



Marine Harvest Group

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Sondre Storli og Vetle Gullaksen Veiteberg

Veileder: Are Oust

Selvstendig oppgave – 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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne masterutredningen er utarbeidet som en del av vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Valget for masterutredning falt på *analyse og verdsettelse av et børsnotert selskap*, ettersom begge forfatterne har en stor interesse for fagområdet.

Utredningen er basert på Kjell Henry Knivsflås masterkurs *MRR413A/BUS440 Regnskapsanalyse og verdivurdering* våren 2017.

Arbeidet med masterutredningen har vært en lang og krevende prosess, og vi har fått erfare at en bred økonomisk forståelse er viktig ved gjennomførelsen av en verdivurdering.

Kunnskapen vi har tilegnet oss i ulike kurs ved NHH, både på bachelor- og masterstudiet, har dermed vært til stor hjelp. Selv om prosessen til tider har vært utfordrende sitter vi igjen med en dypere innsikt om verdsettelsesprosessen, samt hvilke drivere som er med på å påvirke et verdiesimat.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Are Oust for gode og konstruktive tilbakemeldinger og diskusjoner gjennom våren.

Bergen, juni 2017



Sondre Storli



Vetle Gullaksen Veiteberg

Abstract

The purpose of this master's thesis is to conduct a valuation of the common stockholder equity in Marine Harvest on December 31, 2016. The valuation will be based on a fundamental valuation, supplemented by a method of comparables. In the fundamental valuation we have identified the underlying economic conditions of Marine Harvest, in order to forecast the pro forma financial statement. The discounted cash flows are then used to provide an estimated value. In the method of comparables we have used the method of multiples to provide a supplementary valuation.

To provide the reader with the insight required for the thesis, we start with a presentation of the fish farming industry and Marine Harvest. The first part of the fundamental valuation is a strategic analysis of Marine Harvest. Using the PESTEL analysis and Porter's five forces, we reveal opportunities and threats to the fish farming industry. We use the SVIMA framework to conduct an analysis of the resources of Marine Harvest. The results of the strategic analysis are used to identify the sources of the historical strategic advantage of 13.3%.

In Chapters 9 and 10, we forecast the pro forma financial statement based on the normalized financial statements from the accounting analysis. Our calculations give Marine Harvest a future strategic advantage of 6.9%. We then prepared value estimates using the equity method, the capital employed method and the net operating requirement method. After a convergence of the value estimates and an analysis of uncertainty, we concluded with an estimated value of 130,053 NOK per share. Our final estimate using the method of comparables was NOK 154.26 per share.

By weighting the fundamental value estimate by 70% and the comparative value estimate by 30%, we concluded with a final value estimate of 137.32 NOK per share and thus a sell recommendation.

Sammendrag

Formålet ved denne masterutredningen er å gi et verdiestimat på egenkapitalen i Marine Harvest den 31.12.2016. Verdiestimatet vil bygge på en fundamental verdsettelse, supplert av en komparativ verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen har vi identifisert de underliggende økonomiske forholdene i Marine Harvest for å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. De neddiskonterte kontantstrømmene anvendes deretter til å gi et verdiestimat. Ved den komparative verdsettelsen har vi benyttet multiplikatormetoden.

For å gi leseren innsikten som er nødvendig for oppgaven starter vi utredningen med en presentasjon av oppdrettsbransjen og Marine Harvest. Den første delen av den fundamentale verdsettelsen er en strategisk analyse av Marine Harvest. Ved hjelp av PESTEL-analysen og Porters femkraftsmodell avdekker vi muligheter og trusler for oppdrettsbransjen. Vi benytter SVIMA-rammeverket for å gjennomføre en analyse av ressursene til Marine Harvest. Resultatene i den strategiske analysen blir benyttet til å identifisere kildene til den historiske strategiske fordelen på 13,3% beregnet i den strategiske regnskapsanalysen.

I kapittel 9 og 10 utarbeidet vi fremtidsregnskap og –krav basert på de normaliserte regnskapstallene fra regnskapsanalysen. Våre beregninger gir Marine Harvest en fremtidig strategisk fordel på 6,9%. Deretter utarbeidet vi verdiestimer ved hjelp av egenkapitalmetoden, sysselsattkapitalmetoden og nettodriftskravmetoden. Etter en konvergering av verdiestimatene og analyse av usikkerheten endte vi med et verdiestimat på 130,053 NOK per aksje. Vårt endelige komparative verdiestimat ble på 154,26 NOK per aksje.

