiske data. Det er imidlertid vanskelig for respondenter å ikke la seg påvirke av dagens marked, eller at historiske tall tas inn i vurderingen av fremtiden (Kaldestad og Møller, 2011).

Som nevnt over er metoden med utgangspunkt i historiske risikopremier mest benyttet i praksis. Kinserdal et al. (1997) har undersøkt risikopremier på Oslo Børs og fant ut at hovedindeksen i gjennomsnitt har gitt en meravkastning på 6 % i forhold til risikofri rente, målt som kortsiktig statsrente, i tidsperioden 1967-1994. Til tross for dette mener han at det er urimelig å forvente en like høy risikopremie fremover, som følge av redusert markedsrisiko på grunn av mer stabil inflasjon og mer diversifiserte investorer. Gjesdal og Johnsen (1999) anslår at en risikopremie 5 % er i tråd med forventningen i fremtiden. En studie av Dimson et al. (2003) støtter denne konklusjonen, da de fant ut at gjennomsnittlig historisk risikopremie i Norge var på 5,5 % i perioden 1970-2010. Deres studie konstaterte også at gjennomsnittlig aksjeavkastning i verden har vært 5 % høyere enn risikofri rente i perioden 1900-2010 (Dimson et al., 2003).

For å fastsette markedets risikopremie har vi valgt å sammenligne månedlig avkastning på Oslo Børs hovedindeks, med norske 10-årige statsobligasjoner. Dersom observasjonene er for gammel vil de være lite representativ for vår prognose. Vi tar derfor utgangspunkt i observasjoner 15 år tilbake i tid, noe som gir en historisk risikopremie på 5,37 %. Damodaran (2015) har estimert Norges markedsrisikopremie til å være 5,75 % fremover. Til sammenligning nevner Palepu et al. (2013) en annen studie som konkluderer med at fremtidig risikopremie for verden, Europa og UK er henholdsvis 5.0 %, 5.3 % og 5.4 %. Vi mener at 5,75 % er litt høyt, men ser for oss en størrelse omkring 5,37 % som mer rimelig. Vi velger derfor å benytte vårt estimat på 5,37 % som beste estimat på fremtidig risikopremie, da det stemmer godt med det nivået Gjesdal og Johnsen (1999), samt studien referert til av Palepu et al. (2013), forventer om fremtiden.

Beta

Betaverdien er et mål på den systematiske risikoen og sier noe om hvor sensitiv selskapets aksjepris er for variasjoner i generell markedsavkastning (Palepu et al., 2013). Det antas at markedsindeksen har en beta lik 1, da den samvarierer fullstendig med variasjoner i økonomien (Palepu et al., 2013). Markedsindeksen regnes dermed som referanseverdien. Et selskap med beta under 1 er mindre utsatt for svingninger, mens et selskap med beta høyere enn 1 er mer utsatt for svingninger. Beta er ikke en størrelse som kan observeres, men estimeres ved å sammenligne den aktuelle aksjens avkastning med en markedsindeks (for eksempel hovedindeksen på Oslo Børs). Damodaran (2012) mener det er mulig å forbedre betaverdien ved for eksempel å sammenligne med bransjebeta, og justere på bakgrunn av denne. Vi fastsetter betaverdien i første omgang ved bruk av enkel regresjon der vi ser på hvordan avkastningen på aksjene i Marine Harvest samvarierer med hovedindeksen på Oslo Børs. Uttrykket for regresjonen er vist i figur 8-3. Avkastningen i Marine Harvest er den avhengige variabelen, mens avkastningen på Oslo Børs er den uavhengige variabelen. Her vil b-leddet gi et uttrykk for regresjonens stigningstall.

$$R_{MH} = a + b * R_{OSEBX}$$

b = Stigningstallet i regresjonen

R_{MH} = Aksjeavkastning Marine Harvest

a = Konstantleddet i regresjonen

Figur 8-3: Regresjonsmodellen som gir Marine Harvest sin betaverdi

Ifølge Damodaran (2011) vil regresjonens stigningstall være ekvivalent med selskapets beta. Vi har estimert Marine Harvest sin betaverdi ved å ta utgangspunkt i 66 månedlige observasjoner som strekker seg over en femårs periode, fra april 2010 til oktober 2015. Vi har tatt utgangspunkt i data som er justert for utbytte og splitter, slik at observasjonene blir sammenlignbare. Regresjonen gir vårt estimat på det Koller et al. (2010) kaller «råbeta», altså betaverdien uten justeringer på bakgrunn av for eksempel bransjebeta eller lignende. Teoretikerne enes ikke om det skal benyttes daglige, ukentlige eller månedlige observasjoner. Ved bruk av daglige eller ukentlige observasjoner kan vi risikere at tallene er utsatt for kortsiktig variasjon som bare fører til støy i tallmaterialet. På den andre siden er slike observasjoner i større grad representative for dagens markedssituasjon, da man ved bruk av månedlige observasjoner må gå langt tilbake for å få tilstrekkelig antall observasjoner. Vi har som nevnt benyttet månedlige observasjoner som følge av at både Koller et al. (2010), Kaldestad og Møller (2011) og Palepu et al. (2013) heller mot en langsiktig tidshorisont og månedlige observasjoner. Siden Koller et al. (2010) mener et regresjonsanalyse må baseres på minst 60 observasjoner for å fastsette «råbeta», har vi valgt å ta utgangspunkt i 66 observasjoner.

Tallmaterialet er hentet fra databasen til Yahoo Finance og utregningene ligger i appendix 14.2. Vi får et avrundet betaestimat på 0,72, hvilket innebærer at Marine Harvest er mindre utsatt for svingninger enn markedsporteføljen. Regresjonslikningen som gir betaverdiener vist under.

$$R_{MH} = 0,0102 + 0,7174 * R_{OSEBX}$$

Som nevnt vil vårt estimat bare være en råbeta som ifølge Damodaran (2012) kan justeres ved å vekte råbeta og gjennomsnittsbeta som er 1, mot hverandre. Dette gjennomføres i praksis ved at råbetaen vektet med $\frac{1}{3}$ og gjennomsnittlig beta med $\frac{2}{3}$ slik Bloomberg gjør i sine betautregninger. Vi mener dette vil være en god justering til tross for at Reuters og E24 opererer med en beta på henholdsvis 0,71 og 0,62 for Marine Harvest (Reuters.com, 2015). NASDAQ på sin side opererer med en beta på 0,86 (Nasdaq.com, 2015). Etter vektingen mellom vår beta på 0,72 og gjennomsnittlig beta på 1, ender vi opp med et estimat på 0,90. Damodaran (2015) anslår beta for “food processing”, hvilket er bransjen han plasserer Marine Harvest og de andre oppdrettsselskapene, til å være 0,93 for selskaper i Europa. Til

tross for et relativt stort utvalg i tallmaterialet velger vi å støtte oss på Damodaran sine konklusjoner og benytter 0,90 som vårt beste estimat på egenkapitalbeta.

Egenkapitalbetaen er ikke konstant over tid, og vil variere med selskapets gjeldsgrad. Når gjeldsgraden øker vil egenkapitalbetaen også øke, fordi egenkapitalen blir mer risikoutsatt når kreditorene skal ha en større del av avkastningen (Palepu et al., 2013).

Miller og Modigliani (M&M)(1958) proposisjon 1 sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen, noe som innebærer at selskapets driftsbeta vil holde seg konstant til tross for at kapitalstrukturen endrer seg. M&M har gjort noen forutsetninger i sin teori som ikke nødvendigvis vil være reelle i virkeligheten. Dersom deres forutsetninger antas å gjelde, vil driftsbeta være konstant over prognoseperioden (Miller og Modigliani, 1958). Vi kan benytte dette forhold ved beregning av egenkapitalbeta over analyseperioden. Forutsatt liten sannsynlighet for konkurs, hvilket er tilfellet for Marine Harvest med en rating på A som fastsatt i kapittel 6, vil forventet gjeldsrente være tilnærmet lik gjeldskravet og gjeldsbeta vil være tilnærmet lik 0 (Palepu et al., 2013). Under forutsetning at gjeldsbeta lik 0, vil sammenheng mellom egenkapitalbeta og driftsbeta være slik det fremgår av figuren under (Palepu, Healy og Peek, 2013). Når netto finansiell gjeld relativt til egenkapitalverdien endres over analyseperioden vil også egenkapitalbetaen endres, når driftsbeta er konstant.

$$\beta_{EK} = \left[1 + \frac{NFG}{EK} \right] * \beta_{Drift}$$

8.1.2 Avkastningskrav for netto finansiell gjeld

Etter å ha fastsatt egenkapitalkravet blir det neste steget i prosessen mot WACC å beregne avkastningskravet til netto finansiell gjeld. Avkastningskravet på gjelden er i prinsippet det vektete avkastningskravet for alle netto finansielle forpliktelser, inkludert aksjer og andre finansielle eiendeler (Penman, 2013). I fremtidsregnskapet opererer vi med netto finansiell gjeld, og dermed bør gjeldskravet i prinsippet være vektet som forklart over. Vi vil imidlertid gjøre en forenkling der vi fastsetter kravet til netto finansiell gjeld basert på gjeldskravet, og det historiske forholdet mellom gjeldsrenten og netto finansiell gjeldsrente i Marine Harvest.

Vi har avdekket at Marine Harvest har en netto finansiell gjeldsrente som i gjennomsnitt er 1 % høyere enn gjeldsrenten over analyseperioden. Vi vil derfor fastsette kravet på netto finansiell gjeld som kravet på finansiell gjeld addert med nevnte 1 % for å ta hensyn til at det er netto finansielt gjeldskrav og ikke gjeldskravet vi skal benytte.

I kapittel 6 kom vi frem til at Marine Harvest har en kredittrating på A, hvilket tilsier liten konkurserisiko og følgelig en lav kredittrisikopremie på gjelden. Vi mener derfor en rimelig antakelse for prognoseperioden vil være at netto finansiell gjeldsrente gradvis vil bevege seg mot kravet til netto finansiell gjeld. Når renten på netto finansiell gjeld avviker fra kravet, er det fare for at netto finansiell gjeld ikke reflekterer den virkelige verdien på netto finansiell gjeld. Til tross for dette antar vi i det følgende at bokført netto finansiell gjeld er lik virkelig verdi på netto finansiell gjeld (Beisland, 2013).

Det er flere ulike metoder å fastsette kravet til finansiell gjeld i Marine Harvest. Damodaran (2012) mener at selskapets gjeldskostnad vil avhenge av tre faktorer; (1) risikofri rente, (2) kredittrisikopremie og (3) skattefordelen ved gjeldsfinansiering. Ettersom Palepu et al. (2013) mener at risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien er de viktigste faktorene ved beregning av gjeldskravet, vil vi beregne dette ved utgangspunkt i disse to faktorene.

Risikofri rente vil alltid ligge til grunn ved beregning av avkastningskrav, da dette er den avkastningen som er mulig å oppnå risikofritt en annen plass. Når risikofri rente øker vil alternativkostnaden øke, og dermed vil gjeldskostnaden for selskapet også øke. I tillegg til risikofri rente, vil rentesatsen som selskapet oppnår i markedet typisk reflektere risikoen for at lånet skal misligholdes eller at selskapet skal gå konkurs. Kredittrisikopremiens størrelse vil variere fra selskap til selskap. I denne masterutredningen er den fastsatt til 1 % på bakgrunn av den syntetiske ratingen i kapittel 6. Årsaken til at gjeldskostnaden bør være etter skatt er for å sikre konsistens mellom kravet som benyttes i neddiskontering, og kontantstrømmene som neddiskonteres. En god tilnærming på dette er å multiplisere risikofri rente med 1 minus nominell skattekostnad for selskapet (Palepu et al., 2013).

Videre skal vurderes hva som er et godt estimat på risikofri rente. Kaldestad og Møller (2011) trekker frem at det er viktig å ha konsistens i måten risikofri rente fastsettes ved beregning av egenkapitalens og gjeldens avkastningskrav. Ved beregning av risikofri rente tidligere i oppgaven tok vi utgangspunkt i et vektet snitt av 10-årige norske statsobligasjoner

og historiske Nibor 3M. Kaldestad og Møller (2011) ser på konsistens i løpetid som viktig. Det vil dermed være naturlig å ta utgangspunkt i tilsvarende rente med samme løpetid når den risikofrie renten skal fastsettes. Vi velger å benytte samme metode for å fastsette risikofri rente for også her. Dette gir samme risikofrie rente ved starten av prognoseperioden og på horisonten, som tidligere ble fastsatt til henholdsvis 1,07 % og 2,88 %.

Kredittrisikopremien fastsettes til 1 %, da vi forventer at selskapet vil ha en relativt konstant konkursrisiko og gjeldsandel over prognoseperioden. Dette skyldes spesielt det forhold at selskapet har covenants knyttet til store deler av sin rentebærende gjeld, som nevnt tidligere krever en bokført egenkapitalandel på over 35 % (Marine Harvest årsrapport 2014).

Det siste steget er å fastsette en skattesats slik at vi får risikofri rente etter skatt. Med en slik skattesats er det mulig å fastslå det Kaldestad og Møller (2011) kaller riktig markedsavledet alternativkostnad på gjelden. Kaldestad og Møller (2011) argumenterer for å benytte nominell selskapsskatt som følge av at kontantstrømmen gir et bilde av den faktiske skatten som betales, og dermed er det ikke nødvendig å benytte effektiv skatt. Damodaran (2012) argumenterer for å bruke den marginale skattesatsen som for øvrig er lik nominell selskapsskatt. Som følge av at regjeringen med stor sannsynlighet vil gå inn for å redusere den norske selskapsskatten fra dagens 27 % til 25 % fra og med 2016 (NOU 2014: 13), vil vi benytte 25 % som vårt beste estimat på fremtidig nominell skattesats ved beregning av risikofri rente etter skatt. En del tyder på at denne vil bli ytterligere redusert i 2018, men per i dag er usikkerheten så stor at vi velger å se bort fra det i våre beregninger. Vi har nå alt som skal til for å beregne avkastningskravet for netto finansiell gjeld.

8.1.3 Beregning av vekter for egenkapital og gjeld

Det siste steget i beregning av WACC er å fastsette vektene slik at kapitalkostnaden reflekterer kapitalstrukturen i selskapet. Det argumenteres for å benytte vekter som er basert på selskapets målsatte kapitalstruktur og ikke nødvendigvis dagens kapitalstruktur (Kaldestad og Møller, 2011). Etersom vi kun benytter offentlig tilgjengelig informasjon har vi ikke informasjon om selskapets målsatte kapitalstruktur og må dermed benytte en annen metode. Andre alternativer er å benytte dagens faktiske kapitalstruktur, vurdere

kapitalstrukturen i bransjen eller forsøke å finne en normalisert kapitalstruktur (Koller et al., 2010 og Kaldestad og Møller, 2011).

Som nevnt tidligere er det ved bruk av WACC ønskelig å benytte verdivekter og det er derfor ikke ønskelig å ta utgangspunkt i bokførte verdier. Årsaken til at det bør brukes verdivekter er at WACC skal være et uttrykk for kapitalens alternativkostnad. Ved bruk av bokført verdi vil vi ikke få et rett bilde av den kapitalen som alternativt kunne blitt plassert andre steder (Koller et al., 2010).

Hensikten med denne masterutredningen er å fastsette egenkapitalverdien i Marine Harvest, slik at vi ikke har tilgang på verdier til bruk i vektene på det nåværende tidspunkt. Palepu et al. (2013) tar for seg denne problemstillingen og foreslår bokførte verdier som en løsning. Vi vil benytte metoden som Palepu et al. (2013) foreslår, til tross for argumentasjonen mot en slik løsning. Dette innebærer å benytte bokførte vekter i første omgang, for å fastsette den første betaverdien for bruk i utregningen av egenkapitalkravet, som igjen benyttes for å beregne WACC. Nå har vi estimert et egenkapitalkrav og WACC basert på bokførte vekter, og beregner det første verdiestimatet både ved selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Etter at det første verdiestimatet er fastsatt kan vektene oppdateres slik at vi får en ny egenkapitalbeta, nye krav og et nytt verdiestimat. Denne prosessen gjentas til verdiestimatet konvergerer mot en stabil verdi (Palepu et al., 2013). I teorien skal verdiestimatene etter den direkte og den indirekte metoden konvergere mot den samme verdien.

8.1.4 Oppsummering egenkapitalkrav og WACC

Gjennom kapittelet har vi fastsatt alle parameterverdiene som er nødvendig for å beregne fremtidig egenkapitalkrav og WACC. Basert på risikofri rente, egenkapitalbeta og markedets risikopremie kan vi fastsette egenkapitalkravet, slik tabell 8-2 illustrerer. Videre fastsetter vi WACC basert på egenkapitalkravet, kravet til netto finansiell gjeld og de budsjetterte vektene, slik tabell 8-3 illustrerer.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Risikofri rente etter skatt	0,80 %	1,00 %	1,19 %	1,39 %	1,58 %	1,77 %	1,97 %	2,16 %	2,16 %
Egenkapitalbeta	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900
Markedets risikopremie	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054
Egenkapitalkrav	5,45 %	5,86 %	6,05 %	6,24 %	6,44 %	6,63 %	6,83 %	7,02 %	7,02 %

Tabell 8-2: Egenkapitalkravet i fremtiden før vektene oppdateres

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Egenkapitalkrav	5,45 %	5,86 %	6,05 %	6,24 %	6,44 %	6,63 %	6,83 %	7,02 %	7,02 %
Egenkapitalvekt	0,683	0,711	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680
Netto finansielt gjeldskrav	2,38 %	2,80 %	3,00 %	3,19 %	3,39 %	3,58 %	3,77 %	3,97 %	4,16 %
Netto finansiell gjeldsvekt	0,317	0,289	0,320	0,320	0,320	0,320	0,320	0,320	0,320
WACC	4,32 %	4,68 %	4,94 %	5,13 %	5,33 %	5,52 %	5,72 %	5,91 %	6,11 %

Tabell 8-3: WACC i fremtiden før vektene oppdateres

9. Fremtidsregnskap

I dette kapitlet presenteres rammeverket som benyttes i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, og det drøftes hvorvidt budsjetteringen skal gjøres ved bruk av en detaljert eller en enkel budsjettmodell. Videre må vi fastsette driftsinntektsveksten og velge budsjettthorisont for fremtidsregnskapet. Til slutt budsjetteres de ulike driverne som benyttes ved fastsettelse av fremtidsregnskapet. Fremtidsanalysene vil i stor grad bygge på den strategiske analysen og dekomponeringen i kapittel 7.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Dekomponeringen i kapittel 8 gav innsikt i hvilke lønnsomhetsdrivere som historisk sett har vært viktige for Marine Harvest og oppdrettsbransjen. I den strategiske analysen ble det avdekket muligheter og utfordringer som, slik vi vurderer det, kan føre til at utviklingen fremover kommer til å avvike fra den historiske. I litteraturen er det noe uenighet knyttet til om det er historisk utvikling, eller andre faktorer, som skal vektlegges tyngst ved utarbeidelse av fremtidsregnskap. Penman (2013) er klar på at et utgangspunkt i historisk utvikling vil være mest korrekt, da det er lett å bli for optimistisk i vurderingen av muligheter, og for pessimistisk i vurderingen av utfordringer i dagens marked. Et fremtidsregnskap som er utarbeidet basert på historiske data, men der tallene justeres opp eller ned der andre forhold tilsier det, vil gi det beste estimatet på fremtiden (Penman, 2013). På den annen side mener Damodaran (2012) at historisk utvikling bare i begrenset grad beskriver fremtiden, da man gjennom analyse av historiske tall ikke nødvendigvis tar høyde for eksterne faktorer. Videre påpeker Damodaran (2012) at forskning viser at det ikke nødvendigvis er slik at høy vekst i det ene året fører til høy vekst i det neste. Blant annet har forskning avdekket at veksten i tidligere år bare korrelerer 40 % med veksten i inneværende år, dersom man ser på et femårsperspektiv for store selskaper (Damodaran, 2012). Damodaran (2012) påpeker at dersom man bruker historisk vekst er det best å ta utgangspunkt i omsetningsvekst, da det er her korrelasjonen er høyest.

Penman (2013) og Damodaran (2012) har litt ulik tilnærming til hvordan fremtidsregnskapet skal utarbeides, men resultatene er tilnærmet identiske. Begge mener at budsjettering basert på en kombinasjon av historisk utvikling og andre forhold vil være mest korrekt. Penman (2013) deler budsjetteringsprosessen inn i tre steg:

1. Forstå typiske mønster for driverne i bransjen.
2. Justere typiske mønster for bransjespesifikke faktorer.
3. Justere typiske mønster for selskapsspesifikke faktorer.

Analysene fra kapittel 8 har gitt innsikt i hvordan driverne har utviklet seg gjennom analyseperioden, og de strategiske analysene fra kapittel 4 gav innsikt i hvilke eksterne og interne faktorer som er forventet å påvirke selskapet fremover. Vi kommer til å benytte Penman (2013) sitt rammeverk ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet, der vi budsjetterer med utgangspunkt i våre lønnsomhetsanalyser og gjennomfører justeringer på bakgrunn av de faktorer som ble avdekket i den strategiske analysen.

9.1.1 Budsjetthorisont og detaljnivå for fremtidsregnskapet

Før arbeidet med å utarbeide prognoser på fremtidig utvikling og fremtidsregnskap starter, må budsjetthorizonten fastsettes. Budsjetthorizonten er det siste året med fullstendig framskriving av regnskapet og representerer således overgangen der alle budsjettdriverne er konstante og virksomheten kommer inn i en stabil fase. Koller et al (2010) anbefaler å benytte en budsjetthorisont på mellom 10-15 år. Bruk av en kortere horisont på for eksempel fem år, vil føre til sterk undervurdering av selskapet og krever urimelig høye antakelser om selskapets vekst i den stabile fasen. En lang budsjetthorisont fører imidlertid til en del andre problemstillinger, blant annet er det svært utfordrende å lage prognoser for enkeltposter så langt fram i tid (Koller et al, 2010). Penman (2013) argumenterer på den annen side for å benytte en kort horisont dersom det er mulig. Dette vil gi høyere validitet av prognosene, som følge av kortere avstand mellom estimatene som lages og analysene som ligger til grunn for estimatene. På bakgrunn av dette mener vi det er rimelig å fastsette en budsjetthorisont på 8 år for Marine Harvest. Slik vi vurderer det vil begrenset tilbudsvekst på kort og mellomlang sikt, som følge av biologiske begrensninger, føre til moderate prognoser for vekst de kommende årene. Dette innebærer at vi forventer at selskapet vil komme i en stabil fase med konstant vekst fra og med 2023.