Ved å vektlegge det fundamentale verdiestimatet med 70% og det komparative verdiestimatet med 30% endte vi på et endelig verdiestimat på 137,32 NOK per aksje og dermed en svak salgsanbefaling.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Abstract	2
Sammendrag	3
Innholdsfortegnelse	4
1 Innledning.....	10
1.1 Motivasjon og valg av selskap.....	10
1.2 Formål og problemstilling	10
1.3 Avgrensning.....	11
1.4 Oppbygning	11
2 Presentasjon av selskapet og bransjen.....	12
2.1 Oppdrettsnæringen.....	12
2.2 Produktet.....	14
2.3 Verdikjeden	14
2.3.1 Egg	14
2.3.2 Fiskefôr.....	15
2.3.3 Andre innsatsfaktorer	16
2.3.4 Videreforedling og salg	16
2.4 Makroforhold som påvirker oppdrettsbransjen	16
2.4.1 Politisk perspektiv	16
2.4.2 Økonomisk perspektiv.....	17
2.4.3 Sosiokulturelt perspektiv	19
2.4.4 Miljøperspektiv	19
2.4.5 Juridiske faktorer.....	20
2.5 Marine Harvest	21
2.5.1 Historisk utvikling og nåværende eierstruktur	21
2.5.2 Marine Harvest i dag	22
2.5.3 Fremtidsstrategi	23
2.5.4 Internasjonal virksomhet	23
2.6 Konkurrenter.....	24
2.6.1 Lerøy	24
2.6.2 SalMar	24
2.6.3 Cermaq	25

2.6.4	Grieg Seafood.....	25
2.7	På hvilken måte skiller Marine Harvest seg fra de andre virksomhetene i bransjen?25	
2.7.1	Forproduksjon	25
2.7.2	Innovasjonskompetanse	26
2.7.3	Størrelse.....	26
3	Valg av verdsettelsesmetode	27
3.1	Presentasjon av verdsettelsesteknikker.....	27
3.1.1	Fundamental verdivurdering	27
3.1.2	Komparativ verdivurdering	29
3.1.3	Opsjonsbasert verdivurdering.....	30
3.2	Valg av verdsettelsesmetode	31
3.3	Rammeverk for fundamental verdsettelse	33
4	Strategisk analyse	36
4.1	Rammeverk for strategisk analyse.....	36
4.2	Ekstern bransjeorientert analyse	36
4.2.1	PESTEL.....	36
4.2.2	Porters femkraftsmodell	45
4.3	Intern ressursorientert analyse	52
4.3.1	SVIMA	52
4.3.2	Pariteter	53
4.3.3	Strategiske fordeler	54
4.3.4	SVI	59
4.3.5	Strategiske ulemper	60
4.4	SWOT-analyse.....	62
5	Regnskapsanalyse.....	63
5.1	Rammeverk for regnskapsanalyse	63
5.1.1	Valg av analysenivå	64
5.1.2	Valg av analyseperiode	65
5.1.3	Valg av komparative virksomheter.	65
5.2	Presentasjon av rapporterte tall.....	66
5.3	Omgruppering for analyse	69
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet	69
5.3.2	Omgruppering av balanseoppstilling	75
5.3.3	Omgruppering av kontantstrømmen.....	79
5.4	Analyse av målefeil og justering	80

5.5	Omgruppert og justert årsregnskap.....	83
5.6	Rammeverk for forholdstallanalyser	84
6	Risikoanalyse	86
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse.....	86
6.1.1	Likviditetsgrad 1	87
6.1.2	Likviditetsgrad 2	89
6.1.3	Finansiell gjeldsdekningsgrad	91
6.1.4	Rentedekningsgrad	92
6.1.5	Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm.....	93
6.1.6	Belåningsreserve	95
6.1.7	Likviditetsreserve	96
6.2	Soliditetsanalyse	98
6.2.1	Egenkapitalprosent	98
6.2.2	Statisk finansieringsanalyse	99
6.2.3	Netto driftsrentabilitet	101
6.3	Syntetisk rating	102
7	Historisk avkastningskrav	105
7.1	Krav til egenkapital og minoritet.....	105
7.1.1	Risikofri rente.....	106
7.1.2	Markedets risikopremie.....	107
7.1.3	Egenkapitalbeta	108
7.1.4	Illikviditetspremie	111
7.2	Finansielle krav.....	111
7.2.1	Finansielt gjeldskrav	111
7.2.2	Finansielt eiendelskrav	113
7.2.3	Netto finansielt gjeldskrav	115
7.2.4	Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta	115
7.3	Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta	118
7.4	Egenkapital- og minoritetskrav	119
7.5	Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav	119
7.6	Oppsummering av historiske avkastningskrav	121
8	Analyse av lønnsomhet	122
8.1	Egenkapitalrentabilitet.....	123
8.1.1	Ekstern bransjefordel.....	124
8.1.2	Intern ressursfordel.....	124