Før utarbeidelsen av fremtidsregnskapet må vi bestemme hvilket detaljnivå som vil være rimelig ved prognostiseringen. Med dette mener vi om det er naturlig å prognostisere enkeltposter i regnskapet, eller om vi skal ha en mindre detaljert tilnærming med fokus på samlede drivere. Palepu et al. (2013) argumenterer for en mindre detaljert tilnærming, da

man da gjør færre antakelser om fremtiden og analytikere vil ha større mulighet til å vurdere hver antakelse som legges til grunn for analysene. Videre argumenterer Palepu et al. (2013) med at det ikke er behov for noe annet enn et fremtidsregnskap med fokus på driverne, da dette dekker behovene for analyse og beslutningstaking. Vi har valgt å budsjettere ved å benytte en kombinasjon av detaljert og mindre detaljert framskrivning med fokus på driverne fra kapittel 8. Dersom det er en klar historisk trend i driveren som det budsjetteres med vil denne benyttes. Selv om vi velger å budsjettere enkeltposter mer detaljert, vil vi i stor grad trekke inn innsikt fra den strategiske analysen, og overstyre driveren dersom det foreligger forhold vi mener tilsier en annen utvikling i fremtiden. Slik vi vurderer det vil strategisk innsikt fra kapittel 4 danne utgangspunktet for forståelsen av hvordan fremtiden vil bli.

9.1.2 Budsjettering av driftsinntektsvekst

Historisk har veksten i inntekter vært veldig god i Marine Harvest med en gjennomsnittlig årlig vekst på 9,57 % fra 2010 til 2015T. Palebu, Healy og Peek (2013) slår imidlertid fast at veksten i inntekt har en tendens til å være tilbakevendende mot gjennomsnittet. Dette innebærer at selskaper med en vekstrate høyere eller lavere enn gjennomsnittet, har en tendens til å vende tilbake til det normale nivået over tid, hvilket historisk har vært 6-9 % for europeiske selskaper (Palebu, Healy og Peek, 2013). Det er imidlertid ikke uvanlig med ekstrem vekst i enkelte år, men å forvente samme vekst i det uendelige er urealistisk. Hvor raskt inntektsveksten vil vende tilbake til normalen vil avhenge av bransjespesifikke forhold og egen posisjon i den bransjen man opererer i (Palebu, Healy og Peek, 2013).

Årlig vekst	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Marine Harvest	4,53 %	5,57 %	-4,15 %	24,16 %	32,98 %	3,57 %	9,57 %

Tabell 9-1: Vekst i driftsinntekter Marine Harvest mellom 2010-2015

Den årlige veksten i Marine Harvest sine inntekter var som tabell 9-1 viser, omkring 5 % i årene 2010 og 2011, før selskapet opplevde svak negativ vekst i 2012. Videre viser 2013 og 2014 ekstrem vekst som ikke er ventet å være varig. I 2015T avtar veksten igjen, hvilket kan tyde på at veksten nå er på et mer normalt nivå, som forklart over. For bransjen er tallene enda mer varierende, og som for Marine Harvest kan variasjonen i inntekter i stor grad knyttes til variasjon i lakseprisen og økt produksjon. Lakseprisen var på et historisk lavt nivå

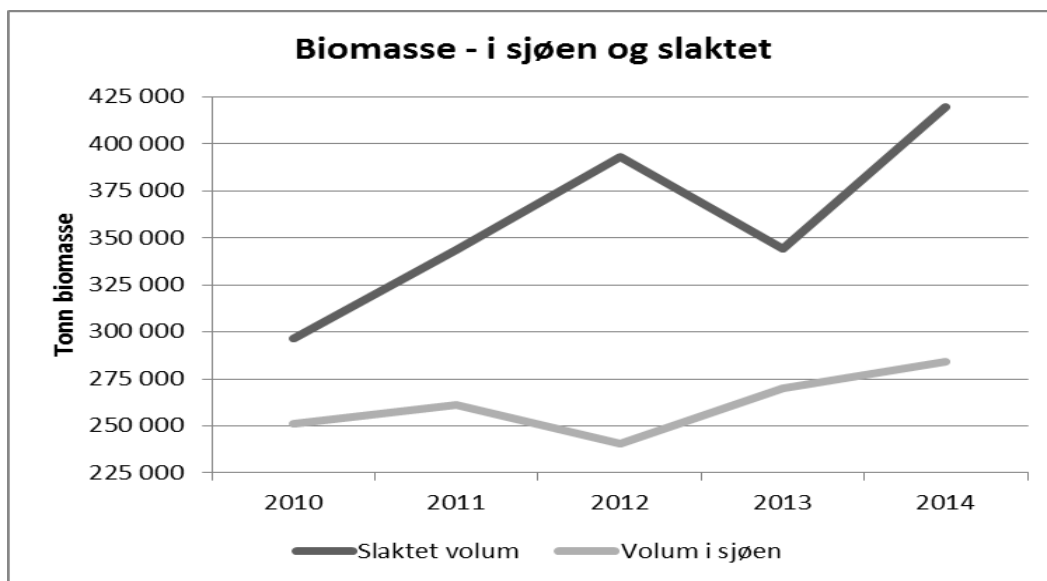
i 2012 og som tabell 9-1 viser hadde både Marine Harvest og bransjen negativ vekst dette året.

Den mest signifikante driveren for økte salgsinntekter er høyere laksepris som følge av begrenset tilbudsvekst og høyere etterspørsel (Guttormsen, 2013). Som avdekket i den strategiske analysen vil befolkningsvekst generelt, og økt middelklasse i Asia spesielt, gi gode muligheter for etterspørsels- og inntektsvekst i årene som kommer. Produktivitetsveksten har, som nevnt i den strategiske analysen, avtatt den senere tid og er forventet å avta ytterligere i årene som kommer. Guttormsen (2013) mener derfor at etterspørselsveksten blir en stadig viktigere driver fremover. Vi avdekket også begrenset tilbudsvekst som følge av få nye konsesjoner og biologiske begrensninger, slik at en laksepris som holder et stabilt høyt nivå vil være realistisk. Marine Harvest har, som diskutert i kapittel 4, satset stort på videreforedling av laks de senere år, hvilket vil gjøre dem mindre utsatt for svingninger i prisen på fersk og frossen laks. Dette gjør dem i stand til å selge prosessert laks til en høyere pris og selskapet kan gjennom dette oppnå gode marginer selv i tider med lavere pris.

Vi ser ikke for oss at inntektsveksten kommer til å bli truet av alternative måter å drive lakseoppdrett på i løpet av vår prognoseperiode, selv om dette kan bli en trussel på noe lengre sikt. Vi mener hovedårsaken er at dagens teknologi fortsatt foretrekkes grunnet antatt lavere produksjonskostnader. Produktivitetsveksten i den tradisjonelle måten å drive lakseoppdrett har ført til at oppdretterne i større grad kan leve med en laksepris som svinger (Guttormsen, 2013).

En god indikator på lakseprisen i fremtiden er forwardpriser, altså priser som kan avtales i dag for salg av laks i fremtiden. Her spiller Fishpool, som er en internasjonal laksebørs med tilholdssted i Bergen, en viktig rolle (Jordal, 2014). De observerbare forwardprisene er høyere enn dagens spotpris, hvilket indikerer at markedet forventer en prisoppgang. Blant annet var spotprisen i uke 47 43,68 NOK, mens forwardprisene frem mot sommeren 2016 ligger mellom 47-50 NOK (Fishpool.eu, b). Usikkerheten er naturlig nok større jo lengre tidshorizonten er, slik at priser langt frem i tid i mindre grad vil gi en korrekt pekepinn på hva som kan forventes. Spotprisen vil likevel gi en klar indikasjon på tendensen i markedet på kortere sikt.

Av figur 9-1 kan vi se hvordan slaktet volum og volum i sjøen har endret seg gjennom analyseperioden. Marine Harvest har i denne perioden hatt en gjennomsnittlig vekst i slaktevolum på 10 %. Som følge av de biologiske begrensningene mener vi at det vil være urealistisk å forvente tilsvarende vekst fremover, med mindre selskapet foretar ytterligere oppkjøp. Marine Harvest har selv varslet en reduksjon i produksjonsveksten og legger i sine analyser til grunn en årlig vekst på 3 %. Dette underbygges av strengere krav fra myndighetenes side. På den annen side åpner Fiskeridepartementet for å øke tettheten av fisk i eksisterende merder dersom selskapene klarer å redusere mengden lakselus og dokumentere reduksjonen (Meld. St. 16 (2014-2015)).



Figur 9-1: Utvikling slaktet volum av laks og volum laks i sjøen 2010-2014

Under forutsetning av at bransjen klarer å redusere eller løse sykdoms- og luseproblemene, legges det opp til at videre vekst er mulig ved til dels å øke tettheten på eksisterende lokasjoner og ved tilgang på nye konsesjoner enten som et resultat av oppkjøp eller tildeling fra myndighetene. Fiskeridepartementet ser for seg en årlig produksjonsvekst på 6 % i Norge, men vi mener ikke dette forslaget er representativt for hele Marine Harvest sin virksomhet enda. En lignende utvikling er å forvente i andre land med tiden dersom man finner løsninger på biologiske utfordringene i Norge. Deres vekstanslag vil dermed kunne være representativt for Marine Harvest sin virksomhet andre steder på noe lengre sikt. Årsaken er at bransjen i stadig større grad lærer av erfaringer gjort andre steder, for å unngå de dårlige og adoptere de gode erfaringene. Videre driver stadig flere av de største

selskapene virksomhet i alle de store nasjonene for lakseoppdrett og dermed spres kompetansen deres over landegrensene.

Kort oppsummert ser vi for oss en begrenset driftsinntektsvekst på 3 % frem til 2018. Etter dette antar vi at problemene knyttet til sykdom og lakselus har blitt betydelig redusert eller kommet under større kontroll, og de gode erfaringene har spredt seg til hele Marine Harvest sin virksomhet. Vi ser derfor for oss en periode med en høyere vekst på 6 % frem til og med 2022. Fra 2023 ser vi for oss at selskapet kommer i konstant vekst, og denne fastsettes til 3 %.

9.1.3 Budsjettering av omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Hvordan omløpshastigheten utvikler seg handler i stor grad om hvordan veksten som ble etablert tidligere, skal underbygges. Penman (2013) peker på faktorer som utbygging av kapasitet, bedre utnytting av eksisterende kapasitet eller uutnyttet kapasitet som kilder som kan drive omløpshastigheten i den ene eller den andre retningen.

Slik vi vurderer utsiktene i oppdrettsbransjen på kort- og mellomlang sikt er det begrensninger i hvor mye kapasitet som kan bygges ut i selve produksjonen av oppdrettslaks. Som diskutert tidligere har bransjen nådd en grense hvor det med dagens teknologi ikke er bærekraftig å utvide driften ytterligere, da dette kan føre til for dårlige sanitære forhold og for stor tetthet av laks i merdene. Dette kan igjen øke risikoen for sykdom og spredning av lus, som igjen begrenser myndighetenes vilje til å gi ut nye konsesjoner. Dette betyr at salgsinntektsveksten vanskelig kan underbygges av sterk økning i kapasitet, men at veksten derimot kommer gjennom økt pris og bedre utnyttelse av eksisterende ressurser. I den grad det blir betydelig vekst i produksjonen hos Marine Harvest vil dette sannsynligvis skyldes oppkjøp eller eventuelt tildeling av grønne konsesjoner (Ripegutu, 2015).

Gjennom lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 kartla vi hvordan omløpshastigheten i Marine Harvest har utviklet seg i løpet av analyseperioden. Omløpshastigheten for Marine Harvest har gradvis økt fra 0,88 til 1,05. Den er noe lavere enn for bransjen i starten av perioden, før omløpshastigheten blir identisk i 2015T. Ved videre dekomponering av tallene gikk så vi at

omløpshastigheten på driftseiendelene har gått opp, mens nettoeffekten ble redusert som følge av redusert omløpshastighet på den driftsrelaterte gjelden.

På grunn av de biologiske begrensningene antar vi at vil gjennomføres betydelige investeringer for å bekjempe sykdomsproblematikken og særlig lakselus. Videre har selskapet ytret ønske om å bli selvforsynt med fôr i hele Norge og internasjonalt. Som følge av økte investeringer i driftsrelatert utstyr til bekjempelse av sykdom og økt kapasitet i fôrproduksjon, antar vi at omløpshastigheten vil reduseres noe på kort sikt, før den gradvis beveger seg tilbake mot dagens nivå. Årsaken er at vi anser dagens nivå som mer normalt, da det er et nivå bransjen har holdt over lengre tid. Under kan vi se hvordan sammenhengen er mellom netto driftseiendeler, driftsinntekter og omløpet til netto driftseiendeler og budsjettert omløpshastighet.

$$\text{Netto driftseiendeler (NDE)} = \frac{\text{Driftsinntekter (DI)}}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler (OH)}}$$

$$\text{Omløpet til netto driftseiendeler (OH)} = \frac{\text{Driftsinntekter (DI)}}{\text{Netto driftseiendeler (NDE)}}$$

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Omløpshastighet	0,94	0,89	0,92	0,95	0,98	1,01	1,04	1,04	1,04

Tabell 9-2: Budsjettert omløpshastighet

9.1.4 Budsjettering av netto driftsmargin

For å kunne budsjettere fremtidig netto driftsresultat må vi fremskrive netto driftsmargin. I det videre vil vi budsjettere netto driftsmargin basert på innsikt fra den strategiske analysen og innsikt fra lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

Ved budsjettering av netto driftsmargin vil vi foreta en vurdering av hvordan hver av kostnadspostene knyttet til driften, slik disse ble stilt opp i lønnsomhetsanalysen, kommer til å utvikle seg fremover og hvordan de vil påvirke netto driftsmargin. I den strategiske analysen avdekket vi flere forhold som har betydning for netto driftsmargin. Vi velger derfor

å gjøre en grundigere gjennomgang av enkelte poster ved utarbeidelsen av fremtidig netto driftsmargin.

Den overordnede trenden i netto driftsmargin gjennom hele analyseperioden er at Marine Harvest har hatt en høyere margin enn bransjen med unntak av år 2012. Et tidsvektet gjennomsnitt av hele analyseperioden viser at Marine Harvest har en marginalt høyere netto driftsmargin med 15,47 % mot bransjens 15,46 %. Selv om det tidsvektede gjennomsnittet er relativt høy er netto driftsmargin ustabil over hele analyseperioden.

I 2014 startet Marine Harvest med egen fôrproduksjon. Som vi kom frem til i den strategiske analysen representerer ressursen i utgangspunktet bare et midlertidig fortrinn, da dette er noe bransjen for øvrig også kan gjøre dersom det viser seg å være lønnsomt. Ressursen er på langt nær utnyttet fullt ut enda, da selskapet enda ikke er selvforsynt i mer enn 80 % av den norske produksjonen og ingenting internasjonalt. Vi ser for oss at de relative fôrkostnadene, som inngår i posten materialkostnader, vil reduseres i takt med at selskapet stadig dekker mer av egen etterspørsel etter fôr. Årsaken er at vi i den strategiske analysen kom frem til at leverandørmakten er konsentrert hos få leverandører av fôr, og dermed kan disse redusere marginene for oppdrettsbransjen ved å ta en høyere pris for fôr. Som selvforsynt med fôr vil ikke Marine Harvest være utsatt for denne makten. Vi ser derfor for oss at den relative fôrkostnaden kommer til å reduseres gradvis, før den beveger seg litt opp igjen mot horisonten. Denne reverseringen kommer av begrenset tilgang, og dermed høyere pris, på råvarene som inngår i fôrproduksjonen som forespeilet i den strategiske analysen.

Marine Harvest har som resten av bransjen hatt store problemer med sykdom og lakselus de senere år. Disse problemene er forventet å vedvare noen år, men deretter reduseres betydelig som følge av store investeringer i utstyr for å bekjempe sykdomsproblemene. Vi forventer derfor at investeringene som reduserte omløpshastigheten vil gi høyere avskrivninger på kort sikt, før disse reduseres noe mot horisonten. Årsaken til reduksjonen i avskrivninger er vår antakelse om at problemene etterhvert vil løses. Vi har lagt til grunn at dette kommer til skje etter 2018.

Vår forventning er at andre driftskostnader og lønn vil holde seg på et relativt stabilt nivå, og har valgt å budsjettere disse som en fast andel av driftsinntekter hvert år. Andre driftskostnader er budsjettert på bakgrunn av det vi mener er en rimelig fremtidig utvikling

basert på utviklingen de tre siste år. Lønnsandelen har vært veldig stabil gjennom hele analyseperioden og vårt beste estimat er at denne holder seg på samme nivå også i fremtiden. Til tross for at selskapets lønnskostnader utgjør en høyere andel i Marine Harvest enn for bransjen, forventer vi at nivået opprettholdes, da selskapet fokuserer på å tiltrekke seg riktig kompetanse (Marine Harvest årsrapport 2014).

I Norge er det forventet at selskapsskatten skal reduseres fra dagens nivå på 27 % til 25 % i 2016 (NRK.no, 2015). Dersom Scheel-utvalgets forslag blir fulgt er selskapsskatten forventet å bli redusert ytterligere til 20 %, men det er usikkert når dette eventuelt blir (NOU 2014: 13). Denne utviklingen er avhengig av mange ulike forhold og blir dermed vanskelig å predikere. Vi legger til grunn at skattesatsen i Norge vil reduseres gradvis de neste tre årene og deretter stabilisere seg. Vi forventer dermed at den generelle skattebelastningen for Marine Harvest vil reduseres og at det virker positivt inn på selskapets netto driftsmargin. Dette er imidlertid ikke et forhold som vil gi Marine Harvest noen fordel i forhold til bransjen.

Verdiendring biologiske eiendeler er satt konstant til -0,7 % i hvert år. Dette er for å illustrere prisvekst og inflasjonens påvirkning på verdien av de biologiske eiendelene. Realisert kontantstrømsikring er satt til 0, da eventuelle effekter vil nøytraliseres av endringer i kontantstrømmen. Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet er satt til -0,7 %, hvilket er gjennomsnittet av innbetalingene fra tilknyttet virksomhet gjennom analyseperioden. Dette betyr at nettoresultatet fra tilknyttet virksomhet i gjennomsnitt har utgjort 0,7 % av driftsinntektene. Av tabell 9-3 er budsjettert netto driftsmargin fremstilt.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialkostnader	54,5 %	52,4 %	50,3 %	50,8 %	51,3 %	51,8 %	52,3 %	52,3 %	52,3 %
Lønnskostnader	14,2 %	14,2 %	14,2 %	14,2 %	14,2 %	14,2 %	14,2 %	14,2 %	14,2 %
Andre driftskostnader	11,7 %	11,7 %	11,7 %	11,7 %	11,7 %	11,7 %	11,7 %	11,7 %	11,7 %
Avskrivninger	6,8 %	7,5 %	7,2 %	6,9 %	6,6 %	6,4 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %
Verdiendring biologiske eiendeler	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %
Realisert kontantstrømsikring	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Driftsrelatert skattekostnad	4,0 %	3,8 %	3,7 %	3,5 %	3,4 %	3,3 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,7 %
Netto driftsmargin	10,1 %	11,8 %	14,3 %	14,2 %	14,2 %	14,1 %	13,9 %	13,9 %	13,9 %

Tabell 9-3: Budsjettert netto driftsmargin

9.1.5 Kalkulering av netto driftsresultat

Netto driftsresultat for Marine Harvest i fremtidsregnskapet beregnes på følgende måte:

$$\text{Netto driftsresultat (NDR)} = \text{Netto driftsmargin (ndm)} * \text{Driftsinntekter(DI)}$$

Alt vi trenger for å beregne netto driftsresultat er beregnet og dette gir grunnlag for følgende prognostiserte netto driftsresultat for Marine Harvest:

NOK (1000)	2015T	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Kalkulering av netto driftsresultat										
Driftsinntekter		27 235 406	28 052 468	28 894 042	29 760 863	31 546 515	33 439 306	35 445 664	36 509 034	37 604 305
Netto driftsmargin		10,1 %	11,8 %	14,3 %	14,2 %	14,2 %	14,1 %	13,9 %	13,9 %	13,9 %
Netto driftsresultat		2 747 547	3 297 552	4 134 514	4 240 497	4 468 735	4 701 832	4 939 333	5 087 513	5 240 138

Tabell 9-4: Kalkulering av netto driftsresultat

Vi har nå tilstrekkelig informasjon for å kunne kalkulere fri kontantstrøm fra drift, men vi har ikke tilstrekkelig informasjon til å beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen. Vi vil i det videre derfor budsjettere netto finansiell gjeld og netto finanskostnad.

Penman (2013) budsjetterer også minoritetsinteresser og annen driftsinntekt i sitt rammeverk. Minoritetsinteressene i Marine Harvest har stadig blitt redusert gjennom analyseperioden, og utgjør bare 0,04 % av bokført egenkapital i 2015T. Vi anser denne andelen for å være så liten at det ikke vil gi videre innsikt å budsjettere denne som egen størrelse. Minoritetsinteressene betraktes derfor som egenkapital i fremtidsregnskapet.

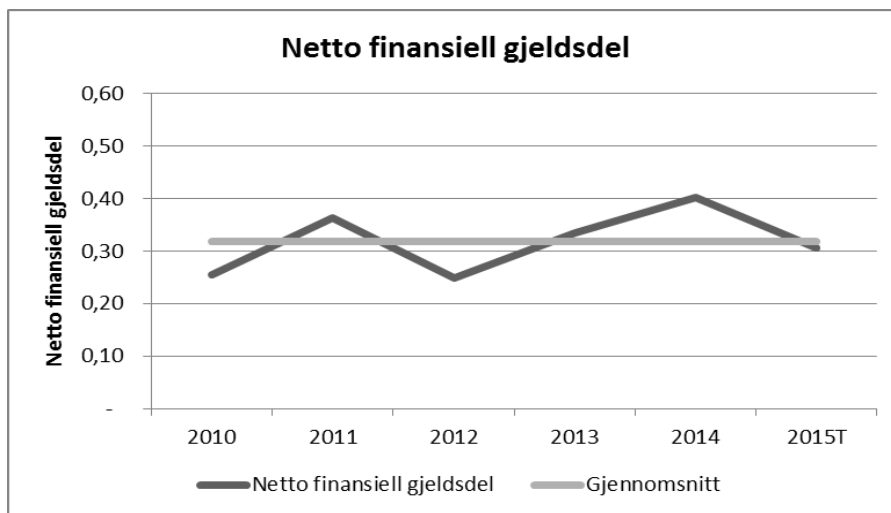
Annen driftsinntekt blir vurdert til å være en del av de ordinære driftsinntektene som følge av at slike inntekter gjennom analyseperioden har utgjort en svært liten andel av totale driftsinntekter. I trailingåret utgjør andre inntekter kun 0,6 % av de totale driftsinntektene. På lik linje med minoritetsinteressene vil en separat budsjettering ikke gi noen ekstra innsikt og posten budsjetteres sammen med driftsinntektene.

9.1.6 Budsjettering av netto finansiell gjeld

Forholdet mellom netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld har vært relativt konstant gjennom hele analyseperioden. Ettersom det ikke er forhold som taler for en annen kapitalstruktur i fremtiden legges det historiske nivået til grunn ved beregning av netto finansiell gjeldsdel i fremtiden. Dette er en rimelig antagelse av flere grunner; for det første

har posten som nevnt vært relativt stabil gjennom hele analyseperioden, og for det andre har Marine Harvest covenants tilknyttet store deler av sin gjeld, og må til enhver tid ha en egenkapitalandel på mer enn 35 %. Et tredje forhold som peker i samme retning er at Marine Harvest har annonsert et ønske om å betale ut minimum 75 % av resultatet til aksjonærene dersom egenkapitalandelen er høyere enn 50 %. En slik utbyttepolicy vil virke stabiliserende, da det ved en lav egenkapitalandel vil bli holdt tilbake større deler av overskuddet, mens det vil betales ut mer ved høyere egenkapitalandel.