8.1.3	Oppsummering egenkapitalrentabilitet	125
8.2	Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse	126
8.3	Driftsfordel	127
8.4	Strategisk driftsfordel	128
8.4.1	Bransjefordel drift	128
8.4.2	Ressursfordel drift	129
8.4.3	Omløpsfordel og marginfordel	129
8.4.4	Oppsummering strategisk driftsfordel	132
8.5	Gearingfordel drift	132
8.6	Oppsummering driftsfordel	134
8.7	Finansieringsfordel	134
8.7.1	Finansieringsfordel finansiell gjeld	135
8.7.2	Finansieringsfordel finansielle eiendeler	136
8.7.3	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	137
8.7.4	Finansieringsfordel minoritetsinteresser	138
8.7.5	Oppsummering finansieringsfordel	139
8.8	Oppsummering analyse av lønnsomhet	140
9	Fremtidsregnskap	142
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap	142
9.2	Vekstanalyse	144
9.2.1	Historisk driftsinntekstvekst	144
9.2.2	Historisk egenkapitalvekst	145
9.3	Valg i forbindelse med utarbeidelsen av fremtidsregnskapet	146
9.3.1	Budsjetthorisont	146
9.3.2	Detaljnivå	148
9.3.3	Fremskrivningsteknikk	148
9.4	Budsjett drivere i budsjettperioden	149
9.4.1	Driftsinntekstvekst	149
9.4.2	Netto driftseiendeler	151
9.4.3	Netto driftsresultat	152
9.4.4	Netto finansiell gjeld	153
9.4.5	Netto finansresultat	155
9.4.6	Minoritetsinteresser	157
9.4.7	Netto minoritetsresultat	158
9.5	Presentasjon av fremtidsregnskap	158

9.5.1	Fremtidsregnskap	159
9.5.2	Fremtidsbalanse.....	159
9.5.3	Frikontantstrøm	160
10	Fremtidskrav.....	161
10.1	Krav til egenkapital og minoritet	161
10.1.1	Risikofri rente.....	161
10.1.2	Markedets risikopremie.....	163
10.1.3	Egenkapitalbeta	163
10.1.4	Illikviditetspremie	163
10.1.5	Egenkapital- og minoritetskrav	164
10.2	Finansielle krav	164
10.2.1	Syntetisk rating.....	165
10.2.2	Finansielt gjeldskrav	165
10.2.3	Finansielt eiendelskrav	166
10.2.4	Netto finansielt gjeldskrav	167
10.3	Finansiell gjeldsbeta, finansielle eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta	168
10.4	Selskapskrav	169
10.5	Strategisk fordel	170
11	Fundamental verdsettelse	172
11.1	Egenkapitalmetoden.....	172
11.1.1	Utbyttmodellen	173
11.1.2	Fri kontantstrømmodellen	173
11.1.3	Superprofittmodellen.....	173
11.1.4	Superprofittvekstmodellen	173
11.2	Selskapskapitalmetoden	174
11.2.1	Sysselsatt kapitalmodellen	174
11.2.2	Netto driftskapitalmodellen.....	174
11.3	Verdiestimat ved bruk av budsjetterte vektorer	175
11.4	Konvergens mot et felles verdiestimat.....	179
11.5	Analyse av usikkerhet	181
11.5.1	Konkursrisiko	181
11.5.2	Crystal ball	182
11.5.3	Utvidet sensitivitetsanalyse	191
11.6	Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet.....	196
12	Komparativ verdsettelse	197

12.1	Valg av komparative selskap	197
12.2	Multiplikatorer	198
12.2.1	Pris/Salg-multiplikator	199
12.2.2	Pris/Fortjeneste-multiplikator (P/E)	200
12.2.3	EV/EBIT-multiplikator	202
12.2.4	EV/EBITDA-multiplikator.....	203
12.2.5	Pris/Bok-multiplikator.....	204
12.2.6	Laksemultiplikator	205
12.3	Første verdiestimat ved komparativ analyse	206
12.4	Utvidet komparativ analyse	207
12.5	Endelig komparativt verdiestimat	207
13	Konklusjon og handlingsstrategi	208
13.1	Oppsummering av oppgaven	208
13.2	Vekting av verdiestimatene.....	209
13.3	Handlingsstrategi	210
14	Referanseliste	211
14.1	Forelesningsnotater	211
14.2	Selskapsinformasjon og årsrapporter	211
14.3	Bibliografi	212
15	Figur- og tabelloversikt	219
15.1	Figuroversikt	219
15.2	Tabelloversikt	221
16	Oversikt over forkortelser	225
17	Appendiks.....	228
17.1	Regresjonsanalyse beta	228
17.2	Egenkapitalbeta utregning.....	231
17.3	Multiplikatorer fra markedskonsensus.....	232