Det synes å være en trend at Marine Harvest balanserer bruken av egenkapital og gjeld ved nyinvesteringer slik at gjeldsgraden holder seg relativt stabil. Det taler for at forholdet mellom netto finansiell gjeld og egenkapital, og da også netto driftseiendeler eiendeler, vil holde seg relativt konstant. Figur 9-2 viser netto finansiell gjeld relativt til netto driftseiendeler. Tendensen gjennom hele analyseperioden virker å være at andelen netto finansiell gjeld oscillerer rundt et gjennomsnitt på 0,32.



Figur 9-2: Netto finansiell gjeldsandel Marine Harvest

Som følge av historisk stabil netto finansiell gjeldsdel, velger vi å budsjettere fremtidig netto finansiell gjeld med utgangspunkt gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsdel på 0,32. Vi har allerede budsjettert netto driftseiendeler og kan da budsjettere netto finansiell gjeld på følgende måte:

$$\text{Netto finansiell gjeld(NFG)} = \text{Netto finansiell gjeldsdel(nfgd)} * \text{Netto driftseiendeler(NDE)}$$

9.1.7 Budsjettering av netto finanskostnad

I analysen av gjeldsrenten fra kapittel 8 konkluderte vi med at rentesatsen som i dag betales er for høy, sett i forhold til risikofri rente og ratingen som ble fastsatt i kapittel 6. Vi forventer dermed at renten gradvis vil bevege seg fra dagens nivå og ned mot kravet på horisonten. Vi budsjetterer dermed fremtidig netto finanskostnad direkte ved å ta utgangspunkt i netto finansiell gjeldsrente. Tabell 9-5 viser hvordan renten gradvis beveger seg mot kravet på horisonten:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Netto finansiell gjeldsrente	4,73 %	4,63 %	4,54 %	4,44 %	4,35 %	4,26 %	4,16 %	4,16 %	4,16 %

Tabell 9-5: Budsjettert netto finansiell gjeldsrente

Teorien bygger på at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldkrav, men siden det er betydelig forskjell i 2015T, mener vi det er urimelig at selskapet skal kunne oppnå slike lånevilkår så raskt. Derfor har vi lagt til grunn at renten gradvis vil konvergere mot kravet. Budsjetteringen av netto finanskostnad blir gjennomført på følgende måte:

$$\text{Netto finanskostnad (NFK)} = \text{Netto finansiell gjeldsrente (nfg)} * \text{Netto finansiell gjeld (NFG)}$$

9.1.8 Fastsettelse av egenkapital residualt

Sammenhengen mellom netto driftseiendeler, netto finansiell gjeld og egenkapital er at netto driftseiendeler er lik netto finansiell gjeld addert med egenkapitalen. Når vi kjenner netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld finner vi egenkapitalen residualt som differansen mellom disse som illustrert under:

$$\text{Egenkapital (EK)} = \text{Netto driftseiendeler (NDE)} - \text{Netto finansiell gjeld (NFG)}$$

9.1.9 Beregning av fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm til egenkapitalen

Fri kontantstrøm fra drift

Fri kontantstrøm fra drift er kalkulert ved å ta utgangspunkt i netto driftsresultat og justere for endring i netto driftseiendeler. Koller et al. (2010) anbefaler å benytte fri kontantstrøm fra drift for å fastsette egenkapitalverdien, da det er lettere å komme frem til denne kapitalflyten enn fri kontantstrøm til egenkapitalen. Av tabell 9-6 kan vi se sammenhengen mellom de nevnte størrelsene:

	Netto driftsresultat
+/-	Endring i netto driftseiendeler
=	Fri kontantstrøm fra drift

Tabell 9-6: Fri kontantstrøm til egenkapital

Som vi kan se av tabell 9-6 er fri kontantstrøm fra drift kapitalflyten som driften i selskapet genererer før eierne og kreditorene har fått sin andel. Dette innebærer at vi må benytte et avkastningskrav som er vektet mellom avkastningskravet til kreditorene og investorene. Vi vil derfor benytte WACC eller netto driftskravet, som fastsatt i kapittel 8 ved neddiskontering av fri kontantstrøm fra drift.

Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Fri kontantstrøm til egenkapitalen er kalkulert ved å ta utgangspunkt i fri kontantstrøm fra drift, men i tillegg har selskapet fått tilført sine finansinntekter og betalt sine finanskostnader. Slik det fremgår av tabell 9-7 må det også tas hensyn til endring i netto finansiell gjeld, hvilket innebærer opptak eller nedbetaling av finansielle lån, og endring i finansielle eiendeler. Etersom kontantstrømmen bare skal tilflyte egenkapitaleierne må vi benytte egenkapitalkravet som ble fastsatt i kapittel 8 ved neddiskontering av kontantstrømmen.

	Netto driftsresultat
+/-	Endring netto driftseiendeler
+/-	Netto finanskostnader
+/-	Endring netto finansiell gjeld
=	Fri kontantstrøm til egenkapital

Tabell 9-7: Fri kontantstrøm til egenkapitalen

9.2 Fremtidsresultatregnskap og fremtidsbalanse

Stegene over danner utgangspunktet for følgende fremtidsregnskap:

NOK (1000)	2015T	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Resultat										
Driftsinntekter		27 235 405,86	28 052 468,03	28 894 042,07	29 760 863,34	31 546 515,14	33 439 306,05	35 445 664,41	36 509 034,34	37 604 305,37
Netto driftsresultat		2 747 546,97	3 297 551,86	4 134 514,08	4 240 497,16	4 468 735,03	4 701 832,05	4 939 333,07	5 087 513,06	5 240 138,45
Netto finanskostnader		- 471 915,20	- 469 008,25	- 453 105,46	- 449 934,25	- 459 772,22	- 456 511,00	- 456 039,42	- 469 720,61	- 483 812,22
Årsresultat		2 275 631,77	2 828 543,61	3 681 408,62	3 790 562,92	4 008 962,81	4 245 321,05	4 483 293,64	4 617 792,45	4 756 326,23
Balanse										
Netto driftseiendeler	26 752 985	31 194 515	31 632 774	31 194 515	31 632 774	33 024 436	33 515 994	34 239 250	35 266 428	36 324 421
Egenkapital	19 032 010	21 212 270	21 510 286	21 212 270	21 510 286	22 456 617	22 790 876	23 282 690	23 981 171	24 700 606
Netto finansiell gjeld	7 720 975	9 982 245	10 122 488	9 982 245	10 122 488	10 567 820	10 725 118	10 956 560	11 285 257	11 623 815
Kontantstrøm										
Netto driftsresultat		2 747 547	3 297 552	4 134 514	4 240 497	4 468 735	4 701 832	4 939 333	5 087 513	5 240 138
Endring netto driftseiendeler		4 441 530	438 259	- 438 259	438 259	1 391 662	491 558	723 256	1 027 178	1 057 993
Fri kontantstrøm fra drift		- 1 693 983	2 859 293	4 572 773	3 802 238	3 077 073	4 210 274	4 216 077	4 060 336	4 182 146
Netto finanskostnader		- 471 915	- 469 008	- 453 105	- 449 934	- 459 772	- 456 511	- 456 039	- 469 721	- 483 812
Endring netto finansiell gjeld		2 261 270	140 243	- 140 243	140 243	445 332	157 299	231 442	328 697	338 558
Fri kontantstrøm til egenkapital		95 372	2 530 527	3 979 425	3 492 547	3 062 633	3 911 062	3 991 479	3 919 312	4 036 891

Tabell 9-8: Fremtidsresultatregnskap, fremtidsbalanse og fri kontantstrøm

10. Verdiberegning

I dette kapitlet skal vi gjennomføre verdiberegningene som gir oss et verdiestimat på egenkapitalen i Marine Harvest. Estimatet vi kommer frem til skal danne utgangspunktet for handelsstrategien som presenteres i kapittel 12. Som diskutert i kapittel 3 vil vi benytte selskapskapitalmetoden, der egenkapitalen verdsettes indirekte, og egenkapitalmetoden, der egenkapitalen verdsettes direkte.

10.1 Forutsetninger

Innenfor hver av de nevnte metodene for verddivurdering er det forskjellige modeller som verdsetter kapitalen på litt ulik måte. Innenfor egenkapitalmetoden er modellene som nevnt fri kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst (Knivsflå, 2015). Disse skal gi samme verdiestimat ved riktig bruk.. Vårt valg har i denne masterutredningen faller på verdiflyten representert ved fri kontantstrøm til egenkapital, men valget har ikke noen implikasjoner for resultatene, da modellene som nevnt skal gi samme svar ved rett bruk. For å vise at resultatene blir identiske vil vi under delkapittel 10.3 illustrere at superprofittmodellen gir identiske resultater med fri kontantstrøm til egenkapitalen.

Innenfor selskapskapitalmetoden er det to ulike metoder for å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen; den ene metoden verdsetter egenkapitalen ved bruk av verdiflyt til sysselsett kapital, mens den andre metoden verdsetter egenkapitalen ved bruk av verdiflyten til netto driftskapital. Begge modeller vil gi samme verdiestimat ved riktig bruk, men vi har valgt å benytte netto driftskapitalmetoden, da denne metoden fokuserer på verdiene som genereres av driften. Det er, som for egenkapitalmetoden, mulig å fokusere på modeller som gir ulik verdiflyt, men vi har som nevnt tidligere valgt fri kontantstrøm fra drift som er verdiflyten til netto driftseiendeler.

Verdivurderingen består av to komponenter; neddiskontert fri kontantstrøm og en horisontverdi, hvor verdien på horisontverdien er avhengig av hvilken tolkning som legges til grunn. Damodaran (2012) omtaler det siste leddet i figur 10-1 og 10-2 som terminalverdien og det er vanlig å legge en av to ulike tolkninger av denne til grunn. Den ene tolkningen bygger på antagelsen om at selskapet avvikles etter prognoseperioden og termineres på horisonten. Bakgrunnen for denne tolkningen er antakelsen om at ingen

selskaper varer evig, og at selskapet en gang fremtiden vil gå konkurs eller avvikles. Den andre tolkningen som kan legges til grunn er konstant vekst på horisonten. For at modellen skal ta hensyn til dette må vi legge til en konstantsvekst komponent. Denne kalles Gordons vekstmodell og verdsetter den frie kontantstrømmen i perioden hvor det antas konstant vekst (Damodaran 2012). Utfordringen med sistnevnte tolkning er horisontverdiens sensitivitet for hvor stor fremtidig vekst som forventes.

Våre analyser viser ikke noe tegn til at Marine Harvest innen rimelig tidshorisont kommer til å gå konkurs eller bli avviklet, men tvert i mot anser vi gode muligheter for vekst i fremtiden dersom problemene knyttet til sykdom løses eller reduseres. Vi benytter derfor konstantvekst i horisontleddet, men vil ta for oss usikkerheten knyttet til vekst på horisonten i sensitivitetsanalysen i kapittel 11.

Den direkte og indirekte metoden skal i utgangspunktet gi samme verdiestimat, men bare dersom kravene er vektet rett (Knivsflå, 2015k). Ettersom vi gjennomfører første verdiestimat med budsjetterte vekter, som forklart i slutten av kapittel 8, vil verdiestimatene avvike etter første verdiestimat. Vi må derfor gjennomføre en såkalt konvergeringsprosess der vi gradvis benytter mer og mer korrekte vekter. Til slutt skal altså verdiestimatene bevege seg mot samme verdi. Vi kommer tilbake til denne prosessen litt senere. I det videre vil vi gjennomføre verdiestimering med utgangspunkt i fri kontantstrøm fra drift og deretter fri kontantstrøm til egenkapitalen.

10.2 Verdiberegning ved bruk av fri kontantstrøm fra drift

Formelen under viser hvordan egenkapitalen verdsettes indirekte med utgangspunkt i fri kontantstrøm fra drift.

$$VEK_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FKD_t}{(1 + WACC_1) * \dots * (1 + WACC_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + WACC_1) * \dots * (1 + WACC_T) * (WACC - ndv)} - NFG_0$$

$VEK_0 =$ Verdien av egenkapitalen ved tidspunkt 0

$FKD_t =$ Fri kontantstrøm fra driften ved tidspunkt t

$WACC_t =$ Verdivektet avkastningskrav ved tidspunkt t

$ndv =$ Vekst i netto driftskapital

$NFG_0 =$ Netto finansiell ved tidspunkt 0

Figur 10-1: Selskapskapitalmetoden (Knivslå, 2015m)

Som vi kan se av figur 10-1 neddiskonteres den frie kontantstrømmen fra drift til dagens verdi ved bruk av WACC ved tidspunkt t. Da WACC endrer seg i takt med risikofri rente er det ikke forventet at den vil holde seg konstant over prognoseperioden. Etter at vi har fastsatt nåverdien av den frie kontantstrømmen frem til år 2023 (T), vil neste steg være å fastsette nåverdien for 2024 (T+1). Dette er nåverdien av den konstante veksten som forventes i netto driftskapital etter år 2024. Denne ble i kapittel 9 fastsatt til 3 %.

Vi har nå kommet frem til verdien av netto driftskapital, og trekker fra den bokførte verdien av netto finansiell gjeld for å finne første estimat på egenkapitalen. I tabell 10-1 følger utregningene av første verdiestimat ved bruk av selskapskapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm fra drift. Metoden gir et verdiestimat på egenkapitalen på 94,663 milliarder NOK eller et verdiestimat per aksje på 230,67 NOK.

Selskapskapitalmetoden - indirekte metode		Fri kontantstrøm fra drift								
Mill NOK	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Fri kontantstrøm fra drift		- 1 693,98	2 859,29	4 572,77	3 802,24	3 077,07	4 210,27	4 216,08	4 060,34	4 182,15
Diskonteringsfaktor (WACC)		1,05	1,10	1,15	1,22	1,28	1,36	1,44	1,53	1,62
Nåverdi		- 1 618,19	2 602,76	3 959,21	3 125,51	2 397,02	3 102,40	2 933,28	2 662,37	
Horisontverdi										83 220,24
Sum prognose	102 384,60									
- Netto finansiell gjeld	7 720,97									
= Egenkapitalverdi	94 663,63									
Verdiestimat per aksje	230,67									

Tabell 10-1: Utregning av verdiestimat per aksje i Marine Harvest ved bruk av selskapskapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm fra drift

10.3 Verdiberegning ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen

Formelen under viser hvordan egenkapitalen verdsettes direkte med utgangspunkt i fri kontantstrøm til egenkapitalen.

$$VEK_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)(ekk - v)}$$

$VEK_0 =$ Verdien av egenkapitalen ved tidspunkt 0
 $FKE_t =$ Fri kontantstrøm til egenkapitalen ved tidspunkt t
 $ekk_t =$ Avkastningskravet til egenkapitalen ved tidspunkt t
 $v =$ Egenkapitalvekst

Figur 10-2: Egenkapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm til egenkapitalen (Knivsfå, 2015)

Som vi kan se av figur 10-2 neddiskonteres den frie kontantstrømmen til dagens verdi ved bruk av egenkapitalkravet ved tidspunkt t. Dette kravet vil som nevnt tidligere ikke være konstant, da kravet endrer seg med endret risikofri rente og endret gjeldsgrad som igjen gir endret betaverdi. Etter at vi har fastsatt nåverdien av den frie kontantstrømmen frem til år 2023 (T), vil neste steg være å fastsette nåverdien for 2024 (T+1). Dette er nåverdien av den

konstante veksten som forventes etter 2024. Denne ble i kapittel 9 fastsatt til 3 %. Ettersom vi nå verdsetter den direkte kapitalflyten til egenkapitalen skal vi ikke justere for gjeld, fordi kreditorene allerede har fått sin andel.

I figur 10-3 følger egenkapitalmetoden representert ved superprofitt til egenkapitalen.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)(ekk - v)} \right)$$

$VEK_0 =$ Verdien av egenkapitalen ved tidspunkt 0

$SPE_t =$ Superprofitt til egenkapitalen ved tidspunkt t

$ekk_t =$ Avkastningskravet til egenkapitalen ved tidspunkt t

$v =$ Egenkapitalvekst

$EK_0 =$ Bokført egenkapital ved tidspunkt 0

Figur 10-3: Egenkapitalmetoden representert ved superprofitt til egenkapitalen

SPE-komponenten i figur 10-3 er resultatet ut over avkastningskravet for egenkapitalen, altså er residualt resultat, og beregnes på følgende måte:

$$\text{Superprofitt til egenkapitalen (SPE)} =$$

$$\text{Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen} - \text{Egenkapitalkravet} * \text{Bokført egenkapital}$$

Av tabell 10-2 følger første verdiestimat for egenkapitalverdien i Marine Harvest ved bruk av fri kontantstrøm og superprofitt til egenkapitalen. Det første verdiestimatet gir oss en egenkapitalverdi på 76,044 milliarder NOK eller et verdiestimat per aksje på 185,30 NOK. Som nevnt tidligere skal verdiestimatet bli likt uavhengig av om det er fri kontantstrøm til egenkapitalen, eller superprofitten til egenkapitalen det tas utgangspunkt i. Dette fremgår også av tabellen under:

Eigenkapitalmetoden - direkte metode:		Fri kontantstrøm til egenkapitalen								
Mill NOK		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Fri kontantstrøm til egenkapitalen		95,37	2 530,53	3 979,42	3 492,55	3 062,63	3 911,06	3 991,48	3 919,31	4 036,89
Diskonteringsfaktor (egenkapitalkravet)		1,05	1,12	1,18	1,26	1,34	1,43	1,52	1,63	1,75
Nåverdi		90,45	2 267,07	3 361,76	2 777,07	2 287,93	2 740,04	2 617,70	2 401,76	
Horisontverdi										57 500,44
Nåverdi fri kontantstrøm + horisontverdi	76 044,21									
Egenkapitalverdi	76 044,21									
Verdiestimat per aksje	185,30									

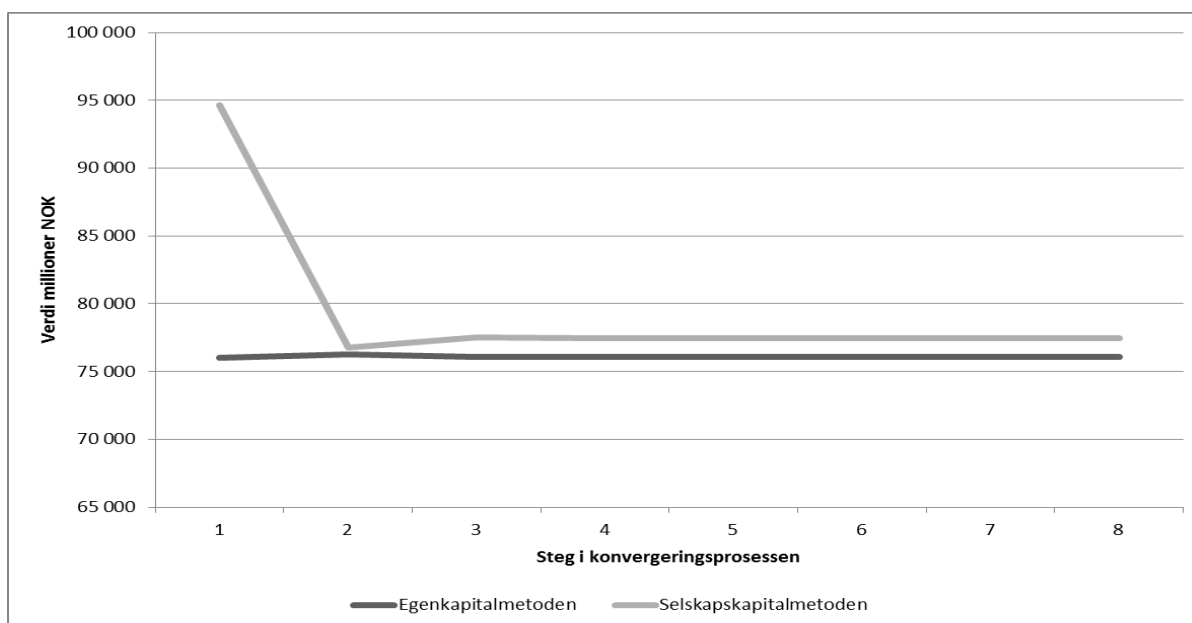
Superprofitt til egenkapitalen		Superprofitt til egenkapitalen								
Mill NOK		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Superprofitt til EK		1 115,73	1 586,51	2 380,17	2 466,17	2 624,21	2 756,05	2 927,61	2 983,34	3 013,37
Diskontering		1,05	1,12	1,18	1,26	1,34	1,43	1,52	1,63	1,75
Nåverdi		1 058,09	1 421,34	2 010,73	1 960,95	1 960,41	1 930,85	1 919,99	1 828,19	
Horisontverdi										42 921,65
Nåverdi superprofitt + horisontverdi	57 012,20									
Bokført verdi av egenkapital	19 032,01									
Egenkapitalverdi	76 044,21									
Verdiestimat per aksje	185,30									

Tabell 10-2: Utregning av verdiestimat per aksje i Marine Harvest ved bruk av egenkapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm til egenkapitalen og superprofitt til egenkapitalen

Vi lot som nevnt tidligere minoritetsinteressene inngå som en del av egenkapitalverdien, da disse bare utgjør 0,04 % av bokført egenkapital i 2015T. Vi vil ikke justere egenkapitalverdien for minoritetsinteressene, da verdiestimat per aksje blir tilnærmet identisk uavhengig av denne justeringen.

Ved beregning av første verdiestimat, der WACC er vektet på balanseførte verdier, er verdien av egenkapitalen beregnet til 94,663 milliarder NOK. Dette er høyere enn den estimerte egenkapitalverdien basert på metoden som tar utgangspunkt i fri kontantstrøm til egenkapitalen, der den verdsettes til 76,044 milliarder NOK. Dette skyldes at det ved utregning av WACC, som er et vektet avkastningskrav mellom kravet til netto finansiell gjeld og kravet til egenkapitalen, er vektet ved bruk budsjetterte vektorer ved første verdiestimat.

10.4 Verdikonvergering



Figur 10-4: Verdikonvergering egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8
Egenkapitalmetoden	76 044,21	76 241,54	76 082,83	76 089,21	76 088,98	76 088,99	76 088,99	76 088,99
Selskapskapitalmetoden	94 663,63	76 770,42	77 503,97	77 477,46	77 478,38	77 478,35	77 478,35	77 478,35
Differanse	18 619,42	528,89	1 421,14	1 388,25	1 389,40	1 389,36	1 389,36	1 389,36

Tabell 10-3: Stegvis konvergering mot felles verdiesimat

Av figur 10-4 og tabell 10-3 kan vi se prosessen hvor det først gjennomføres vekting basert på budsjetterte vekter, før de oppdateres til mer og mer korrekte verdivekter. Etter hvert som vi oppdaterer vektene mellom hvert steg ser vi at verdiesimatene stabiliserer seg. De konvergerer likevel ikke mot samme verdi, da selskapskapitalmetoden stabiliserer seg på en verdi som er 1389,36 milliarder NOK høyere enn verdiesimatet etter egenkapitalmetoden.