1 Innledning

I dette kapittelet vil vi presentere valg av selskap, formålet med verdivurderingen og hvilke avgrensninger vi har foretatt. Avslutningsvis presenteres oppgavens oppbygning.

1.1 Motivasjon og valg av selskap

Motivasjonen for valget av bransje er basert på interessen vår for oppdrettsnæringen. Bransjen opplever stor vekst, og det er store utfordringer knyttet til biologi og teknologi. Det vil også ved en eventuell verdsettelse være spennende å se om selskapene i bransjen er overpriset, da lakseprisen er på et historisk høyt nivå. Det var på bakgrunn av dette at vi valgte å analysere et oppdrettsselskap. Det er mange aktører i oppdrettsbransjen, og det vil derfor være et bredt spekter av selskaper vi kan verdsette. Valget vårt falt på Marine Harvest, verdens største oppdrettsselskap innen atlantisk laks. Aksjene til Marine Harvest er en av de mest omsatte på Oslo Børs, og selskapet har en investororientert strategi. Dette fører til at tilgangen på informasjon er god. Fokuset på bærekraftig utvikling i sjøområdene og fremtidsstrategien økte også interessen vår for Marine Harvest. Det vil samtidig være spennende i seg selv å se på den desidert største aktøren. Utredningen vil dermed se på hvilke utfordringer og muligheter Marine Harvest står overfor. Vi tror at enhver leser av masterutredningen vil få en innføring i hva som driver lønnsomheten i Marine Harvest og oppdrettsbransjen generelt.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne masterutredningen er å gjennomføre en verdsettelse av Marine Harvest per 31.12.2016. Vi vil verdsette selskapet ved å estimere verdien av egenkapitalen gjennom en fundamental og en komparativ verdivurdering. Ved å benytte kvantitative og kvalitative metoder skal vi fastsette en verdi av selskapet og en tilsvarende børskurs. Det endelige formålet ved oppgaven er å sammenlikne verdiestimatet med børskursen for å kunne gi en handlingsstrategi.

Problemstilling

Problemstillingen for denne masterutredningen er å identifisere de underliggende verdiene i Marine Harvest, og å gjennomføre et verdiestimat av egenkapitalverdien på dette grunnlaget. Verdiestimatet vil videre benyttes opp mot markedsverdien for å gi en handlingsstrategi.

1.3 Avgrensning

Verdivurderingen baserer seg i hovedsak på offentlig tilgjengelig informasjon. Vi har ved ett tilfelle vært i kontakt med bedriften. Dette var i forbindelse med normaliseringen av resultatregnskapet i delkapittel 5.3.1. Utover dette er oppgaven basert på års- og kvartalsrapporter, selskapets bransjehåndbok (SFI Handbook), akademisk litteratur og avisartikler.

I vår analyse av Marine Harvest har vi satt fokus på den norske oppdrettsnæringen. Marine Harvest er involvert i flere typer sjømat, hvor lakseoppdrett står for brorparten av næringsvirksomheten til selskapet. Vi avgrenser dermed vår analyse av selskapet til å se på lakseoppdrett.

1.4 Oppbygning

Oppgaven bygger på Kjell Henry Knivsflås rammeverk for fundamental verdsettelse fra faget MRR413A/BUS440. Vi har valgt å benytte rammeverket for å gi oppgaven en god struktur, men vi har avveket fra rammeverket der vi mener det er hensiktsmessig.

Oppgaven består av 3 deler. Den første delen består av kapittel 2-4, hvor vi presenterer selskapet og bransjen. Videre i del én bestemmes verdsettelsesmetode, før den avsluttes med en intern strategisk analyse av selskapet, samt en ekstern bransjeanalyse. Kapittel 5 til 8 utgjør del 2, hvor vi starter med å klargjøre regnskapet for analyse. Videre i del 2 gjennomfører vi analyse av risiko og historisk lønnsomhet. Del 3 omfatter kapittel 9 til 13, hvor vi først presenterer vår analyse av den fremtidige lønnsomheten til Marine Harvest. Deretter gjennomfører vi en fundamental og komparativ verdsettelse. Til slutt avslutter vi oppgaven med en handlingsstrategi i kapittel 13.