Teoretisk sett skal de to metodene gi samme verdi dersom vektene er basert på verdivekter (Knivsflå, 2015). Årsaken er at teorien bygger på en antakelse om at verdien på netto finansiell gjeld er lik den bokførte verdien, og at netto finansielt gjeldskrav er lik netto finansiell gjeldsrentabilitet over budsjettperioden (Beisland, 2013). Våre analyser indikerer imidlertid at disse forutsetningene ikke holder. Vi har avdekket at dagens netto finansielle gjeldskrav er lavere enn rentene Marine Harvest faktisk betaler på sin netto finansielle gjeld. Dagens situasjon i rentemarkedet, med stadig lavere renter, fører til at alternativavkastningen

risikofritt, representert ved risikofri rente, blir veldig lav og dette gir et lavt avkastningskrav for netto finansiell gjeld.

Dagens marked, med stadig lavere renter, utfordrer teorien som legger til grunn at gjelden ikke er utsatt for markedssvingninger. For 2015T hadde Marine Harvest en netto finansiell gjeldsrente på 4,82 %, noe er betydelig høyere enn fremtidskravet for år 2016 som ble fastsatt til 2,80 %. Vi mente det var urimelig å legge til grunn at fremtidig gjeldsrente skulle være lik kravet fra og med 2016, og budsjetterte derfor med at netto finansiell gjeldsrente beveger seg ned mot gjeldkravet over fremtidsregnskapet.

Marine Harvest hadde per 31.12.2014 en langsiktig rentebærende gjeld på 10,66 milliarder. Denne gjelden består av syndikatgjeld, obligasjoner og konvertible obligasjoner. Av dette er 1,25 milliarder NOK obligasjoner med en kupongrente som er 3M NIBOR pluss 3,5 % (Marine Harvest årsrapport 2013), der 3M NIBOR er et vanlig anslag på risikofri rente. Påslaget på 3,5 % blir da sammenlignbart med kredittrisikopremien vi kom frem til i kapittel 8. Gjennom vår syntetiske rating kom vi frem til at en kredittrisikopremie på 1 % var rimelig for Marine Harvest. Dette avviker betydelig fra 3,5 % og kan dermed delvis forklare at rentekostnaden er høyere enn kravet. Et så stort avvik mellom krav og rente kan indikere at det foreligger bedriftsspesifikke forhold som vi ikke har klart å avdekke gjennom våre analyser.

Totalt utgjør konvertible obligasjoner 6,89 milliarder NOK. Isolert sett vil renten på konvertible obligasjoner være lavere enn lånebeløpet skulle tilsi, da det er innarbeidet en opsjon i låneavtalen som vil være en del av betalingen. Eksempelvis har det største konvertible obligasjonslånet på om lag 3,6 milliarder NOK en fast kupongrente på 0,875 %, mens de resterende konvertible obligasjonene har en fast kupongrente på 2,375 %. Dette taler i mot vår observasjon av at renten er høyere enn kravet. På den annen side har de konvertible obligasjonene en fast rente, slik at endringer i risikofri rente ikke reflekteres gjennom endret NIBOR 3M slik tilfellet var for obligasjonene nevnt tidligere. Dette kan føre til at den virkelige verdien på gjelden ikke nødvendigvis er lik bokført verdi, når endringer i rentenivået påvirker verdien av gjelden. Samtidig er opsjonsdelen av avtalen avhengig av en på forhånd fastsatt innløsningspris og hvordan aksjekursen til Marine Harvest utvikler seg i markedet. Dette innebærer at verdien på gjelden vil variere med markedet i relativt stor grad, noe som taler mot at den bokførte verdien er lik den virkelige verdien.

De konvertible obligasjonene er utstedt i euro, hvilket fører med seg en valutarisiko for denne gjelden. Marine Harvest benytter ulike sikringsstrategier for å redusere valutarisikoen, men siden all gjeld ikke er sikret vil vekslingskursen NOK/EUR ha betydning for verdsettelsen av gjelden. Dagens situasjon i valutamarkedet med stadig depresiering av NOK målt mot EUR, vil Marine Harvest ha en gjeldsforpliktelse som er høyere enn da lånet ble utstedt.

I finansregnskapet har Marine Harvest balanseført gjelden sin til amortisert kost i henhold til IFRS 9 (IFRS 9 – iasplus.com). Dette innebærer at det ikke foretas noen justeringer av gjelden når virkelig verdi endres. I note 12 har de imidlertid gjort et anslag på den virkelige verdien av obligasjonsgjelden per 31.12.2014. Anslaget er på 7,339 milliarder NOK, hvilket er betydelig høyere enn den balanseførte verdien av obligasjonsgjelden som er på 6,896 milliarder NOK. Dette anslaget er ikke representativt for dagens verdi av gjelden, men illustrerer at virkelig verdi av gjelden kan avvike fra den bokførte verdien ved bruk av amortisert kost.

Å verdsette gjelden i selskapet er komplisert, og i sine estimer har Marine Harvest selv variert metodikk. Vi vil derfor ikke gjennomføre verdivurdering av gjelden, men legger til grunn at vårt beste estimat på avviket mellom bokført og virkelig verdi på gjelden er gitt ved differansen mellom verdiestimatene i steg 8 slik tabell 10-3 illustrerer. Etter egenkapitalmetoden er siste verdiestimat 76,088 milliarder NOK, mens verdiestimatet etter selskapskapitalmetoden er 77,478 milliarder NOK, hvilket gir en differanse på 1,389 milliarder NOK. Denne differansen er vårt beste estimat på avviket mellom bokført og virkelig verdi på Marine Harvest sin netto finansielle gjeld. Verdiestimatet på 76,088 milliarder NOK gir et verdiestimat per aksje på 185,41 NOK.

11. Konkurs og usikkerhet

I dette kapitlet skal vi diskutere nødvendigheten av å justere vårt verdiestimat for konkursrisiko, samt se hvordan endring av parameterne som inngår i modellene påvirker vårt verdiestimat.

11.1 Justering for konkursrisiko

I kapittel 6 ble det på bakgrunn av den syntetiske ratingen estimert en konkursrisiko på 0,1 %. Knivsflå (2015n) mener man må justere verdiestimatet ytterligere for å ta tilstrekkelig hensyn til konkursrisikoen. Vi mener imidlertid ikke at det er nødvendig å justere ytterligere for konkurssannsynligheten, da de forventede fremtidige frie kontantstrømmene per definisjon er forventningsverdier, som også er risikojustert ved bruk av avkastningskravet. At verdiene er forventningsverdier innebærer at det er en risiko for at den verdien vi har prognostisert ikke blir utfallet. Den prognostiserte verdien er imidlertid gjennomsnittet av alle utfall, vektet med den respektive sannsynlighet og dermed det beste estimatet (Penman, 2013).

I kapittel 8, ved beregning av avkastningskravet på netto finansiell gjeld, ble det tillagt en kredittrisikopremie som skal ta hensyn til risikoen for at selskapet ikke kan innfri sine gjeldsforpliktelser. Vi mener dermed at konkursscenarioet er tilstrekkelig tatt hensyn til, både som følge av at vi estimerer forventet fremtidig kontantstrøm, og at kontantstrømmene justeres for risiko via avkastningskravet.

11.2 Usikkerhet

Vårt verdiestimat er i prinsippet bare et punkttestimat som representerer den forventende verdien på egenkapitalen i Marine Harvest. Dette er beregnet på bakgrunn av de strategiske forhold vi mener vil være viktig i fremtiden, samt den forventende utviklingen i de verdidriverne vi la til grunn i kapittel 10. Dette fører til at verdiestimatet er utsatt for usikkerhet som et resultat av at forutsetningene som legges til grunn for beregningene er høyst usikre. Vi vil i det videre gjennomføre en analyse som viser hvordan vårt verdiestimat

vil endre seg ved å endre på de driverne vi mener er viktigst for vårt verdiestimat. Analysen vil bestå av en sensitivitetsanalyse og en simuleringsanalyse. Gjennom sensitivitetsanalysen vil vi se hvordan endringer i enkelt drivere vil slå ut i vårt verdiestimat. Simuleringsanalysen på sin side gjennomføres ved å kjøre en rekke simuleringer hvor driverne endres simultant, slik at vi får frem en fordeling av vårt verdiestimat fremfor bare et punktestimat.

11.2.1 Sensitivitetsanalyse

I det videre velger vi ut de inputvariablene vi mener er viktigst for vårt verdiestimat. Analysene gjennomføres ved å se hvor sensitivt vårt punktestimat er for endringer i enkelte variabler, mens de resterende variablene holdes konstant. Både fri kontantstrøm til egenkapitalen og fri kontantstrøm fra drift bygger på to hovedelementer; en forventet fremtidig kontantstrøm og et avkastningskrav. I våre videre analyser kommer vi til å skille mellom variabler som påvirker fremtidig fri kontantstrøm og variabler som påvirker avkastningskravet.

Valg av variabler

I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet tok vi utgangspunkt i driftsinntekter og netto driftsmargin. Videre benyttet vi netto driftseiendeler for å komme frem til fri kontantstrøm fra drift. Netto driftseiendeler ble fastsatt på bakgrunn av driftsinntektene og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Dette medfører at kontantstrømmen er sensitiv for endringer i driftsinntekter, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Siden dette er de viktigste variablene knyttet til fremtidig fri kontantstrøm, kommer til å gå nærmere inn på dem i det videre.

I utarbeidelsen av avkastningskravet som ble brukt for å neddiskontere fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm til egenkapitalen, er det egenkapitalbetaen og den risikofrie renten som er variablene med størst usikkerhet. Markedets risikopremie har vært relativt stabil over lang tid og vi vurderer dermed usikkerheten knyttet til nettopp denne størrelsen som noe mindre. WACC skal ta utgangspunkt i verdivekter og ikke budsjetterte vekter slik vårt verdiestimat gjør i første steg. Dette problemet ble imidlertid løst gjennom konvergeringsprosessen der vi til slutt endte opp med vekter basert på vårt verdiestimat, slik

at vektingen mellom egenkapitalkravet og netto finansiell gjeldskravet ble korrekt. Når det gjelder usikkerheten knyttet til avkastningskravene vil vi bare gå nærmere inn på usikkerheten knyttet til egenkapitalbeta og risikofri rente.

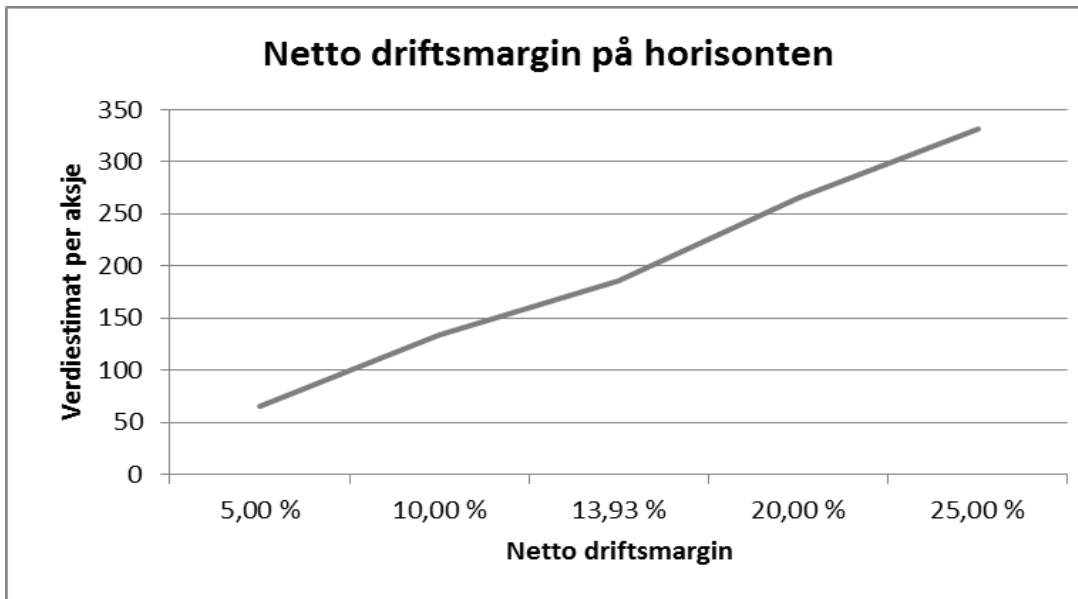
Videre må vi bestemme om vi skal se på den enkelte variabelen hvert år. I fremtidsregnskapet har vi 8 år, inkludert første året med konstant vekst. Alle variablene som har blitt valgt for videre analyse varierer mellom årene frem til selskapet er i konstantvekst. Dette betyr at man i utgangspunktet bør se på hvordan variablene endrer seg i det enkelte år. Dette ville imidlertid ført til at vi måtte gjennomføre åtte analyser for hver variabel, noe som kan være lite hensiktsmessig, da det vil bli mange variabler og kan føre til at det blir vanskelig å skille vesentlig informasjon fra uvesentlig. Vi velger å se på variabelen i det leddet hvor betydningen er størst. Fra kapittel 10 så vi at mesteparten av egenkapitalverdien avgjøres av horisontleddet og vil derfor se på hvordan endringer av variablene i dette leddet påvirker egenkapitalverdien.

Variabler som påvirker kontantstrømmen

Netto driftsmargin

I prognosen har vi lagt til grunn en driftsmargin på 13,9 %. Dette er en høy driftsmargin, men den er forankret i det faktum at inngangsbarrierene i oppdrettsbransjen er høye. Samtidig forventer vi at Marine Harvest, på grunn av eget fôr, vil oppnå en marginfordel i fremtiden og at det er flere forhold som taler i retning av høy laksepris. Historisk sett har det vært gode marginer, både for Marine Harvest og for de andre selskapene i bransjen, noe vi konkluderte med at ikke var urimelig med tanke på den lave omløpshastigheten. Som følge av at prognosene i stor grad er bygget på historisk utvikling, i kombinasjon med forventninger om fremtiden basert på strategisk analyse, er det stor usikkerhet knyttet til hvor stor marginen vil være i fremtiden. Det er gjerne knyttet størst usikkerhet til om Marine Harvest skal kunne opprettholde den budsjetterte marginen på horisonten.

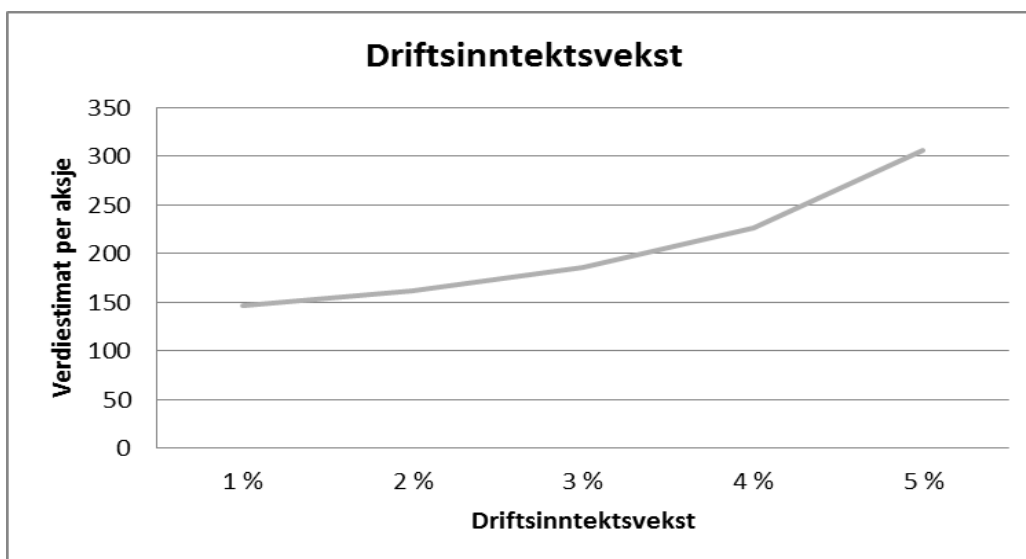
Av figur 11-1 under ser vi hvordan en endring i netto driftsmargin vil slå ut i vårt verdiesimat per aksje. Vi observerer at verdiesimatet er veldig sensitivt for endringer i netto driftsmargin, og dersom dagens margin av en eller annen grunn skulle halveres på horisonten, vil det føre til et verdiesimat på under 100 NOK per aksje.



Figur 11-1: Usikkerhet netto driftsmargin på horisonten

Driftsinntektsvekst

Over analyseperioden har den årlige driftsinntektsveksten i Marine Harvest vært i underkant av 10 %. I de tidligere analysene har vi avdekket at det er urealistisk å forvente en tilsvarende vekst i perioden fremover. Historisk vekst i økonomien pluss forventet inflasjon er omlag 7,5 % (Knivsflå, 2015j), men vi har kommet frem til at også dette er for høy konstant vekst etter 2024, da bransjen bremses av biologiske faktorer. Vi har som nevnt tidligere derfor lagt til grunn en vekst på 3 %. Figur 11-2 viser hvordan endringer i driftsinntektsveksten på horisonten påvirker vårt verdiestimat per aksje.

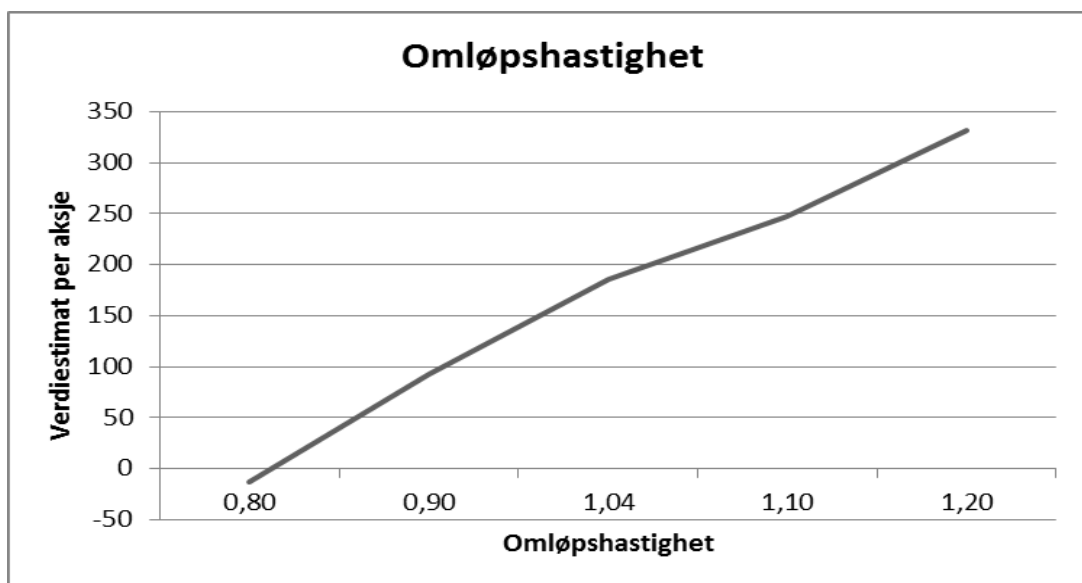


Figur 11-2: Driftsinntektsvekst

Vi ser at verdiestimatet er mer sensitivt for økning i driftsinntektsvekst enn for en reduksjon. Dersom vi skulle lagt til grunn et vekstmål på 6 % som forespeilet av enkelte politikere, ville den estimerte aksjeprisen blitt mer enn doblet sett i forhold til vårt estimat med 3 % vekst på horisonten. Å forvente en dobling av vekstraten samtidig som de resterende variablene forblir konstant, vil imidlertid være urimelig. Med en slik vekst ville netto driftsmargin til selskapet sannsynligvis vært lavere og effekten ville blitt dempet. Vi har valgt å se utelukkende på positiv vekst, da vi antar at negativ vekst ville medført tiltak i selskapet for å oppnå positiv vekst på horisonten.

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler har vært stabilt gjennom analyseperioden, men blir tidlig i fremtidsregnskapet preget av investeringene som må gjennomføres for å løse eller redusere problemene knyttet til sykdom og lus. Vi antar at problemene er betydelig redusert eller løst på horisonten, og at omløpshastigheten til netto driftseiendeler har stabilisert seg på 1,04. Det er ikke forventet å være betydelig usikkerhet knyttet til denne variabelen, men det er fortsatt interessant å se hvordan variasjon kan påvirke verdiestimatet, ettersom omløpshastigheten er en av hoveddriverene i fremtidsbudsjettet.



Figur 11-3: Omløpshastighet til netto driftseiendeler på horisonten

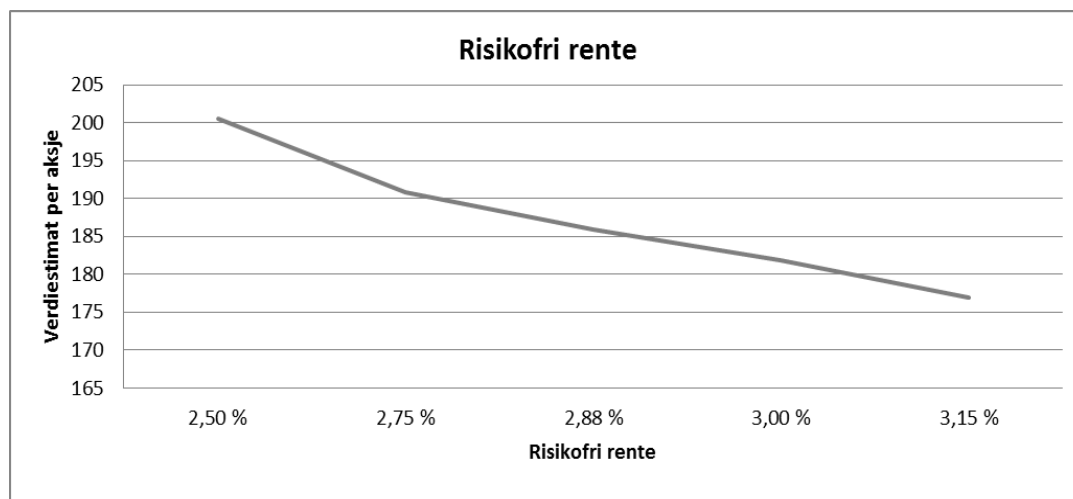
Vi ser av figur 11-3 at små endringer i omløpshastigheten gir store utslag i verdiestimatet per aksje. Denne sensitiviteten kan forklares med utgangspunkt i hvordan modellen for fremtidsregnskapet er utformet. Normalt vil en økning eller reduksjon av omløpshastigheten

skyldes at driftsinntektene endres, at man har varer liggende for lenge på lager eller at det gjennomføres nye investeringer. I modellen er netto driftseiendeler estimert som en funksjon av driftsinntekter og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Dette innebærer at endringer i omløpshastigheten vil utløse betydelige salg eller investeringer i eiendeler. Dette vil gi kontantstrømeffekt og innvirkningen blir spesielt stor på horisontleddet. Av figur 10-3 ser vi blant annet at en omløpshastighet på 0,8 fører til et negativ verdiestimat per aksje. Dette er fordi økte investeringer vil gi en så negativ kontantstrøm i konstantleddet at verdiestimatet blir negativt. Det er imidlertid urimelig å anta slike endringer på horisontleddet, da en slik endring ville tilsi at selskapet ikke er i konstant vekst. Det er derfor rimelig å anta at det er liten usikkerhet knyttet til omløpshastighet, selv om en endring i modellen vil gi store utslag for vårt verdiestimat.