Bakerst i oppgaven ligger referanseliste, figur- og tabelloversikt, oversikt over forkortelser og appendiks.

2 Presentasjon av selskapet og bransjen

I dette kapittelet presenteres bakgrunnsinformasjon om bransjen og selskapet, samt hvilke makroforhold som påvirker dem. Kunnskapen fra dette kapittelet vil hjelpe oss videre i oppgaven. Avslutningsvis i kapittel 2 ser vi spesifikt på Marine Harvest, dets konkurrenter og hvordan selskapet skiller seg ut fra disse.

2.1 Oppdrettsnæringen

Oppdrettsnæringen startet i Norge tidlig på 70-tallet. På Hitra i Sør-Trøndelag ble det satt ut 20.000 laksesmolt, og det regnes i dag som verdens første oppdrettsanlegg. I 1985 iverksatte regjeringen «Prosjekt Japan» som skulle introdusere norsk oppdrettslaks for sushimarkedet i Japan. Laks ble ikke brukt i sushi før norsk oppdrettslaks ble introdusert (Regjeringen, 2015). I årene som fulgte ble laks en viktigere råvare i sushi, og senere ble sushi en delikatesse i hele verden. Etter «Prosjekt Japan» økte eksporten av norsk laks, og har siden blitt en av Norges viktigste eksportartikler.

Norge har etter oppstarten befestet sin posisjon som det ledende landet i bransjen. Oppdrett av laks er svært krevende, og mangelen på egnede lokaliteter gjør omfanget av produksjonen begrenset. For å drive lakseoppdrett er en avhengig av stabile havtemperaturer mellom 0 og 20 grader celsius, hvor en temperatur mellom 8 og 14 grader er optimalt (SFI Handbook, 2016). Det er også viktig med gode strømminger i havet, samtidig som oppdrettsanleggene ikke ligger for utsatt for vær og vind. Denne kombinasjonen av egenskaper gjør at norgeskysten er godt egnet for oppdrett, og er en av hovedårsakene til at Norge står for ca. 60% av total lakseoppdrett i verden. Den nest største aktøren er Chile og deretter følger Storbritannia og Nord-Amerika (Tabell 2-1). De beste vekstforholdene for oppdrettslaks innehar Chile, som har høyere og mer stabile havtemperaturer enn Norge. Høyere havtemperatur og dårlig regulering av oppdrettsnæringen har derimot ført til omfattende lakselusutbrudd i den chilenske oppdrettsnæringen (SFI Handbook, 2016).

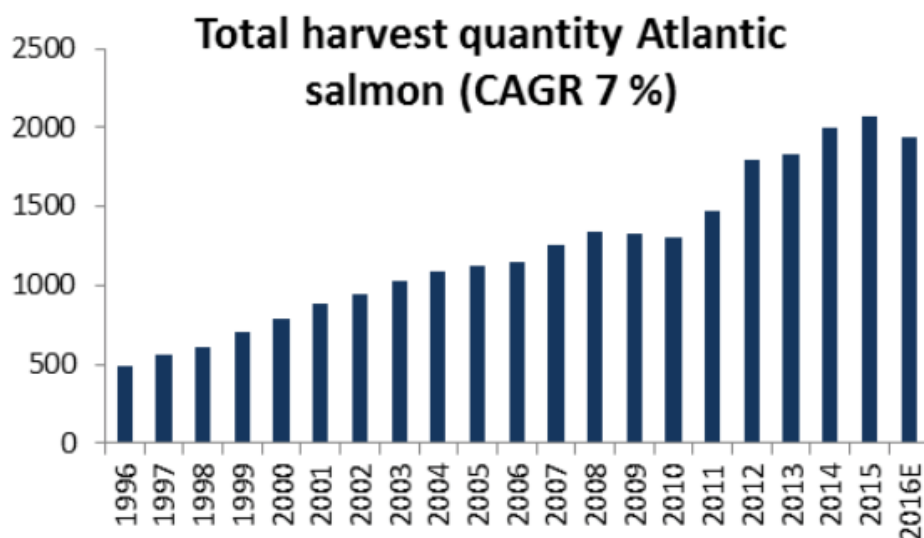
	Top 10 Norway	Harvest	Top 5 UK ¹⁾	Harvest	Top 5 North America ¹⁾	Harvest	Top 10 Chile	Harvest
1	Marine Harvest	254 800	Marine Harvest	50 100	Cooke Aquaculture	42 000	Empresas Aquachile	63 000
2	Salmar	136 400	Scottish Seafarms	27 000	Marine Harvest	40 100	Marine Harvest	62 500
3	Lerøy Seafood	135 000	The Scottish Salmon Co.	25 600	Mitsubishi (Cermaq)	21 000	Mitsubishi	60 000
4	Mitsubishi (Cermaq)	58 000	Cooke Aquaculture	19 000	Grieg Seafood	14 300	Salmones Multiexport	51 000
5	Nordlaks	39 000	Grieg Seafood	16 400	Northern Harvest	13 000	Camanchaca	39 000
6	Nova Sea	37 400					Australis Seafood	38 100
7	Midt-Norsk / Bjørøya	32 000					Pesquera Los Fiordos	30 000
8	Grieg Seafood	31 700					Blumar	25 800
9	Norway Royal Salmon	27 900					Cooke Aquaculture	25 000
10	Alsaker Fjordbruk	27 000					Ventisqueros	22 000
	Top 10	779 200	Top 5	138 100	Top 5	130 400	Top 10	416 400
	Total	1 110 800	Total	149 700	Total	139 900	Total	531 800
	Total	70 %	Total	92 %	Total	93 %	Total	78 %

Note: All figures in tonnes GWE for 2015

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

Tabell 2-1 Produksjonsvolum i tonn for 2015 for de største oppdrettsområdene i verden (SFI Handbook, 2016)

Siden 90-tallet har oppdrettsnæringen vært i enorm vekst, som vi ser av figur 2-1. I dagens marked ser vi en stabilisering av produksjonsvolumet av oppdrettslaks. Bakgrunnen for denne vekststansen er at norsk oppdrettsnæring har slitt med lakselus, og mange mener at norgeskysten har nådd sin smertegrense når det gjelder antall oppdrettsanlegg (SFI Handbook, 2016). Myndighetene styrer veksten ved hjelp av konsesjoner, og de ønsker en mer miljøvennlig oppdrettsnæring. Det har også vært mange tilfeller av laks som må slaktes på grunn av lus, noe som fører til lavere produksjonstall (SFI Handbook, 2016).



Figur 2-1 Totalt produksjonsvolum i tusen tonn for nordatlantisk laks i perioden 1996-2016 (SFI Handbook, 2016)

Oppdrettsbransjen har i senere tid vært en voksende og lønnsom bransje, men samtidig en bransje med store utfordringer. Næringen jobber sammen med myndighetene for å fremme videre vekst, og løse utfordringene bransjen står overfor. .

2.2 Produktet

Laks er en sunn matvare med et rikt innhold av protein, omega-3 og vitamin A og D (SNL, 2017b). Oppdrett har ledet til at laks i dag er en matvare som konsumeres ukentlig i mange velstående land, og regnes som et høykvalitetsprodukt. Laks selges i både røkt, frossen og fersk form. Den selges som hel fisk, i skiver eller som filet (SFI Handbook, 2016). I de senere årene har tilbudet av fersk og frossen laksefilet gjort laks til et hverdagsmåltid for store deler av den norske befolkningen.

Laks er en anadrom fiskeart. Det betyr at laksen gyter i ferskvann, og når den blir kjønnsmoden følger den elven ned til utspringet og lever resten av livet i saltvann (SNL, 2017b). Dette medfører følgelig at oppdrett av laks foregår i ferskvann i startfasen, og i saltvann i sluttfasen.

2.3 Verdikjeden

Oppdrettssyklusen foregår i tre stadier (SFI Handbook, 2016). Det første stadiet er å befrukte eggene. Når eggene klekkes gjennomgår fisken en smoltifiseringsprosess i innendørs ferskvannsbasseng, frem til den er kjønnsmoden. I kjønnsmodningsprosessen tilføres mer og mer salt i vannet, ettersom dette er naturlig for laks som svømmer nedstrøms mot saltvannet. Det siste steget i syklusen er at laksen blir transportert ut til merder i saltvannet hvor de vokser til slaktevekt. Hele syklusen tar to til tre år avhengig av når oppdrettsselskapet finner det mest lønnsomt å slakte fisken. Prosessen fra befruktet egg til smolt tar 10 – 16 måneder, og laksen tilbringer mellom 14 og 24 måneder i merdene før de slaktes (SFI Handbook, 2016).