Variabler som påvirker avkastningskrav

Risikofri rente

Risikofri rente før skatt er i fremtidsregnskapet budsjettert til å konvergere mot 2,88 %. En endring av denne verdien vil påvirke avkastningskravet som kontantstrømmene diskonteres med.



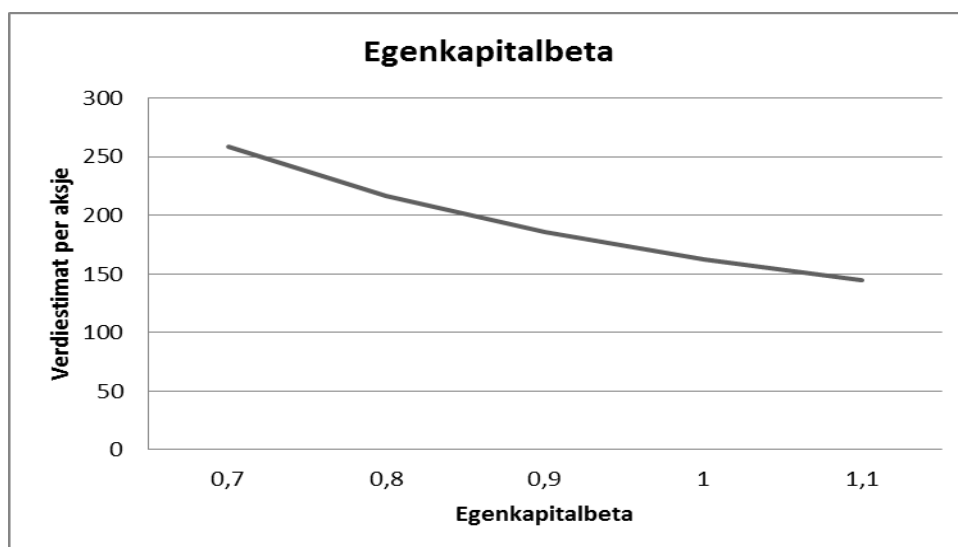
Figur 11-4: Usikkerhet i risikofri rente

Som vi ser av figur 11-4 har risikofri rente relativt liten betydning for verdiestimatet per aksje med en realistisk variasjonsbredde i fra 2,5 til 3,15 %. Denne variasjonsbredden er rimelig med tanke på dagens situasjon i rentemarkedet, og historisk utvikling. Som vi

observerer vil ikke verdiestimatet per aksje variere like mye som ved endring av enkelte av de andre parameterverdiene vi har undersøkt tidligere.

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er beregnet som korrelasjonen mellom den observerbare markedsprisen på Marine Harvest aksjen og markedsporteføljen representert ved hovedindeksen på Oslo Børs. Denne verdien kan som nevnt tidligere estimeres med forskjellige intervaller og med varierende lengde tilbake i tid. Forskjellige tilnærminger gir forskjellig resultat, noe som gjør det interessant å se hvordan endring av egenkapitalbeta slår ut i verdiestimatet. Vårt estimat på egenkapitalbeta på horisonten er 0,9, men denne endres ved endret gjeldsgrad når vektene blir oppdatert etter første verdiestimat.



Figur 11-5: Egenkapitalbeta

Av figur 11-5 ser vi at en reduksjon i egenkapitalbetaen vil påvirke verdiestimatet mer enn dersom egenkapitalbetaen økes. Egenkapitalbetaen inngår i CAPM og dermed i avkastningskravet til egenkapitalen, og er et mål på risikoen til egenkapitalen. Det er dermed ikke urimelig at en lavere betaverdi, altså en redusert usikkerhet for egenkapitalen og et lavere avkastningskrav, vil gi et høyere verdiestimat.

11.2.2 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Kort oppsummert er det tydelig at det er netto driftsmargin på horisonten som har størst betydning for vårt verdiestimat per aksje, men de andre variablene påvirker også verdiestimatet per aksje i større eller mindre grad.

11.3 Simulering

Sensitivitetsanalysen i forrige kapittel gav innsikt i hvordan de viktigste enkeltvariablene påvirker verdiestimatet per aksje. Svakheten med den analysen er at det bare er en variabel som endres om gangen, og dermed får vi ikke et dynamisk bilde som kan anslå hvordan endringer som skjer simultant kan påvirke estimatet. Det er lite sannsynlig at det bare er en parameter som endres om gangen, da det er rimelig å forvente en viss korrelasjon mellom parameterne. Vi vil i dette kapitlet derfor gjennomføre en simulering hvor flere variabler varieres simultant. Simuleringen gjøres gjentatte ganger slik at det er mulig å se hvordan usikkerheten i de forskjellige variablene påvirker verdiestimatet, og til slutt har vi fått en fordeling av verdiestimatet basert på simuleringene.

I analysen brukes Monte Carlo-analyse i Crystal Ball for Excel. I denne analysen fastsettes en sannsynlighetsfordeling og et standardavvik for hver enkelt variabel, og i simuleringen fastsettes variablene tilfeldig innenfor de forutsetningene som er satt. Denne analysen gir en sannsynlighetsfordeling for mulige utfall rundt verdiestimatet. Dette gir mulighet for å fastslå usikkerheten knyttet til verdsettelsen og vil fortelle hvilke variabler som har størst innvirkning på vårt verdiestimat. Før analysen gjennomføres vil det redegjøres for hvilke variabler som settes inn i modellen. Til slutt vil analysens svakheter drøftes.

11.3.1 Input

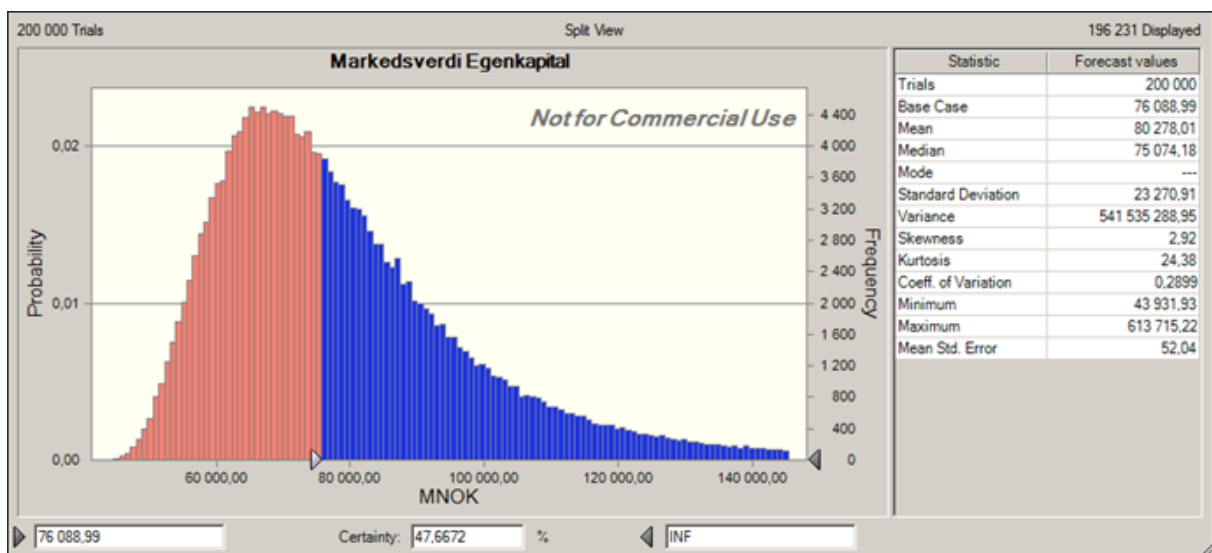
I analysen har vi valgt å fokusere på risikofri rente, egenkapitalbeta og vekst på horisonten. Fra sensitivitetsanalysen så vi at også andre variabler var av stor betydning, men siden vi anslår de overnevnte variablene som vanskeligere å kontrollere for Marine Harvest, ønsker vi å se nærmere på disse i simuleringen. Variablene er normalfordelte, men av hensyn til modellen gir vi alle en triangulær fordeling, der man setter en maks- og minimumsverdi for hver av variablene. På denne måten unngår vi ekstremverdier som kan gi urimelige utfall i modellen.

For risikofri rente er forventningsverdien lik vårt estimat på 2,88 %. Vi har satt en minimumsgrense på 1 % og en maksimal grense på 5 %, hvilket gir en litt skjev fordeling. Til tross for dagens situasjon med svært lave renter, mener vi likevel at det er urealistisk med en rente som er nesten 0 på horisonten, mens en risikofri rente på 5 % kan representere et mer realistisk alternativ på sikt.

Vi fastsetter forventningsverdien til betaverdien lik vår betaverdi på 0,9. Vi har satt grensene på 0,75 og 1,05, altså avvik opp og ned på 0,15 i forhold til vårt estimat, på bakgrunn av det vi mener kan være en rimelig variasjon. Dette vil fange opp usikkerheter knyttet til forskjellige intervaller og tidshorisonter i beregningen av beta, samt usikkerheten knyttet til endringer i fremtiden.

Veksten på horisonten har en forventningsverdi på 3 %, og vi har satt minimal vekst på horisonten til 1 % og maksimal vekst til 5 %. Det er lite realistisk med en vekst lavere enn 1 %, da dette ikke vil være lønnsomhet for investorene. Ved en så lav vekst antar vi at styret i Marine Harvest ville tatt grep for å unngå en vedvarende situasjon. Maksimalverdien er satt til 5 %, da historikken viser at veksten kan være betydelig høyere enn det vi har lagt til grunn på horisonten.

Vi kjører 200 000 simuleringer med de nevnte variablene og resultatene er oppsummert i figur 11-6:

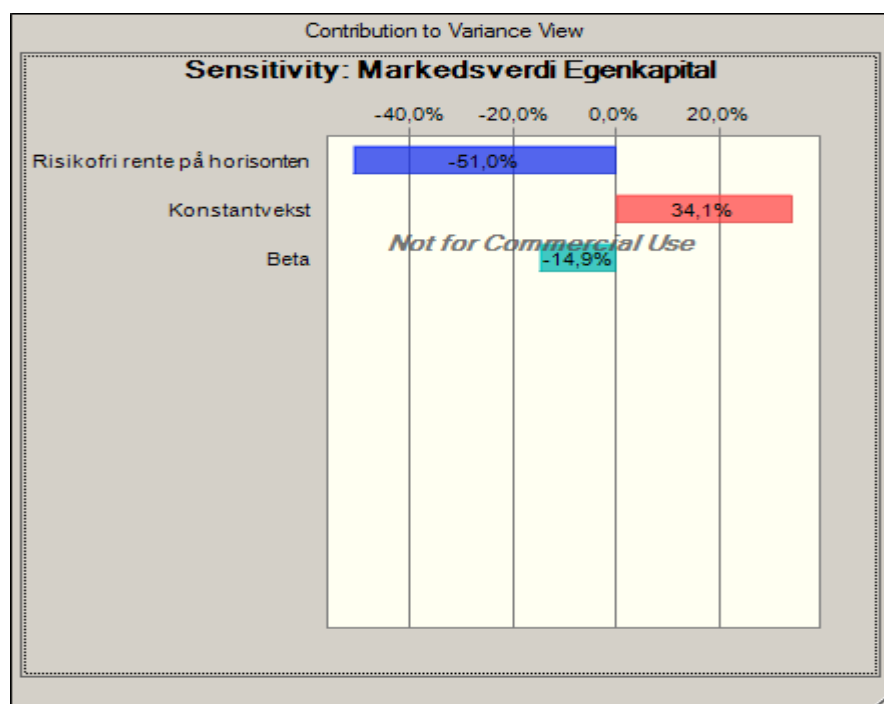


Figur 11-6: Simulering

Vi ser at simuleringen skriver ut en litt skjev normalfordeling. Modellen skriver ut en gjennomsnittlig verdi på 79,370 milliarder NOK, hvilket er litt høyere enn vårt verdiestimat. Den midterste observasjonen er på 74,207 milliarder NOK hvilket indikerer at de fleste av

observasjonene er lavere enn vårt verdiestimat. Dette gjør seg også gjeldende ved at sannsynligheten er 47,79 % for å observere en verdi lik eller høyere enn vårt verdiestimat, og sannsynligheten for å observere en verdi lik eller lavere enn vårt verdiestimat er 52,21 %. Av figur 11-6 kan vi også se at fordelingen er tettere under verdiestimatet enn det er over. Dette indikerer at det er mindre sannsynlig å observere ekstremverdier under forventningsverdien enn det er for ekstremverdier over vårt verdiestimat.

Av figur 11-7 kan vi se hvor stor innvirkning de forskjellige variablene har på usikkerheten i modellen.



Figur 11-7: Variablenes innvirkning på verdiestimatet

Vi ser at verdiestimatet er mest sensitivt for endringer i risikofri rente og veksten på horisonten.

11.4 Svakheter ved analysen

Analysen tar utgangspunkt i et utvalg av variabler som inngår i verdsettelsen. Det er imidlertid åpenbart at andre variabler også vil spille inn. Dette fører til at man, heller ikke ved hjelp av en slik modell, får med den totale risikoen. Videre har vi av hensyn til modellen valgt triangulære fordelinger til tross for at det mest rimelige hadde vært normalfordelinger. Dette har imidlertid tatt vekk ekstremobservasjoner som er høyst usannsynlige forårsaket av

urimelige parameterverdier, som for eksempel negativ risikofri rente eller negativ vekst på horisonten.

Videre er det i modellen antatt at variablene er uavhengige av hverandre. Det er rimelig å anta at dette sannsynligvis ikke er tilfellet, men det er likevel utfordrende å si noe om hva som korrelerer, og i hvilken grad en slik eventuell korrelasjon foreligger. Dette er imidlertid informasjon som kunne ha påvirket analysen.

Analysen tar heller ikke høyde for at ledelsen kan iverksette ulike strategier for å ta kontroll over en ufordelaktig utvikling eller andre forhold. Som nevnt vil for eksempel en vekst på 1 % på horisonten være uakseptabel og vi antar at ledelsen sannsynligvis ville gjort grep for å bedre veksten. Denne problemstillingen faller inn under opsjonsbasert verdsettelse og er noe vi ikke ser på i denne utredningen.

11.5 Oppsummering usikkerhet

Sensitivitetsanalysen og simuleringen viser at det er betydelig usikkerhet knyttet til variablene i verdsettelsen. I sensitivitetsanalysen kom vi frem til at det er variablene som påvirker kontantstrømmen som er av størst betydning og som har størst risiko knyttet til seg. I simuleringen så vi at risikofri rente har stor innvirkning på verdsettelsen og at det er mer sannsynlig å observere ekstremverdier over enn under verdiestimatet. Samlet sett gir analysene et godt bilde på usikkerheten i verdsettelsen, og det er ikke avdekket noen forhold som skulle tilsi behov for å korrigere det opprinnelige verdiestimatet.

12. Komparativ verdsettelse

Som et supplement til den fundamentale verdivurderingen vil vi i det videre gjennomføre en komparativ verdsettelse av Marine Harvest ved bruk av multipler. Vi har tidligere gjennomført fundamental analyse og verdsettelse. Den komparative verdsettelsen kan likevel være et nyttig supplement for å kunne vurdere resultatene, da en analyse ved bruk av multipler i større grad er fremtidsrettet. Fremgangsmåten er slik at man benytter komparative selskaper, altså selskaper som ligner på selskapet man ønsker å verdsette, som utgangspunkt for å verdsette selskapet (Kaldestad og Møller, 2011).

En multiplere er enkelt forklart et forholdstall, regnet ut på bakgrunn av komparative selskapers aksjepris og størrelser hentet fra balansen eller resultatregnskapet deres. Deretter multipliseres multipleren med samme tallstørrelse i resultatregnskapet eller balansen til selskapet som verdsettes (Damodaran, 2012). Denne måten å verdsette et selskap på skiller seg fra inntjeningsbaserte metoder ved at vi nå benytter prisingen som markedet har foretatt for oss, basert på markedets forventning til fremtidig inntjening, som utgangspunkt for verdsettelsen.

En svakhet er at vi må bygge på den antakelse om at det er samme forhold mellom verdi og faktor for selskapet som studeres som i de komparative selskapene (Kaldestad og Møller, 2011). Penman (2013) mener at man bør være kritisk ved bruk av multipler, da metoden ikke nødvendigvis bygger på fundamentale verdier. På 1990-tallet opplevde en del investorer å handle aksjer for multipler som ikke var forsvarlig, gitt den underliggende verdien ved børsintroduksjonen. Når et selskap som skulle på børs ble priset basert på overvurderte komparative selskaper, ble selskapet også overvurdert og boblene ble bare videreført (Penman, 2013).

En annen svakhet ved analysene er at multiplene er beregnet med utgangspunkt i markedsverdien før 31.12.15, mens resultatstørrelsene er hentet fra vårt beste estimat per 31.12.15 (2015T). Dette fører til at markedsverdien den 31.12.15 kan avvike fra den verdien vi har tatt utgangspunkt i for våre beregninger.

I det videre arbeidet med multiplene vil vi benytte de samme selskapene som utgjorde bransjen i den fundamentale verdivurderingen. Til tross for at metoden bygger på antakelsen

om at gjennomsnittsvirksomheten i bransjen vil være rett priset, mener vi at vår analyse vil ha to svakheter som følge av vårt utvalg. For det første er det så ikke mange komparative selskaper å velge mellom og det er dermed mindre sannsynlig at gjennomsnittlig multiplere blir korrekt. For det andre er ikke selskapene helt identiske, slik at det kan være forhold ved det enkelte selskap som prises på en annen måte enn det målselskapet bør prises på. På den annen side er alle de utvalgte selskapene børsnoterte og handles med relativt høy frekvens, hvilket skal gi en god og effisient prisingsmekanisme. Metoden er mye benyttet i praksis, da den som nevnt tidligere tar lite tid, krever lite informasjon om selskapene og er derfor lett å gjennomføre. Videre påpeker Damodaran (2013) at resultatene fra analysene basert på multiplere er lettere å forstå for kunder og klienter, hvilket representerer en klar fordel.

Som følge av at Cermaq er tatt av børs vil ikke dette selskapet inngå i utregningene, da de fleste multiplene baserer seg på markedsverdien til egenkapitalen. Vi vil i det videre arbeidet benytte multiplere som tar utgangspunkt i både resultatregnskap og balansen. Multiplene vi har valgt å ta utgangspunkt i er EV/EBITDA, Pris/Bok og EV/Salg. EV/EBITDA er en multiplere som er mye benyttet av analytikere som følger oppdrettsbransjen (Giskeødegård, 2014), mens de to andre er tradisjonelle multiplere.

12.1 EV/EBITDA

EV eller enterpriseverdi er et mål på selskapskapitalen der markedsverdien til egenkapitalen tillegges netto finansiell gjeld. EV/EBITDA gir oss et tall på resultat før renter, skatt, avskrivning og amortisering relativt til EV. Denne multipleren er derfor ikke påvirket av ulik finansiering og avskrivningsplan mellom selskapene som analyseres. Damodaran (2012) trekker frem denne multipleren som gunstig av flere årsaker. Ettersom multipleren er uavhengig av skatt, vil den ikke påvirkes av variasjoner i skattesatser som følge av at selskapene som analyseres opererer under ulike skatteregimer. Marine Harvest og resten av oppdrettsbransjen driver virksomhet i flere ulike land og dermed er dette fordelaktig.

Videre er metoden hensiktsmessig fordi det er flere selskaper som kan benyttes som sammenligningsgrunnlag, da det er flere selskaper har positiv EBITDA enn for eksempel resultat per aksje. Dette forhold vil kunne gi et bedre estimat, da det etter vår vurdering er mer sannsynlig at gjennomsnittsvirksomheten er priset rett enn hvert enkelt selskap. Det vil også være fordelaktig å benytte en størrelse som ikke påvirkes av avskrivninger. Ulike

selskaper kan til tross for samme regnskapsspråk benytte ulike avskrivningsmetoder, da IFRS åpner for skjønnsmessig fastsettelse av avskrivningsplan (IAS 16 – iasplus.com).

	Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg	Bransje
EV/EBITDA	13,83	16,04	15,04	18,91	16,66

Tabell 12-1: EV/EBITDA-multippel

I tabell 12-1 kan vi se en oversikt over hvilke multipler de ulike selskapene handles for. Marine Harvest handles til en lavere multippel enn sine konkurrenter, hvilket indikerer at markedet har høyere forventninger til fremtidig inntjening hos de komparative selskapene enn Marine Harvest. Dette bryter litt med våre forventninger fra den fundamentale analysen, hvor vi antar at Marine Harvest vil levere en marginfordel i fremtiden som følge av at selskapet er mindre avhengig av den konsentrerte leverandørindustrien i oppdrettsbransjen. Med utgangspunkt i bransjens (Marine Harvest inngår ikke her) gjennomsnittlige multippel har vi beregnet Marine Harvest sin aksjekurs til å være 143,69 NOK slik det fremgår av tabell 12-2. Dette er et verdiesimat som er høyere enn dagens børskurs (3.12.15), hvilket indikerer at Marine Harvest er undervurdert. Som følge av at de ulike selskapene ikke oppgir EBITDA i sine resultatregnskaper har vi kalkulert EBITDA med bakgrunn i våre justerte resultatregnskaper og balanser for å få sammenligningsgrunnlaget så likt som mulig.

	(Mill. NOK)	EV/EBITDA
	Multippel	16,66
x	EBITDA	4 001,95
=	EV	66 686,88
-	Netto finansiell gjeld	7 720,97
=	Verdi egenkapital	58 965,91
/	Antall aksjer	410,38
=	Verdi per aksje	143,69

Tabell 12-2: Verdiesimat Marine Harvest aksje ved bruk av EV/EBITDA multippel

12.2 Pris/Bok

Det er flere forhold som tilsier at Pris/Bok er en multippel som kan være nyttig når egenkapitalverdien skal fastsettes. Kaldestad og Møller (2011) nevner spesielt at den er svært enkel å benytte, samtidig som den gir en indikasjon på markedets forventning til selskapets fremtidige inntjening, relativt til en stabil og intuitiv størrelse i selskapets bokførte egenkapital. Multippelen kan også gi god indikasjon på om selskaper i samme bransje, som benytter like regnskapsprinsipper, er over- eller undervurdert (Damodaran, 2012). I oppdrettsbransjen kan store svingninger i markedsprisen på laks gi store svingninger i resultatene, og Damodaran (2012) mener dermed at en balanseorientert multippel vil være gunstig for å unngå denne problematikken.

En svakhet ved denne multippelen er imidlertid dens avhengighet av hvordan bokføringen gjennomføres og ved bruk av forskjellige regnskapsspråk vil ikke størrelsen være særlig sammenlignbar (Damodaran, 2012). Det er dermed gunstig at alle selskapene i vår bransje benytter IFRS som regnskapsspråk, da tallene i mye større grad blir sammenlignbare. Oppdrettsbransjen er preget av høye kostnader til forskning og utvikling, som kanskje i for stor grad ikke blir balanseført som følge av IFRS sine strenge regler for balanseføring. Dette kan føre til at bokført egenkapital undervurderes, samtidig som markedsverdien tar hensyn til denne forventede inntjeningen og multippelen kan dermed bli større enn hva de underliggende forholdne skulle tilsi (Kaldestad og Møller, 2011).

	Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg	Bransje
P/B	2,52	2,25	2,95	1,61	2,27

Tabell 12-3: P/B-multippel

Av tabell 12-3 kan vi se at Marine Harvest handles til en P/B på 2,52, hvilket bare er lavere enn SalMar med sine 2,95. Samtlige selskaper handles til en multippel over 1 og dette indikerer at investorene i fremtiden forventer at verdier tilføres egenkapitalen i form av overskudd. Ettersom regnskapet, selv etter å ha blitt justert for målefeil, bare i mindre grad reflekterer eiendelenes markedsverdi er det vanskelig å vurdere om den observerbare multippelen skyldes god tro på fremtiden eller undervurderte eiendeler. Under følger utregningen av verdiestimatet til Marine Harvest basert på gjennomsnittlig multippel for de komparative selskapene. Basert på denne og bokført egenkapital i selskapet får vi et

verdiestimat per aksje på 104,75 NOK slik tabell 12-4 viser. Dette er et verdiestimat som er lavere enn dagens børskurs (3.12.15) og indikerer dermed at Marine Harvest er overvurdert.

	(Mill. NOK)	P/B
	Multippel	2,27
x	Bokført egenkapital	18 926,26
=	Verdi egenkapital	42 992,71
/	Antall aksjer	410,38
=	Verdi per aksje	104,76

Tabell 12-4: Verdiestimat Marine Harvest aksje ved bruk av pris/bok multippel

12.3 EV/Salg

Denne multippelen regnes ut ved å ta enterpriseverdi (EV) over inntekter, der EV er beregnet som markedsverdien av egenkapital og netto finansiell gjeld. Mutippelen har ikke vært særlig utbredt i praksis som en del av de mer kjente resultatorienterte multiplene, men har blitt mer brukt i senere tid, da spesielt i nyere selskap (Damodaran, 2012). Et selskap som handles for en høy multippel er ansett for å være dyrere enn et selskap som handles for en lav multippel, da en høy multippel indikerer lave inntekter relativt til selskapets verdi (Damodaran, 2012). I motsetning til P/B vil ikke multippelen her være direkte påvirket av regnskapsspråk og skjønnsmessige vurderinger av for eksempel avskrivningsmetode. Dette gjør multippelen også mindre utsatt for påvirkning i form av biases (Damodaran, 2012).

Kaldestad og Møller (2011) mener at metoden bare bør brukes som sekundær multippel, da den implisitt forutsetter at selskapene som sammenlignes har samme margin. Kostnadsstrukturen er ikke identisk i hele oppdrettsbransjen, men som avdekket i den fundamentale analysen er kostnadsstrukturen lik nok til at metoden uansett kan benyttes. En annen fordel med EV/Salg er at inntektene sjelden er like volatile som resultatene, noe som gjør det mer sannsynlig med en analyse bestående av relativt stabile tall.

	Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg	Bransje
EV/Salg	2,09	1,44	2,52	1,95	1,97

Tabell 12-5: EV/Salg-multippel

Over følger en oversikt over EV/Salg for selskapene i bransjen. Marine Harvest handles til nest høyeste multippel med sine 2,09, mens SalMar nok en gang skiller seg ut som det selskapet som handles for høyest multippel med sine 2,52. Marine Harvest sin multippel indikerer at selskapet er priset ganske likt som gjennomsnittsvirkosheten relativt til sine driftsinntekter. Basert på den gjennomsnittlige multippelen i bransjen får vi et verdiestimat på 108,04 NOK per aksje for Marine Harvest slik tabell 12-6 viser. Dette er et verdiestimat som er høyere enn dagens aksjekurs (3.12.15), hvilket indikerer at aksjene i Marine Harvest er overvurdert.

	(Mill. NOK)	EV/Salg
	Multippel	1,97
x	Salg	26 442,14
=	EV	52 056,31
-	Netto finansiell gjeld	7 720,97
=	Verdi egenkapital	44 335,34
/	Antall aksjer	410,38
=	Verdi per aksje	108,04

Tabell 12-6: Verdiestimat Marine Harvest aksje ved bruk av EV/Salg multippel

12.4 Oppsummering komparativ verdsettelse

Vår komparative analyse av Marine Harvest viser til dels forskjellige verdiestimer. Metodene ved bruk av Pris/Bok og EV/Salg indikerer at selskapet er overpriset, mens EV/EBITDA metoden indikerer at selskapet er underpriset. Et gjennomsnittlig verdiestimat for Marine Harvest basert på de tre metodene gir et endelig verdiestimat på 118,83 NOK, slik tabell 12-7 viser. Det observeres at metodene hver for seg gir svært varierende estimat, noe som indikerer at den komparative analysen er noe upresis og resultatene må vurderes kritisk. På grunn av avvikende enkeltresultater, vurderer vi det slik at gjennomsnittlig verdiestimat per aksje vil være det mest korrekte verdiestimatet.

	Verdiestimat Marine Harvest
EV/EBITDA	143,69
P/B	104,76
EV/Salg	108,04
Gjennomsnitt	118,83

Tabell 12-7: Gjennomsnittlig verdiestimat for Marine Harvest på bakgrunn av de tre valgte multiplene

13. Konklusjon og handelsstrategi

13.1 Konklusjon

Målet med denne masterutredningen var å løse problemstillingen som ble fastsatt i kapittel 1, nemlig; «Hva er egenkapitalverdien i Marine Harvest?»

På bakgrunn av argumentasjonen i kapittel 3 valgte vi å gjennomføre en fundamental verdivurdering, supplert med en komparativ verdivurdering av Marine Harvest i denne masterutredningen. Den strategiske analysen gav oss god innsikt i hvilke forhold som historisk har påvirket oppdrettsbransjen og er forventet å påvirke oppdrettsbransjen i årene fremover. Den gav også en indikasjon på hvilke interne ressurser Marine Harvest besitter, for å imøtekomme utviklingen i bransjen. Analysene avdekket at oppdrettsbransjen er syklisk, med resultater som i stor grad følger lakseprisen. Vi anser konkurransen innad i bransjen som moderat som følge av at vekstutsiktene på etterspørselssiden er svært gode. En sterk leverandørmakt og volatile priser på innsatsfaktorer i fôrproduksjonen kan imidlertid true lønnsomheten i bransjen. En nøkkelfaktor for videre vekst er å løse eller redusere problemene knyttet til den problematiske biologien, da høye kostnader knyttet til sykdomsbekjempelse kan true en ellers sterk netto driftsmargin. Vi mener at selskapet kan imøtekomme den sterke leverandørmakten og den volatile lakseprisen gjennom sin satsning på eget fôr og videreforedling, spesielt siden fôr utgjør om lag 50 % av kostnadsbasen. Lønnsomhetsanalysen avdekket at Marine Harvest per i dag ikke har noen marginfordel, men at netto driftsmargin er en av de viktigste driverne for verdi i fremtiden, ettersom verken Marine Harvest eller oppdrettsbransjen for øvrig har så høy driftsrelatert omløpshastighet.

Vi verdsatte egenkapitalverdien i Marine Harvest ved bruk av både fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm til egenkapitalen. Disse gav ikke det samme verdiestimat som følge av at netto finansiell gjeldsrentabilitet avviker fra kravet til netto finansiell gjeld, og at den bokførte verdien på netto finansiell gjeld ikke er lik den virkelige verdien. Siste verdiestimat ble 76,088 milliarder NOK eller et verdiestimat per aksje på 185,41 NOK.

Vi utførte også en komparativ verdsettelse ved bruk av ulike multipler. Den komparative verdivurderingen gav et gjennomsnittlig verdiestimat på 118,83 NOK. Vårt endelige verdiestimat er 163,22 NOK og er regnet som et vektet gjennomsnitt av verdiestimatet etter den fundamentale verdivurderingen (2/3) og den komparative verdivurderingen (1/3).

Framtidsutsiktene for oppdrettsbransjen er noe usikre som følge av de biologiske begrensningene. Per dags dato legges det ned enorme ressurser for å løse problemene og disse er forventet å øke betydelig i årene som kommer. Dersom forskningen gir avkasting vil bransjen ha gode muligheter for vekst fremover.

13.2 Handelsstrategi

Analysene i kapittel 11 illustrerer at det til dels er stor usikkerhet knyttet til verdierestimatet fra den fundamentale verdivurderingen. I kapittel 10 ble dette verdierestimatet fastsatt til 185,41 NOK per aksje. Den komparative verdsettelsen som ble gjennomført ved bruk av tre ulike multipler; EV/EBITDA, P/B og EV/Salg og gav tre ulike verdierestimater på henholdsvis 143,69 NOK, 104,76 NOK og 108,04 NOK. Gjennomsnittlig verdierestimat fra den komparative analysen ble 118,83 NOK. Avviket mellom verdierestimatet basert på den fundamentale analysen og den komparative analysen er på hele 64,28 NOK, hvilket må sies å være et ganske stort avvik både i relative og absolutte termer.

Dagens aksjeverdi (2.12.15) er 119,20 NOK hvilket er veldig tett opp mot gjennomsnittlig verdi fra den komparative verdsettelsen på 118,83 NOK. Vi mener at dette kan skyldes at det er mer utbredt med komparativ verdsettelse i form av multipler i praksis, slik Kaldestad og Møller (2011) argumenterer for. Vår fundamentale analyser bryter imidlertid med Gjesdal (2007) sine konklusjoner hvor han trekker frem at analytikere har en tendens til å være for optimistiske i sine vurderinger, og at det tas for lite hensyn til den historiske inntjeningen ved prediksjon av fremtidig verdi. Dersom det antas at komparativ verdsettelse i form av multipler er mest utbredt i praksis, virker det å være slik at multiplene undervurderer verdien, mens våre fundamentale analyser, som faktisk bygger på historisk utvikling og strategi, virker å være noe optimistisk. På den annen side kan man ved bruk av komparativ analyse i form av multipler risikere at analysene ikke reflekterer fundamentale forhold i nettopp det selskapet man forsøker å verdsette, enten fordi flere selskaper i bransjen er priset feil eller fordi selskapene er for ulike hverandre.

Dersom vi legger til grunn egenkapitalverdien som fastsatt i den fundamentale analysen indikerer dette et pris/bok forhold som er i størrelsesorden 4, gitt bokført verdi på egenkapitalen i 2015T. Dette synes umiddelbart ganske høyt når Knivsflå (2015b)

argumenterer for at verdivektet pris/bok forhold på Oslo Børs i perioden 2004 til 2013 har vært i størrelsesorden 1-2.

Ut over usikkerheten i vårt verdiestimat vil den virkelige aksjekursen være utsatt for svingninger. Ifølge Brealy et al. (2011) det avdekket at disse svingningene er mer eller mindre tilfeldige uten å følge noe spesifikt mønster. Aksjekursen skal til en hver tid reflektere all tilgjengelig informasjon, men studier av investorers atferd viser at det forekommer situasjoner hvor investorer ikke reagerer rasjonelt på ny informasjon (Gjesdal, 2007). For å ta hensyn til tilfeldige svingninger i aksjeprisen som følge av mer eller mindre rasjonelle beslutninger er det ved utarbeidelse av en handelsstrategi vanlig å legge inn en margin på pluss/minus 10 %. Dette innebærer at handelsstrategien ikke vil avhenge direkte av punkttestimatet, men et intervall som utarbeides på bakgrunn av punkttestimatet. Dette fører til at man som investor kan akseptere en viss grad av variasjon i verdiestimatet uten at dette får betydning for handelsbeslutningen.

Penman (2013) er opptatt av at man som investor skal være forsiktig å betale for risikofylt vekst. Oppdrettsbransjen har en del utfordringer som må overkommes for å kunne få ut sitt fulle potensiale i fremtiden. Dersom bransjen ikke overkommer de biologiske utfordringene (slik vi har antatt vil skje etter 2018) vil den begrensede tilbudsveksten kunne legge en demper på de fremtidige vekstmulighetene, noe som kan også få innvirkning på fremtidig margin via høye kostnader knyttet til bekjempelse av sykdom. Vi velger dermed å la vårt endelige verdiestimat bli et vektet gjennomsnitt mellom verdiestimatet fra den fundamentale analysen og det gjennomsnittlige verdiestimatet fra den komparative analysen. Når verdiestimatet etter den fundamentale verdsettelsen vektet med $\frac{2}{3}$ og verdiestimatet etter den komparative analysen vektet med $\frac{1}{3}$ får vi endelig verdiestimat på 163,22 NOK.

Det ble i sensitivitetsanalysen og simuleringen avdekket at usikkerhet rundt inputvariablene i modellene kan få betydelig utslag på verdiestimatet. Bransjen er også syklisk, noe som taler for at aksjeverdien til Marine Harvest vil variere mer enn gjennomsnittet. Samlet gjør dette at vi velger å øke marginen fra 10 % til 15 %. Dette betyr at dersom aksjeverdien per 31.12.2015 er lavere enn 138,73 NOK bør man investere i aksjen, mens for en aksjeverdi i intervallet 138,73 til 187,70 NOK anbefales det å holde på aksjen. Dersom verdien er over 187,70 NOK anbefales det i følge vår strategi å selge aksjen. Handelsstrategien er oppsummert i tabell 13-1.

Kjøp	Hold	Selg
< 138,73	138,73 - 187,70	> 187,70

Tabell 13-1: Handelsstrategi

Aksjekursen per 2.12.15 er vårt beste estimat på den observerbare aksjekursen per 31.12.15. Den 2.12.15 stod Marine Harvest aksjen i 119,20 NOK, og på bakgrunn av vår handelsstrategi vil vår anbefaling være kjøp av aksjen, ettersom vi mener at aksjen er undervurdert.

Litteraturliste

Artikler:

- Abarbnell, J. S. og Bernard, V. L. (1992) "Tests of Analysts Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price Behavior", *The Journal of Finance*, July 1992.
- Alvial, A., Kibenge, F., Forster, J., Burgos, J.M., Ibarra, R., St-Hilaire, S. (2012) The Recovery of the Chilean Salmon Industry: The ISA crisis and its consequences and lessons.
- Beaver, W. H. (1966) Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research* Vol. 4, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1966 (1966), pp. 71-111.
- Beisland, L. A. (2013) Equity valuation in practice: The influence of net financial expenses. *Accounting Forum*.
- Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M., (2003) Global Evidence on the Equity Risk Premium, *Journal of Applied Corporate Finance* 15 (4)(2003): 8-19.
- Giskeødegård, K. (2014) Norske sjømatelskaper som investeringsobjekt. *Praktisk økonomi og finans*, 2, s. 143-159.
- Gjesdal, F. (2007) Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 2, s. 3-17.
- Hammertrø, H., (2015) Regnskapsanalyse som rådgivningsverktøy: Kvalitetssikring og korrigering av regnskapstall. *Revisjon og regnskap*, 4, s. 18-22.
- Jordal, A. (2014) Laksebørsen Fish Pool. *Praktisk økonomi og finans*, 2, s. 160-167.
- Porter, M. E. (1979) How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review* 57, no. 2 (March-April 1979): 137-145.
- Porter, M. E. (2008) The five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review* 86, no.1 (January 2008): 78-93.
- Strandberg, B. E., Sellæg, F. E. (2014) Verdimåling av fisk etter IFRS. *Praktisk økonomi og finans*, 2, s. 117-129.

Bøker:

- Brealey, R. A., Myers, S. C. og Allen, F. (2011) *Principles of corporate finance*. 10th global edition. New York, McGraw-Hill/Irwin.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Gjesdal, F. og Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Grant, R. M., (2010). *Contemporary Strategy Analysis*. Chichester, 7th edition. West Sussex: United Kingdom: John Wiley & Sons.
- Jakobsen, E.W. og Lien, L.B. (2015) *Ekspansjon og konsernstrategi*. 2. utg. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Johnson, G., Whittington, R. og Scholes, K (2011). *Exploring Strategy*. 9th Edition. Prentice Hall.
- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011) *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Den Norske Revisorforening.
- Kinserdal, A., Dahl, G. A., Hansen, T., og Hoff, R., (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. & McKinsey & Company. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Kvifte, S., Johnsen, A. (2008) “*Konseptuelle rammeverk for regnskap*”. Oslo: Den Norske Revisorforening.
- Palepu, K. G., Healy, P. M. og Peek, E. (2013) *Business analysis and valuation. IFRS edition*. Third edition. Andover: Cengage Learning.
- Penman, S. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th ed. New York: McGraw-Hill.

Doktoravhandlinger:

- Heskestad, T. (2001) *Regnskapsmessige avskrivninger* [doktoravhandling]. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Forelesningsmaterieill:

Knivsflå, K. H. (2015) BUS440/MRR413A - *Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. NHH, Bergen. Tilgjengelig med passord fra: <<http://course.nhh.no/master/BUS440/>>

- [2015a]: *Forelesning 1 – Introduksjon*
- [2015b]: *Forelesning 2 – Strategi, regnskap og verdi*
- [2015c]: *Forelesning 3 – Regnskapsanalyse, ramme og trailing*
- [2015d]: *Forelesning 4 – Omgruppering for analyse*
- [2015e]: *Forelesning 5 – Omgruppering balanse og kontantstrøm*
- [2015f]: *Forelesning 6 – Regnskapsbasert måling og målefeil*
- [2015g]: *Forelesning 7 – Justering av målefeil*
- [2015h]: *Forelesning 8 – Kredittvurdering, syntetisk rating*
- [2015i]: *Forelesning 10 – Strategisk rentabilitetsanalyse*
- [2015j]: *Forelesning 13 – Fremtidsregnskap, ramme og driftsinntektsvekst*
- [2015k]: *Forelesning 15 - Fremtidskrav*
- [2015l]: *Forelesning 16 – Fundamental verdivurdering, EK-metoden*
- [2015m]: *Forelesning 17 – SK-metoden og verdikonvergens*
- [2015n]: *Forelesning 18 – Usikkerhet i verdiestimatet*

Internetsider:

Aadland, C. (2015) *Svakere resultater for Marine Harvest* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.sysla.no/2015/10/28/havbruk/svakere-resultat-for-marine-harvest_65831/> [Lest: 28. oktober 2015].

Akvakulturloven § 1 [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>> [Lest: 24. september 2015].

Asche, F., Roll, K., Tveterås, R. (2012) *FoU, innovasjon og produktivitetsvekst i havbruk* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.magma.no/fou-innovasjon-og-produktivitetsvekst-i-havbruk>> [Lest: 25. september 2015].

Berge (a), A. (2015) *Bommet med 102.000 tonn* [Internett]. Ilaks.no. Tilgjengelig fra <<http://www.ilaks.no/bommet-med-102-000-tonn/>> [Lest: 5. september 2015].

Berge (b), A. (2014). *Fem selskap med fôrfaktor under 1* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.ilaks.no/fem-selskap-med-forfaktor-under-1/>> [Lest: 11. november 2015].

Berge (c), A. (2014) *Refinansiering av lånebetingelser* [Internett]. Ilaks.no. Tilgjengelig fra: <<http://www.ilaks.no/refinansierer-lanebetingelsene/>> [Lest: 3. november 2015].

- Bersin, J. (2008) *Make Learning Part Of Your Business Strategy* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://joshbersin.com/2008/07/make-learning-part-of-your-business-strategy/>> [Lest: 5. november 2015].
- Cgma.org (2013) Porter's Five Forces of Competitive Position Analysis [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.cgma.org/Resources/Tools/essential-tools/Pages/porters-five-forces.aspx>> [Lest: 3. oktober 2015].
- Cermaq (a) (2013) *Konsernsjefens orientering* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://report2013.cermaq.com/#/no/selskapet/konsernsjefens-orientering>> [Lest: 20. september 2015].
- Cermaq (b) (2014) *Laksens livssyklus* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/msno-content-no/mainstream-norway/aquaculture/lifecycle/>> [Lest: 8. september 2015].
- Damodaran, A. (2015) *Country Default Spreads and Risk Premiums* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> [Lest: 5 november 2015].
- Fishpool.eu a, (2015) *Price history – weekly average* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>> [Lest: 20. oktober 2015].
- Fishpool.eu b, (2015). *Forward Prices* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>> [Lest: 5. desember 2015].
- FN-sambandet (2013). *Verdens befolkning* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.fn.no/Tema/Befolkning/Verdens-befolkning>> [Lest: 25. september].
- Furuset, A. (2014) *Oversikt: Konsepter for grønne konsesjoner* [Internett]. Intrafish.no. Tilgjengelig fra: <http://www.intrafish.no/gratis_nyheter/article1393956.ece> [Lest: 3. oktober 2015].
- Gov.uk (2015) *Corporation Tax rates and reliefs* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.gov.uk/corporation-tax-rates/rates>> [Lest 6. desember 2015].
- Guttormsen, A. G. (2008) *En blå revolusjon* [Internett]. Minervanett. Tilgjengelig fra: <<http://www.minervanett.no/en-bl-revolusjon/>> [Lest: 27. september 2015].
- Hallenstvedt, A. (2015). *Fiskeoppdrett* [Internett]. Store Norske Leksikon. Tilgjengelig fra: <<https://snl.no/fiskeoppdrett>> [Lest: 15. september 2015].
- Helsedirektoratet (2014) *Kostråd: Spis fisk oftere* [Internett]. Helsenorge.no. Tilgjengelig fra: <<https://helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere>> [Lest: 20. september 2015].

-
- Hvamstad, E. (2011). *Smoltuttak vil variere med laksepris* [Internett]. Hegnar.no. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/bors/artikkel440160.ece> [Lest: 15. september 2015].
- Iasplus.com IAS 16 – Property, Plant and Equipment [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias16>> [Lest: 1. november 2015].
- Iasplus.com IAS 34 - *Interim Financial Reporting* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.iasplus.com/en-gb/standards/ias/ias34>> [Lest: 1. oktober 2015].
- Iasplus.com IAS 38 - *Intangible assets* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias38>> [Lest: 5. november 2015].
- Iasplus.com IFRS 9 – Financial Instruments [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs9>> [Lest: 25. november 2015].
- Jacobsen, I. (2015) *Jakten på nye markeder for norsk sjømat* [Internett], E24.no. Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/kommentarer/fremtidens-norge/jakten-paa-nye-markeder-for-norsk-sjoemat/23387114>> [Lest: 27. september 2015].
- Kvistad, A. *En næring i rask teknologisk utvikling* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.laks.no/Informasjon/Artikler/En-naring-i-rask-teknologisk-utvikling/>> [Lest: 28. september 2015].
- Laksefakta (2013) *Laks og helse* [Internett]. Laksefakta.no. Tilgjengelig fra: <<http://www.laksefakta.no/Mattrygghet/Laks-p%C3%A5-bordet/Les-mer-om/Laks-og-helse>> [Lest: 11. september 2015].
- Laksetilordningsforskriften (2004) *Forskrift om tildeling, endring og bortfall av konsesjoner og lokaliteter for oppdrett av laks, ørret og regnbueørret*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-tildeling-endring-og-bortfa/id423996/>> [Lest: 23. september 2015]
- Lysvold, S. (2014). *Importstopp vil skape sjokkbølger* [Internett]. NRK.no. Tilgjengelig fra: <<http://www.nrk.no/nordland/-importstopp-vil-skape-sjokkbolger-1.11867680>> [Lest: 19. september].
- Marine Harvest. *Historie* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.marineharvest.no/about/historie/>> [Lest: 8. september 2015].
- Marine Harvest. *Laksens livssyklus* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.marineharvest.no/products/seafood-value-chain/>> [Lest: 8. september 2015].