2.3.1 Egg

Markedet for egg til oppdrett av laks er et internasjonalt marked. De største aktørene i dette markedet er Aquagen AS, Fanad Fisheries LTD, Lakeland og Salmobreed AS (SFI Handbook, 2016). I et oppdrettsanlegg vil det være tilgang på egen rogn, men produsentene som spesialiserer seg avler frem egg med de egenskapene som egner seg best til oppdrett.

2.3.2 Fiskefôr

	Norway (NOK)	Canada (CAD)	Scotland (GBP)	Chile (USD)
Feed	13.34	2.41	1.40	1.96
Primary processing	2.67	0.48	0.27	0.67
Smolt	2.67	0.51	0.30	0.82
Salary	1.62	0.53	0.19	0.17
Maintenance	0.94	0.20	0.10	0.17
Well boat	0.95	0.18	0.19	0.22
Depreciation	0.78	0.23	0.13	0.17
Sales & Marketing	0.62	0.01	0.03	0.01
Mortality	0.44	0.07	0.11	0.22
Other	4.47	1.08	0.63	0.67
Total*	28.54	5.73	3.39	5.13

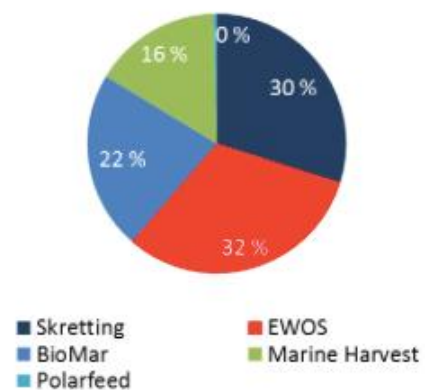
*GWE cost in box delivered at the processing plant including mortality

Tabell 2-2 Kostnadsstruktur ved lakseoppdrett i Norge, Canada, Skottland og Chile i 2015 (SFI Handbook, 2016)

Som vi ser i tabell 2-2 er den viktigste kostnadsdriveren i lakseoppdrett fiskefôr. På 90-tallet bestod fiskefôr i hovedsak av fiskeolje og fiskemel. Prisen på innsatsfaktorene har økt mye, i takt med veksten i oppdrettsnæringen. Dette har ført til at man i moderne lakseoppdrett i større grad benytter billigere råvarer som soyaolje, rapsolje og hvete (SFI Handbook, 2016).

Som vi ser av figur 2-2 består markedet for fiskefôr av tre store leverandører, EWOS, Skretting og BioMar. I 2014 startet Marine Harvest sin egen produksjon av fiskefôr, som skulle dekke brorparten av bedriftens behov. Dette har gjort Marine Harvest til en stor aktør, selv om de kun produserer til eget bruk (SFI Handbook, 2016). Fiskefôrleverandørene opererer med cost-plus kontrakter, noe som medfører at kundene må ta risikoen for de volatile prisene i innsatsfaktorene.

Feed producers' market share in Norway 2015



Figur 2-2 Markedsandeler for fiskefôr i Norge i 2015 (SFI Handbook, 2016)

2.3.3 Andre innsatsfaktorer

Andre innsatsfaktorer som påvirker kostnadssiden er elektrisitet, lønnskostnader og kapital. Elektrisitet er en viktig innsatsfaktor i start- og sluttfasen av fiskeoppdrett. Oppvarmingen av ferskvannstankene i startfasen, og slakting og prosessering i sluttfasen, krever mye elektrisitet (SFI Handbook, 2016). Lønnskostnadene i oppdrettsnæringen er relativt lave. Automatisering av oppdrettsprosessen har ført til at human arbeidskraft hovedsakelig brukes til overvåking av oppdrettsanleggene (SFI Handbook, 2016). Oppdrettsnæringen er derfor en veldig kapitalintensiv bransje, og kapital er dermed en viktig innsatsfaktor. Det kreves store investeringer for å starte fiskeoppdrett, og inntektene vil ikke komme før 2-3 år etter at produksjonen er i gang (SFI Handbook, 2016).

2.3.4 Videreforedling og salg

Når laksen har nådd slaktevekt fraktes den med brønnbåt fra oppdrettsanleggene til fabrikkanleggene. På fabrikkanleggene foregår primærprosesseringen som innebærer slakting, sløyning og pakking. Deretter sendes laksen til sekundærprosessering, eller selges til andre aktører (SFI Handbook, 2016). Indeksprisene for oppdrettslaks forholder seg til primærprosessert laks.

I sekundærprosesseringen blir laksen filetert, porsjonert, røkt, konservert eller tilberedt på andre måter. Etter sekundærprosessering betegnes laksen som VAP (value-added products) (SFI Handbook, 2016). I oppdrettsbransjen varierer det i hvilken grad bedriften er involvert i videreforedling.