-
- Maris, D. (2012) *What's Really Driving The Pharma M&A?* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.forbes.com/sites/davidmaris/2012/04/27/pharma-feeding-frenzy/> [Lest: 15. september 2015].
- Mathiesen, I. H. (2015) *Kina stopper laks fra Norge* [Internett]. Dagbladet. Tilgjengelig fra: <http://www.dagbladet.no/2015/03/18/nyheter/innenriks/laks/eksport/kina/38282967/> [Lest: 19. september 2015].
- Meld. St. 16 (2014-2015). *Bærekraftig og forutsigbar vekst for laks* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/barekraftig-og-forutsigbar-vekst-for-laks/id2401801/> [Lest 5 november 2015].
- Nasdaq.com (2015). *Marine Harvest ASA*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.nasdaq.com/symbol/mhg> [Lest: 20. desember 2015].
- Norges Bank. *Statsobligasjoner daglige noteringer* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> [Lest: 8. oktober 2015].
- Hovland, E. (2014) *Havbruk* [Internett] Tilgjengelig fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/> [Lest: 6. september 2015].
- NOU 2014: 13. *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/NOU-2014-13/id2342691/> [Lest: 29. oktober 2015].
- NRK (2015) *Selskapsskatt fra 27 til 22 prosent* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.nrk.no/nyheter/1.12589987> [Lest: 5. november 2015].
- Regjeringen.no (2009) *SRS 11 Anleggskontrakter* [Internett]. Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/vedlegg/okstyring/rundskriv/faste/srs-11_anleggskontrakter_desember_2009.pdf [Lest: 12. desember 2015].
- Reuters.com (2015). *Marine Harvest ASA*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=MHG.OL> [Lest: 20. desember 2015]
- Ripegut, H. (2015) *Akkurat nå ser det ikke så lovende ut* [Internett]. Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/10/28/1505/Marine-Harvest/-akkurat-n-ser-det-ikke-s-lovende-ut> [Lest: 30. oktober 2015].

-
- Rønningen, B. L. (2014) *SalMar er klar til å ta kjempemerdene til havs* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.hitra-froya.no/havbruk/article9263215.ece>> [Lest: 28. september 2015].
- Skatteloven § 2-38. *Lov om skatt av formue og inntekt*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL_3-4#§2-30> [Lest: 2. oktober 2015].
- Stabell, B. E. (2014) *En lysende fremtid for norsk laks* [Internett]. Fisketanker (Norges sjømatråds blogg). <<http://blogg.seafood.no/tag/voksende-middelklasse/>> [Lest: 27. september 2015].
- Stenheim, T. (2010) *Nye IFRS-krav til nedskrivning av goodwill* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.magma.no/nye-ifrs-krav-til-nedskrivning-av-goodwill>> [Lest: 25. oktober 2015].
- Sved, B. og Lynum, S. (2015). *Lakseoppdrett på land er like billig som til sjøs* [Internett]. Adresseavisen. Tilgjengelig fra: <<http://www.adressa.no/pluss/okonomi/article11441105.ece>> [Lest: 2. oktober 2015]
- Tradingeconomics.com (2015). *Chile Corporate Tax Rate* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.tradingeconomics.com/chile/corporate-tax-rate>> [Lest: 6. desember 2015]
- Yahoo Finance a, (2015) *Marine Harvest - Historical Prices* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=MHG.OL&a=00&b=3&c=2000&d=09&e=27&f=2015&g=m>> [Lest: 15. september].
- Yahoo Finance b, (2015) *Oslo Stock Exchange Benchmark Index - Historical Prices* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=OSEBX.OL&a=00&b=3&c=1983&d=09&e=27&f=2015&g=m>> [Lest: 15. september].
- Årsrapporter:**
- Cermaq, Årsrapporter 2010-2014. Tilgjengelig fra: <<http://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaqen/home/media/Annual+reports>>
- Empresas AquaChile, Financial Information. 2013-2014. Tilgjengelig fra: <<http://www.aquachile.com/en/investors/financial-information>>
- Grieg Seafood, Årsrapporter 2010-2014 og kvartalsrapporter 2014-2015. Tilgjengelig fra: <<http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>>

Lerøy, Årsrapporter 2010-2014. Tilgjengelig fra:

<https://www.leroyseafood.com/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Årsrapporter/>

Lerøy, Kvartalsrapporter 2014-2015. Tilgjengelig fra:

<https://www.leroyseafood.com/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Kvartalsrapporter/>

Marine Harvest, Årsrapporter 2010-2014. Tilgjengelig fra:

<http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Marine Harvest, Kvartalsrapporter 2014-2015. Tilgjengelig fra:

<http://www.SalMar.no/Investor/Rapporter/Kvartalsrapporter>

Multiexport Foods, Financial Statements 2010-2014. Tilgjengelig fra:

<http://www.multiexportfoods.com/sitio/index.php/en/shareholders/financial-statements>

SalMar, Årsrapporter 2010-2014. Tilgjengelig fra:

<http://www.SalMar.no/Investor/Rapporter/Årsrapporter>

SalMar, Kvartalsrapporter 2014-2015. Tilgjengelig fra:

<http://www.SalMar.no/Investor/Rapporter/Kvartalsrapporter>

Annet:

Guttormsen, A. (2013). *Hva påvirker laksepriser?* Tilgjengelig fra:

<http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>

SFI Handbook (2015) - Salmon Farming Industry Handbook (2015). Tilgjengelig fra:

<http://www.marineharvest.no/globalassets/investors/handbook/2015-salmon-industry-handbook.pdf>

Figuroversikt

FIGUR 2-1: HISTORISK VEKST OG FORVENTET VEKST FREMOVER (SFI HANDBOOK, 2015)	13
FIGUR 2-2: ÅRLIG LAKSETILBUD FRA CHILE I TUSEN TONN (SFI HANDBOOK, 2015)	14
FIGUR 2-3: VIKTIGE GEOGRAFISKE OMRÅDER FOR LAKSEOPPDRETT (SFI HANDBOOK, 2015)	15
FIGUR 2-4: OVERSIKT FORRETNINGSOMRÅDER MARINE HARVEST (SFI HANDBOOK, 2015)	17
FIGUR 2-5: OVERSIKT OVER DE 20 STØRSTE AKSJONÆRENE I MARINE HARVEST (MARINE HARVEST ÅRSRAPPORT 2014)	21
FIGUR 2-6: HISTORISK KURSUTVIKLING MARINE HARVEST OG HISTORISK UTVIKLING I LAKSEPRISEN (EGEN FIGUR, DATA (YAHOO FINANCE A, (2015) OG FISHPOOL.EU A, (2015))	22
FIGUR 2-7: OVERSIKT OVER DE STØRSTE PRODUSENTENE AV ATLANTISK LAKS (EGEN FIGUR OG TALL FRA SFI HANDBOOK, 2015) ..	26
FIGUR 3-1: EGENKAPITALMETODEN REPRESENTERT VED FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITALEN (KNIVSFLÅ, 2015L)	29
FIGUR 3-2: SELSKAPSKAPITALMETODEN REPRESENTERT VED FRI KONTANTSTRØM FRA DRIFT (KNIVSFLÅ, 2015M)	30
FIGUR 3-3: SELSKAPETS LIVSSYKLUS (BERSIN, 2008)	31
FIGUR 3-4: UTVIKLING OMSETNING OG PROFITT MARINE HARVEST	38
FIGUR 4-1: UTVIKLING I LAKSEPRIS FRA 2010 TIL 2015 (KILDE: EGEN FIGUR, DATA FRA FISHPOOL.EU A, 2015)	43
FIGUR 4-2: MARKEDSBALANSE MELLOM TILBUD OG ETTERSPORSEL ETTER LAKS 1995-2015E (GISKEØDEGÅRD, 2014)	44
FIGUR 4-3: PRISUTVIKLING INNSATSFAKTORER FØRPRODUKSJON (SFI HANDBOOK, 2015)	45
FIGUR 4-4: UTVIKLING VERDENS MIDDELKLASSE (GISKEØDEGÅRD K., 2014)	46
FIGUR 4-5: PORTERS FEM KREFTER (CGMA.ORG, 2013)	50
FIGUR 4-6: RELATIVE PRISFORSKJELLER PÅ SUBSTITUTTER INDEKSERT MOT LAKS (SFI HANDBOOK, 2015)	54
FIGUR 4-7: KOSTNADSSTRUKTUR OPPDRETTBRANSJEN(SFI HANDBOOK, 2015)	56
FIGUR 4-8: ILLUSTRASJON AV KONSENTRASJONEN I OPPDRETTBRANSJEN VERSUS FØRBRANSJEN	57
FIGUR 4-9: OPPSUMMERING VED BRUK AV SWOT-RAMMEVERKET	62
FIGUR 5-1: TRAILING SKATTEKOSTNAD (KNIVSFLÅ, 2015C)	71
FIGUR 5-2: FRA KREDITORORIENTERT TIL INVESTORORIENTERT BALANSE (FRITT ETTER: KALDESTAD OG MØLLER, 2011)	78
FIGUR 6-1: LIKVIDITETSGRAD 1 FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	89
FIGUR 6-2: RENTEDEKNINGSGRAD FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	91
FIGUR 6-3: EGENKAPITALANDELEN FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	92
FIGUR 6-4: NETTO DRIFTSRENTABILITET FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	93
FIGUR 7-1: EGENKAPITALRENTABILITET FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	97
FIGUR 7-2: DEKOMPONERING AVKASTNING PÅ EGENKAPITALEN (PENMAN, 2013)	98
FIGUR 7-3: NETTO DRIFTSRENTABILITET MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	100
FIGUR 7-4: NETTO FINANSIELL GJELDSRENTE FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	101
FIGUR 7-5: NETTO FINANSIELL GJELDSGRAD FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	102
FIGUR 7-6: SPREAD FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	102
FIGUR 7-7: EFFEKTEN AV FINANSIELL GEARING FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	103
FIGUR 7-8: OMLØPSHASTIGHET FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	105

FIGUR 7-9: DEKOMPONERING OMLØPSHASTIGHET	108
FIGUR 7-10: FINANSIELL GJELDSRENTE MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	110
FIGUR 7-11: AVKASTNING PÅ FINANSIELLE EIENDELER FOR MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN.....	111
FIGUR 8-1: WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC).....	113
FIGUR 8-2: CAPM (KALDESTAD OG MØLLER, 2011)	114
FIGUR 8-3: REGRESJONSMODELLEN SOM GIR MARINE HARVEST SIN BETAVERDI	119
FIGUR 9-1: UTVIKLING SLAKTET VOLUM AV LAKS OG VOLUM LAKS I SJØEN 2010-2014	130
FIGUR 9-2: NETTO FINANSIELL GJELDSANDEL MARINE HARVEST.....	136
FIGUR 10-1: SELSKAPSKAPITALMETODEN (KNIVSFLÅ, 2015M)	142
FIGUR 10-2: EGENKAPITALMETODEN REPRESENTERT VED FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITALEN (KNIVSFLÅ,2015L).....	143
FIGUR 10-3: EGENKAPITALMETODEN REPRESENTERT VED SUPERPROFIT TIL EGENKAPITALEN.....	144
FIGUR 10-4: VERDIKONVERGERING EGENKAPITALMETODEN OG SELSKAPSKAPITALMETODEN	146
FIGUR 11-1: USIKKERHET NETTO DRIFTSMARGIN PÅ HORIZONTEN	152
FIGUR 11-2: DRIFTSINNTAKSVÆKST	152
FIGUR 11-3: OMLØPSHASTIGHET TIL NETTO DRIFTSEIENDELER PÅ HORIZONTEN.....	153
FIGUR 11-4: USIKKERHET I RISIKOFRI RENTE	154
FIGUR 11-5: EGENKAPITALBETA	155
FIGUR 11-6: SIMULERING	157
FIGUR 11-7: VARIABLENES INNVIRKNING PÅ VERDIESTIMATET	158

Tabelloversikt

TABELL 5-1: VERDIJUSTERING BIOLOGISKE EIENDELER	75
TABELL 5-2: OMGRUPPERT OG NORMALISERT RESULTATREGNSKAP MARINE HARVEST 2010-2015T	77
TABELL 5-3: ÅRLIGE KOSTNADER TIL MARKEDSFØRING, SAMT FORSKNING OG UTVIKLING	84
TABELL 5-4: ILLUSTRASJON AV HVILKEN BETYDNING JUSTERINGENE AV MERKEVAREKAPITAL, SAMT FORSKNING OG UTVIKLING FÅR PÅ BALANSEN	85
TABELL 5-5: KAPITALISERING AV LEIE	86
TABELL 5-6: REGNSKAPSMESSIGE KONSEKVENSER AV KAPITALISERT LEIE	86
TABELL 5-7: OMGRUPPERT OG JUSTERT BALANSE FOR MARINE HARVEST 2010-2015T	87
TABELL 6-1: GRENSEVERDIER OG MEDIANVERDI FOR BEREKNING AV SYNTETISK RATING(KNIVSFLÅ, 2015H)	94
TABELL 6-2: KREDITTRISIKOPREMIE OG KONKURSSANNSYNLIGHET FOR SELSKAPER MED ULIK RATING (KNIVSFLÅ, 2015H)	95
TABELL 6-3: SYNTETISK RATING MARINE HARVEST OG OPPDRETTBRANSJEN	95
TABELL 7-1: DRIFTSRELATERT GEARING	101
TABELL 7-2: MARGINFORDEL/ULEMPE MARINE HARVEST	104
TABELL 7-3: FORDEL/ULEMPE I OMLØPSHASTIGHET	104
TABELL 7-4: UTVIKLING I NETTO DRIFTSMARGIN GJENNOM ANALYSEPERIODEN	107
TABELL 7-5: DEKOMPONERING AV OMLØPSHASTIGHET KNYTTET TIL DRIFTSRELATERTE POSTER	108
TABELL 8-1: MELLOMLANGE OG LANGE NORSKE STATSOBLIGASJONSRENTER (NORGES BANK, 2015)	116
TABELL 8-2: EGENKAPITALKRAVET I FREMTIDEN FØR VEKTENE OPPDATERES	125
TABELL 8-3: WACC I FREMTIDEN FØR VEKTENE OPPDATERES	125
TABELL 9-1: VEKST I DRIFTSINNTEKTER MARINE HARVEST MELLOM 2010-2015	128
TABELL 9-2: BUDSJETTERT OMLØPSHASTIGHET	132
TABELL 9-3: BUDSJETTERT NETTO DRIFTSMARGIN	134
TABELL 9-4: KALKULERING AV NETTO DRIFTSRESULTAT	135
TABELL 9-5: BUDSJETTERT NETTO FINANSIELL GJELDSRENTE	137
TABELL 9-6: FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITAL	138
TABELL 9-7: FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITALEN	139
TABELL 9-8: FREMTIDSRESULTATREGNSKAP, FREMTIDSBALANSE OG FRI KONTANTSTRØM	139
TABELL 10-1: UTREGNING AV VERDIESTIMAT PER AKSJE I MARINE HARVEST VED BRUK AV SELSKAPSKAPITALMETODEN REPRESENTERT VED FRI KONTANTSTRØM FRA DRIFT	143
TABELL 10-2: UTREGNING AV VERDIESTIMAT PER AKSJE I MARINE HARVEST VED BRUK AV EGENKAPITALMETODEN REPRESENTERT VED FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITALEN OG SUPERPROFIT TIL EGENKAPITALEN	145
TABELL 10-3: STEGVIS KONVERGERING MOT FELLES VERDIESTIMAT	146
TABELL 12-1: EV/EBITDA-MULTIPPEL	162
TABELL 12-2: VERDIESTIMAT MARINE HARVEST AKSJE VED BRUK AV EV/EBITDA MULTIPPEL	162
TABELL 12-3: P/B-MULTIPPEL	163
TABELL 12-4: VERDIESTIMAT MARINE HARVEST AKSJE VED BRUK AV PRIS/BOK MULTIPPEL	164

TABELL 12-5: EV/SALG-MULTIPPEL	164
TABELL 12-6: VERDIESTIMAT MARINE HARVEST AKSJE VED BRUK AV EV/SALG MULTIPPEL.....	165
TABELL 12-7: GJENNOMSNIITTLIG VERDIESTIMAT FOR MARINE HARVEST PÅ BAKGRUNN AV DE TRE VALGTE MULTIPLENE	166
TABELL 13-1: HANDELSSTRATEGI	170

14. Appendix

14.1 Resultatregnskap og balanse for Marine Harvest 2010-2014

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014
Inntekter	15 281 200	15 757 400	15 420 400	19 177 300	25 300 400
Andre inntekter	-	375 400	43 200	22 100	230 900
Totale inntekter	15 281 200	16 132 800	15 463 600	19 199 400	25 531 300
Materialkostnader	- 7 780 700	- 8 398 600	- 9 666 500	- 9 998 500	- 13 677 400
Lønnskostnader	- 2 202 500	- 2 177 800	- 2 418 700	- 2 674 300	- 3 320 900
Andre driftskostnader	- 1 453 800	- 2 063 200	- 2 163 500	- 2 581 900	- 3 350 000
Avskrivning	- 653 000	- 666 700	- 677 200	- 762 500	- 966 800
Korrigerig virkelig verdi biomasse	-	- 3 250 600	- 1 575 900	- 4 323 700	- 5 518 500
Verdijustering biomasse	1 091 700	1 736 600	1 926 000	6 118 300	5 007 700
Tapskontrakter	- 14 300	- 5 800	- 6 100	- 124 700	- 23 700
Restrukturering	- 4 400	- 21 800	- 800	- 272 800	- 52 900
Nedskrivning	- 5 000	- 67 000	- 500	- 65 000	- 24 100
Nettoresultat tilknyttet selskap	202 000	8 500	88 300	221 800	149 500
Andre ikke-operasjonelle størrelser	-	-	-	74 400	168 200
EBIT	4 461 200	1 209 400	968 700	4 661 700	3 633 400
Finanskostnad	- 380 300	- 405 800	- 382 800	- 640 200	- 544 600
Netto valutaeffekter	366 700	236 400	523 300	311 700	388 400
Andre finansielle størrelser	- 195 300	342 900	320 000	252 400	1 213 700
Resultat før skatt	4 252 300	1 382 900	789 200	3 457 400	1 486 700
Skattekostnad	- 1 143 900	- 261 700	- 376 500	- 1 026 800	- 752 000
Resultat etter skatt	3 108 400	1 121 200	412 700	2 430 600	734 700
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	91 900	204 800
Årsresultat	3 108 400	1 121 200	412 700	2 522 500	939 500
Andre fullstendige resultatelement	148 200	- 24 200	- 408 700	581 200	827 700
Totalresultat	3 256 600	1 097 000	4 000	3 103 700	1 767 200

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler					
Anleggsmidler					
<i>Immaterielle eiendeler</i>					
Lisenser	5 442 500	5 577 500	5 435 400	6 036 100	6 514 900
Goodwill	2 111 600	2 146 100	2 115 500	2 374 900	2 416 900
Utsatt skattefordel	118 600	160 100	73 900	178 800	147 300
Andre immaterielle eiendeler	132 900	123 100	114 200	188 400	166 500
Totale immaterielle eiendeler	7 805 600	8 006 800	7 739 000	8 778 200	9 245 600
<i>Varige driftsmidler</i>					
Tomter, bygninger og fast eiendom	3 885 100	4 167 500	4 111 900	6 677 200	8 257 200
Investering i tilknyttet selskap	678 900	624 400	647 300	900 400	978 200
Andre andeler	124 200	92 100	1 008 600	132 100	166 100
Andre anleggsmidler	2 600	25 800	73 200	8 800	14 500
Totale varige driftsmidler	4 690 800	4 909 800	5 841 000	7 718 500	9 416 000
Totale annleggsmidler	12 496 400	12 916 600	13 580 000	16 496 700	18 661 600
Omløpsmidler					
Inventar	775 800	783 000	819 700	1 751 100	2 400 800
Biologiske eiendeler	7 278 100	6 285 200	6 207 900	9 536 600	10 014 000
Kunderfordringer	1 844 900	1 914 900	1 782 000	3 191 400	3 360 200
Andre fordringer	814 700	609 800	592 700	1 086 500	1 110 500
Konter med restriksjoner	74 800	66 000	89 300	167 100	213 100
Bankinnskudd	244 100	213 100	246 000	439 100	1 195 200
Totale omløpsmidler	11 032 400	9 872 000	9 737 600	16 171 800	18 293 800
Eiendeler holdt for salg	-	-	-	1 059 100	19 000
Totale eiendeler	23 528 800	22 788 600	23 317 600	33 727 600	36 974 400
NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital					
Majoritet	12 500 200	10 766 300	11 619 700	16 318 500	14 702 200
Minoritet	70 500	75 800	69 000	27 800	16 000
Total egenkapital	12 570 700	10 842 100	11 688 700	16 346 300	14 718 200
<i>Langsiktig gjeld</i>					
Utsatt skatt	2 237 900,00	2 351 900,00	2 543 700,00	3 365 000,00	3 568 900,00
Rentebærende gjeld	5 107 300,00	6 589 400,00	5 338 500,00	7 710 200,00	10 669 100,00
Rentefri gjeld	571 100,00	99 300,00	414 700,00	976 200,00	2 334 400,00
Total langsiktig gjeld	7 916 300,00	9 040 600,00	8 296 900,00	12 051 400,00	16 572 400,00
<i>Kortsiktig gjeld</i>					
Utsatt skatt	49 700,00	86 600,00	26 200,00	252 600,00	525 200,00
Rentebærende gjeld	429 700,00	157 000,00	377 800,00	686 700,00	7 000,00
Leverandørgjeld	1 450 200,00	1 481 800,00	1 452 500,00	2 232 600,00	2 039 200,00
Annen kortsiktig gjeld	1 112 200,00	1 180 300,00	1 475 400,00	1 967 700,00	3 112 300,00
Total kortsiktig gjeld	3 041 800,00	2 905 700,00	3 331 900,00	5 139 600,00	5 683 700,00
Forpliktelser holdt for salg	-	-	-	190 500,00	-
Total egenkapital og gjeld	23 528 800,00	22 788 400,00	23 317 500,00	33 727 800,00	36 974 300,00

14.2 Betautregning: Månedlig avkastning Marine Harvest og Oslo Børs (Yahoo Finance (a), Yahoo Finance (b)).

Dato	OSEBX		Marine Harvest	
	Sluttkurs	Avkastning	Sluttkurs	Avkastning
Oct. 2015	622,98	7,08 %	108,90	0,46 %
sep.15	581,79	-2,07 %	108,40	8,62 %
aug.15	594,10	-7,02 %	99,80	-1,09 %
jul.15	638,93	1,56 %	100,90	12,24 %
jun.15	629,11	-2,90 %	89,90	0,28 %
May. 2015	647,92	1,34 %	89,65	-2,61 %
apr.15	639,37	3,26 %	92,05	-0,54 %
mar.15	619,20	0,58 %	92,55	-4,34 %
feb.15	615,65	2,30 %	96,75	-3,51 %
jan.15	601,80	4,47 %	100,27	-1,36 %
Dec. 2014	576,04	1,71 %	101,65	3,42 %
nov.14	566,34	-3,24 %	98,29	4,19 %
Oct. 2014	585,28	-3,95 %	94,34	12,22 %
sep.14	609,38	-0,13 %	84,07	2,70 %
aug.14	610,17	-0,35 %	81,86	-2,27 %
jul.14	612,29	-0,91 %	83,76	2,45 %
jun.14	617,89	2,09 %	81,76	10,34 %
May. 2014	605,26	4,65 %	74,10	4,26 %
apr.14	578,37	2,92 %	71,07	7,37 %
mar.14	561,95	1,12 %	66,19	2,19 %
feb.14	555,72	3,73 %	64,77	-6,43 %
jan.14	535,73	-2,39 %	69,22	-2,30 %
Dec. 2013	548,86	1,12 %	70,85	4,53 %
nov.13	542,79	1,96 %	67,78	1,33 %
Oct. 2013	532,33	6,09 %	66,89	8,73 %
sep.13	501,76	1,00 %	61,52	12,92 %
aug.13	496,79	0,29 %	54,48	-4,29 %
jul.13	495,37	5,67 %	56,92	-3,57 %
jun.13	468,79	-4,66 %	59,03	0,65 %
May. 2013	491,71	2,41 %	58,65	2,00 %
apr.13	480,13	1,89 %	57,50	10,20 %
mar.13	471,21	-0,39 %	52,18	-9,93 %
feb.13	473,07	1,56 %	57,93	10,51 %
jan.13	465,79	4,89 %	52,42	6,83 %
Dec. 2012	444,09	0,45 %	49,07	3,44 %
nov.12	442,08	-0,02 %	47,44	10,51 %
Oct. 2012	442,18	-0,84 %	42,93	-3,25 %
sep.12	445,92	2,46 %	44,37	3,16 %
aug.12	435,22	2,81 %	43,01	11,37 %
jul.12	423,32	3,99 %	38,62	-4,41 %
jun.12	407,09	5,91 %	40,40	41,36 %
May. 2012	384,36	-8,75 %	28,58	1,56 %
apr.12	421,21	-1,27 %	28,14	-0,11 %
mar.12	426,61	-0,75 %	28,17	-2,02 %
feb.12	429,85	8,18 %	28,75	-5,77 %
jan.12	397,36	3,22 %	30,51	23,12 %
Dec. 2011	384,95	1,08 %	24,78	3,51 %
nov.11	380,85	-0,88 %	23,94	0,34 %
Oct. 2011	384,22	10,32 %	23,86	-3,44 %
sep.11	348,28	-7,98 %	24,71	-17,58 %
aug.11	378,47	-9,38 %	29,98	-0,17 %
jul.11	417,65	-0,88 %	30,03	-27,57 %
jun.11	421,34	-4,44 %	41,46	-18,67 %
May. 2011	440,91	-1,53 %	50,98	-22,32 %
apr.11	447,74	0,52 %	65,63	0,88 %
mar.11	445,42	-0,17 %	65,06	4,48 %
feb.11	446,16	3,70 %	62,27	1,15 %
jan.11	430,24	-2,16 %	61,56	5,36 %
Dec. 2010	439,72	11,02 %	58,43	6,84 %
nov.10	396,07	-2,11 %	54,69	-0,78 %
Oct. 2010	404,62	6,08 %	55,12	13,56 %
sep.10	381,43	8,16 %	48,54	6,52 %
aug.10	352,66	-1,60 %	45,57	5,39 %
jul.10	358,41	9,23 %	43,24	5,39 %
jun.10	328,12	-4,68 %	41,03	-16,38 %
May. 2010	344,23	-10,13 %	49,07	-4,85 %
apr.10	383,02		51,57	

14.3 Skatteberegninger

Beregning av driftsskattesats

		Driftsskattesats					
År		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Normal skattekostnad		- 1 143,90	- 261,70	- 376,50	- 1 026,80	- 752,00	230,33
Finanskostnadsskatt		104,68	124,44	115,70	188,76	168,37	163,61
Normal finansinntektsskatt		3,20	4,97	24,25	28,78	7,07	6,83
Unormal finansinntektsskatt		127,03	- 8,51	- 36,90	- 14,90	- 131,65	-105,25
Fordelt til finans		234,91	120,90	103,04	202,64	43,79	65,20
Driftsrelatert skattekostnad		- 908,99	- 140,80	- 273,46	- 824,17	- 708,21	295,53
Driftsresultat før skatt		4 471,01	3 409,50	522,15	5 216,04	4 901,85	2764,00
Unormalt driftsresultat		- 23,70	- 94,60	- 7,40	- 536,90	- 221,50	-39,70
Driftsskattesats(dss)		-20 %	-4 %	-53 %	-18 %	-15 %	11 %
Median	-24 %						

Beregning av netto finanskostnad

		Finanskostnadsskatt					
År		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finanskostnad		- 387,70	- 460,90	- 428,50	- 699,10	- 623,60	- 605,98
Finanskostnadsskatt		104,68	124,44	115,70	188,76	168,37	163,61
Netto finanskostnad		- 283,02	- 336,46	- 312,81	- 510,34	- 455,23	- 442,36

Beregning av finansinntektsskatt

		Finansinntektsskatt					
År		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Renteinntekter		12,00	13,10	- 0,90	25,00	30,30	32,40
Skatt	27 %	3,24	3,54	- 0,24	6,75	8,18	8,75
Skattefri finansinntekt		5,80	14,50	135,60	134,90	9,00	5,54
Totale finansinntekter		17,80	27,60	134,70	159,90	39,30	37,94
Finansinntektsskatt		18 %	13 %	0 %	4 %	21 %	23 %
Tidsvektet gjennomsnitt	18 %						

Beregning av unormalt netto finansresultat

		Unormal finansinntektsskatt					
År		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormalt finansresultat		705,70	- 47,30	- 205,00	- 82,80	- 731,40	- 584,70
Unormal finansinntektsskatt	18 %	- 127,03	8,51	36,90	14,90	131,65	105,25
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet		-	-	-	91,90	204,80	-
Andre finansielle resultatelement		148,20	- 24,20	- 408,70	581,20	827,70	162,00
Unormalt netto finansresultat		726,87	- 62,99	- 576,80	605,20	432,75	- 317,45

Beregning av unormalt netto driftsresultat

		Unormalt netto driftsresultat					
År		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormal driftsinntekt		-	-	-	-	-	-
Unormale driftskostnader		- 23,70	- 94,60	- 7,40	- 462,50	- 53,30	- 61,40
Skatt		5,69	22,70	1,78	111,00	12,79	14,74
Diskontinuerlig virksomhet netto		-	-	-	91,90	204,80	- 1,90
Unormal skatt på normalt driftsresultat		- 70,86	556,58	- 251,19	225,05	424,44	893,69
Unormalt netto driftsresultat		- 88,87	484,68	- 256,81	- 34,55	588,74	845,13

14.4 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for Lerøy Seafood 2010-2015T

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015 T
Inntekter	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 818 519	12 696 874	13 328 226
Andre inntekter	-	-	-	-	-	-
Totale inntekter	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 818 519	12 696 874	13 328 226
Materialkostnader	- 5 612 160	- 5 866 180	- 6 442 319	- 6 781 433	- 8 003 339	- 9 066 732
Lønnskostnader	- 777 845	- 967 789	- 1 031 872	- 1 094 464	- 1 270 880	- 1 521 752
Andre driftskostnader	- 691 791	- 858 107	- 853 884	- 1 004 148	- 1 262 518	- 1 542 973
Avskrivning	- 219 624	- 271 899	- 291 768	- 307 175	- 369 480	- 388 761
Driftsresultat før verdijustering	1 586 251	1 212 898	483 098	1 631 299	1 790 657	808 008
Verdiendring biologiske eiendeler	378 697	278 086	186 729	55 601	232 658	87 944
Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat egen virksomhet	1 964 948	1 490 984	669 827	1 686 900	2 023 315	895 952
Driftsrelatert skattekostnad(24%)	- 471 588	- 357 836	- 160 758	- 404 856	- 485 596	- 215 028
Netto driftsresultat egen virksomhet	1 493 361	1 133 148	509 068	1 282 044	1 537 720	680 923
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	73 724
Netto driftsresultat	1 615 367	1 152 889	533 899	1 474 232	1 629 659	754 647
Netto finansinntekt	12 194	30 097	24 800	13 104	15 334	17 183
Netto finanskostnad	- 59 737	- 88 929	- 93 944	- 87 788	- 90 687	- 96 667
Netto minoritetsresultat	10 062,00	- 4 028,00	10 963,00	153 043,00	48 557,00	-
Normalt nettoresultat til egenkapital	1 557 761	1 098 085	453 791	1 246 505	1 505 749	675 163
Unormalt netto driftsresultat	- 39 364	201 525	- 46 411	- 139 390	272 599	199 122
Unormalt netto finansresultat	1 681	- 3 966	- 41 322	78 954	- 8 514	40 593
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	1 520 078	1 295 644	366 058	1 186 069	1 769 834	914 879

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Eiendeler						
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 784 784	6 059 424	6 427 800	7 137 202	7 552 598	7 773 031
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 169 442	4 405 705	4 651 459	5 230 457	5 570 948	5 040 561
Totale driftsrelaterte eiendeler	9 954 226	10 465 129	11 079 259	12 367 659	13 123 546	12 813 592
Finansielle anleggsmidler	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	8 301
Finansielle omløpsmidler	1 533 378	1 745 824	1 281 880	1 188 705	1 662 964	1 379 784
Totale finansielle eiendeler	1 556 367	1 768 997	1 300 161	1 194 258	1 671 030	1 388 085
Totale eiendeler	11 510 593	12 234 126	12 379 420	13 561 917	14 794 576	14 201 677
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital majoritet	5 901 506	6 139 974	6 018 085	6 694 892	7 350 658	6 725 430
Egenkapital minoritet	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	781 536
Total egenkapital	6 450 070	6 674 905	6 667 466	7 488 639	8 167 940	7 506 966
Langsiktig driftsgjeld	1 310 236	1 292 297	1 395 404	1 401 327	1 521 555	1 443 733
Kortsiktig driftsgjeld	1 107 758	1 089 656	982 517	1 483 434	1 458 659	1 582 142
Total driftsrelatert gjeld	2 417 994	2 381 953	2 377 921	2 884 761	2 980 214	3 025 875
Langsiktig finansiell gjeld	2 223 013	2 436 533	2 447 558	2 393 503	2 899 098	2 711 225
Kortsiktig finansiell gjeld	758 097	1 046 387	1 142 287	987 648	882 871	957 610
Total finansiell gjeld	2 981 110	3 482 920	3 589 845	3 381 151	3 781 969	3 668 835
Total gjeld	5 399 104	5 864 873	5 967 766	6 265 912	6 762 183	6 694 710
Total egenkapital og gjeld	11 849 174	12 539 779	12 635 232	13 754 551	14 930 123	14 201 676

14.5 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for SalMar 2010-2015T

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015 T
Inntekter	3 399 868	3 800 204	4 180 414	6 228 305	7 160 010	7 321 726
Andre inntekter	29 564	33 299	24 377	17 555	25 877	-
Totale inntekter	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 321 726
Materialkostnader	- 1 497 069	- 1 977 268	- 2 324 759	- 3 051 195	- 3 175 292	- 4 071 123
Lønnskostnader	- 313 290	- 391 745	- 483 215	- 623 053	- 710 430	- 737 476
Andre driftskostnader	- 482 146	- 666 243	- 842 861	- 1 080 044	- 1 137 534	- 1 286 592
Avskrivning	- 111 918	- 151 443	- 192 935	- 226 462	- 280 850	- 332 848
Driftsresultat før verdijustering	1 025 009	646 804	361 021	1 265 106	1 881 781	893 688
Verdiendring biologiske eiendeler	366 822	167 956	516 601	654 299	35 954	96 231
Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat egen virksomhet	1 391 831	814 760	877 622	1 919 406	1 917 735	989 919
Driftsrelatert skattekostnad(24%)	- 306 203	- 179 247	- 193 077	- 422 269	- 421 902	- 217 782
Netto driftsresultat egen virksomhet	1 085 628	635 513	684 545	1 497 136	1 495 834	772 136
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	38 736
Netto driftsresultat	1 232 993	733 512	778 454	1 655 116	1 591 970	810 872
Netto finansinntekt	19 790	6 601	43 569	315 138	9 103	46 390
Netto finanskostnad	- 48 590	- 86 867	- 137 891	- 123 126	- 90 905	- 74 903
Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	-
Normalt nettoresultat til egenkapital	1 192 893	650 729	670 060	1 733 793	1 487 190	782 360
Unormalt netto driftsresultat	25 597	139 122	85 379	161 429	6 667	20 130
Unormalt netto finansresultat	- 33 871	- 1 121	- 42 763	74 645	62 063	34 800
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	1 184 619	788 730	712 676	1 969 868	1 555 920	837 290

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Eiendeler						
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 834 798	4 445 736	4 827 222	4 741 127	5 449 486	5 514 567
Driftsrelaterte omløpsmidler	2 208 314	2 570 805	3 318 817	3 842 178	4 139 117	4 116 036
Totale driftsrelaterte eiendeler	6 043 112	7 016 541	8 146 039	8 583 305	9 588 603	9 630 602
Finansielle anleggsmidler	13 702	5 371	19 789	5 609	13 922	14 698
Finansielle omløpsmidler	243 328	192 614	300 837	1 288 582	459 607	233 500
Totale finansielle eiendeler	257 030	197 985	320 626	1 294 191	473 529	248 198
Totale eiendeler	6 300 142	7 214 526	8 466 665	9 877 496	10 062 132	9 878 801
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital majoritet	2 416 994	2 400 817	3 103 717	4 672 167	5 024 678	5 458 528
Egenkapital minoritet	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	60 300
Total egenkapital	2 535 005	2 523 045	3 240 017	5 009 975	5 085 300	5 518 828
Langsiktig driftsgjeld	1 190 534	848 057	968 600	1 181 705	1 244 332	1 057 679
Kortsiktig driftsgjeld	547 153	532 181	812 965	635 231	875 081	855 651
Total driftsrelatert gjeld	1 737 687	1 380 238	1 781 565	1 816 936	2 119 413	1 913 330
Langsiktig finansiell gjeld	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 446 237	2 191 562	1 736 028
Kortsiktig finansiell gjeld	158 276	627 949	749 803	589 742	657 893	702 749
Total finansiell gjeld	2 027 449	2 829 946	2 973 231	3 035 979	2 849 455	2 438 777
Total gjeld	3 765 136	4 210 184	4 754 796	4 852 915	4 968 868	4 352 107
Total egenkapital og gjeld	6 300 141	6 733 228	7 994 813	9 862 890	10 054 167	9 870 936

14.6 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for Grieg Seafood 2010-2015T

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015 T
Inntekter	2 446 490	2 046 991	2 050 065	2 404 215	2 665 284	2 706 945
Andre inntekter	10 161	16 568	28 217	20 827	9 943	32 574
Totale inntekter	2 456 651	2 063 559	2 078 282	2 425 042	2 675 227	2 739 519
Materialkostnader	- 942 530	- 889 677	- 1 202 314	- 968 978	- 1 153 526	- 1 258 668
Lønnskostnader	- 238 409	- 238 382	- 276 103	- 302 223	- 339 592	- 412 162
Andre driftskostnader	- 589 558	- 594 732	- 631 104	- 661 919	- 748 065	- 863 580
Avskrivning	- 119 722	- 142 933	- 163 871	- 138 432	- 144 038	- 185 527
Driftsresultat før verdijustering	566 432	197 835	- 195 110	353 490	290 006	19 582
Verdiendring biologiske eiendeler	- 177 556	342 731	- 210 585	37 371	66 452	-
Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat egen virksomhet	388 876	540 565	- 405 696	390 860	356 458	19 582
Driftsrelatert skattekostnad(24%)	- 93 330	- 129 736	97 367	- 93 806	- 85 550	- 4 700
Netto driftsresultat egen virksomhet	295 546	410 830	- 308 329	297 054	270 908	14 882
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	7 590	25 165	- 913	2 244	2 865	2 071
Netto driftsresultat	303 136	435 995	- 309 242	299 298	273 773	16 953
Netto finansinntekt	1 200	2 411	2 021	2 586	3 906	3 246
Netto finanskostnad	- 37 493	- 41 427	- 75 513	- 73 414	- 67 990	- 71 079
Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-
Normalt nettoresultat til egenkapital	266 843	396 979	- 382 733	228 470	209 690	- 50 880
Unormalt netto driftsresultat	- 78 964	201 952	- 42 237	- 20 139	111 243	144 246
Unormalt netto finansresultat	47 536	16 232	- 37 847	62 351	119 237	43 082
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	235 415	615 163	- 462 817	270 682	440 170	136 449

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015T
Eiendeler						
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 985 799	2 327 946	2 337 444	2 409 653	2 734 668	2 809 474
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 856 067	2 166 075	1 854 802	1 953 653	2 110 569	2 442 509
Totale driftsrelaterte eiendeler	3 841 866	4 494 022	4 192 246	4 363 306	4 845 237	5 251 983
Finansielle anleggsmidler	557	1 307	1 337	1 392	1 518	-
Finansielle omløpsmidler	186 992	218 381	291 184	218 446	201 290	365 227
Totale finansielle eiendeler	187 549	219 688	292 521	219 838	202 808	365 227
Totale eiendeler	4 029 415	4 713 710	4 484 767	4 583 144	5 048 045	5 617 210
Egenkapital og gjeld						
Egenkapital majoritet	1 958 286	2 047 429	1 782 506	1 939 531	2 164 295	2 157 207
Egenkapital minoritet	-	-	-	-	-	-
Total egenkapital	1 958 286	2 047 429	1 782 506	1 939 531	2 164 295	2 157 207
Langsiktig driftsgjeld	529 453	666 050	573 103	599 538	623 236	646 131
Kortsiktig driftsgjeld	278 409	325 710	265 839	340 955	364 179	602 073
Total driftsrelatert gjeld	807 862	991 760	838 942	940 493	987 415	1 248 204
Langsiktig finansiell gjeld	839 260	793 343	1 141 261	1 044 953	1 221 232	1 230 810
Kortsiktig finansiell gjeld	424 005	880 984	722 059	658 168	675 102	980 987
Total finansiell gjeld	1 263 265	1 674 327	1 863 320	1 703 121	1 896 334	2 211 797
Total gjeld	2 071 127	2 666 087	2 702 262	2 643 614	2 883 749	3 460 001
Total egenkapital og gjeld	4 029 413	4 713 517	4 484 768	4 583 145	5 048 044	5 617 208

14.7 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for Cermaq 2010-2014

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014
Inntekter	9 990 528	11 634 344	3 280 605	5 155 315	5 616 143
Andre inntekter	-	-	-	-	-
Totale inntekter	9 990 528	11 634 344	3 280 605	5 155 315	5 616 143
Materialkostnader	- 6 271 245	- 7 447 360	- 7 967	- 2 197 544	- 2 446 471
Lønnskostnader	- 723 195	- 828 628	- 633 745	- 774 381	- 740 036
Andre driftskostnader	- 1 311 455	- 1 663 983	- 1 010 563	- 1 422 391	- 1 678 855
Avskrivning	- 345 910	- 320 014	- 196 569	- 251 128	- 281 602
Driftsresultat før verdijustering	1 338 723	1 374 359	1 431 761	509 871	469 179
Verdiendring biologiske eiendeler	332 986	341 638	927 225	102 613	426 766
Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring	-	-	-	-	-
Driftsresultat egen virksomhet	1 671 708	1 715 998	2 358 986	612 484	895 945
Driftsrelatert skattekostnad(24%)	- 401 210	- 411 839	- 566 157	- 146 996	- 215 027
Netto driftsresultat egen virksomhet	1 270 498	1 304 158	1 792 829	465 488	680 918
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	31 634	36 917	12 567	11 083	6 781
Netto driftsresultat	1 302 132	1 341 075	1 805 396	476 571	687 699
Netto finansinntekt	6 230	11 276	3 205	19 526	9 404
Netto finanskostnad	- 66 578	- 58 642	- 58 003	- 148 453	- 101 302
Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-
Normalt nettoresultat til egenkapital	1 241 783	1 293 709	1 750 598	347 644	595 801
Unormalt netto driftsresultat	- 27 749	199 977	314 683	- 110 420	193 869
Unormalt netto finansresultat	51 909	115 798	- 239 790	330 998	446 025
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	1 265 943	1 609 484	1 825 491	568 221	1 235 695

NOK (1000)	2010	2011	2012	2013	2014
Eiendeler					
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 761 542	5 118 962	5 914 257	4 345 587	5 416 591
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 172 350	5 132 964	6 606 114	4 482 278	5 386 589
Totale driftsrelaterte eiendeler	8 933 891	10 251 926	12 520 371	8 827 864	10 803 179
Finansielle anleggsmidler	195 686	106 134	20 558	9 553	120 303
Finansielle omløpsmidler	632 759	602 724	768 905	5 176 189	579 194
Totale finansielle eiendeler	828 445	708 858	789 463	5 185 742	699 497
Totale eiendeler	9 762 336	10 960 784	13 309 834	14 013 606	11 502 676
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital majoritet	5 658 526	6 356 857	6 361 841	9 538 211	5 420 006
Egenkapital minoritet	23 247	45 853	41 626	23 540	1 508
Total egenkapital	5 681 773	6 402 710	6 403 467	9 561 751	5 421 514
Langsiktig driftsgjeld	1 037 150	1 145 623	1 351 918	1 237 630	1 427 011
Kortsiktig driftsgjeld	1 384 233	1 898 183	2 042 237	1 095 322	1 047 922
Total driftsrelatert gjeld	2 421 383	3 043 806	3 394 155	2 332 952	2 474 933
Langsiktig finansiell gjeld	1 618 107	1 411 653	3 236 723	1 911 608	3 336 487
Kortsiktig finansiell gjeld	41 074	102 616	275 489	207 296	272 759
Total finansiell gjeld	1 659 181	1 514 269	3 512 212	2 118 904	3 609 246
Total gjeld	4 080 564	4 558 075	6 906 367	4 451 856	6 084 179
Total egenkapital og gjeld	9 762 336	10 960 785	13 309 834	14 013 606	11 502 677