2.4 Makroforhold som påvirker oppdrettsbransjen

2.4.1 Politisk perspektiv

Konsesjoner

For å regulere oppdrettsnæringen i Norge benyttes en konsesjonsordning basert på lokaliteter og oppdrettsvolum. I 2015 var det utstedt 974 konsesjoner i Norge (SFI Handbook, 2016). En konsesjon søkes på hos, og tildeles av, Nærings- og fiskeridepartementet. Konsesjonene kan videre kjøpes og selges i et annenhåndsmarked, dersom de registreres i akvakulturregisteret. En konsesjon har ingen tidsramme, men kan stanses av ny lovgivning. Dersom en aktør får kontroll over mer enn 15% av de totale konsesjonene i Norge må det søkes om tillatelse fra

Nærings- og fiskeridepartementet. En aktør kan ikke kontrollere mer enn 50% av den totale biomassen innenfor en region (SFI Handbook, 2016).

Etter ønske om å stimulere til en mer miljøvennlig oppdrettsnæring utstedte norske myndigheter i 2014 «grønne konsesjoner» (Dagbladet, 2014). De grønne konsesjonene skulle utstedes til aktører som bruker mer miljøvennlig teknologi. Totalt ble det utstedt 45 konsesjoner, hvorav 35 ble byttet mot gamle konsesjoner. Ved innbytte av konsesjoner tilsvarte en gammel konsesjon to grønne konsesjoner. De 10 resterende ble delt ut etter ordinær metode. De grønne konsesjonene har heller ingen tidsramme, men kan inndras dersom miljøkravene brytes.

Handelsbarrierer

Oppdrettsnæringen i Norge eksporterer rundt 95% av oppdrettslaksen, og et åpent marked er helt essensielt for næringen (SFI Handbook, 2016). Handelsbarrierer kan dermed føre til tap av viktige markeder. Etter at Nobelkomiteen ga Liu Xiaobo fredsprisen i 2010 ble norsk næringsliv rammet av sanksjoner fra Kinesiske myndigheter (NRK, 2015). Sanksjonene medførte at det kinesiske markedet ble utilgjengelig for norsk oppdrettslaks, og oppdrettsnæringen gikk glipp av et stort potensielt eksportmarked. Ved slutten av 2016 så vi derimot at det kan gå mot en depolarisering av forholdet mellom Norge og Kina (DN, 2016d).

Da Russland i 2014 svarte på EU og USAs økonomiske sanksjoner etter annekteringen av Krim, førte dette til at et viktig marked for norsk laks ble utilgjengelig (E24, 2016). Da Norge støttet sanksjonene, og fordømte annekteringen, svarte Russland med importstopp av norske matvarer. Sanksjonene er meget hemmende for eksporten av norsk oppdrettslaks, noe som viser at internasjonal handelspolitikk har stor påvirkningskraft på den norske oppdrettsbransjen.

2.4.2 Økonomisk perspektiv

Etterspørsel

Ettersom lakseoppdrett har en relativt lang produksjonssyklus, og lagringstiden er begrenset, får dette konsekvenser for prisdannelsen. Lagringstiden er om lag tre uker, noe som fører til at prisen oppleves som særdeles uelastisk på kort sikt (SFI Handbook, 2016).

Oppdrettsselskapene selger i stor grad til spottpriis, hvor prisen beregnes ut ifra etterspørsel og kvaliteten på laksen på salgstidspunktet. Prisdannelsen vil også gjennom etterspørselen kunne påvirkes av sesong, størrelse på fisken, sykdomsutbrudd eller muligheter for arbitrasje.

Tilbudet av laks vil være vanskelig å øke på kort sikt, grunnet den lange produksjonssyklusen og konsesjonsordningen. På lang sikt vil oppdrettsselskapene derimot kunne øke tilbudet, enten gjennom effektivisering eller tilegnelse av nye konsesjoner. Dette leder til tilbudsoverskudd i fremtidige perioder, som igjen reduserer lakseprisen. Andelen smolt satt ut er derfor en god indikator på fremtidig laksepris. Prisdannelsen gjør at en kan klassifisere bransjen som syklisk.

For å skape forutsigbarhet for både leverandører av laks og videreforedler/sluttbruker, er det opprettet et marked for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter. Markedet reguleres gjennom Fish Pool ASA som benytter en clearingsentral operert av samarbeidspartneren NASDAQ OMX (Fish Pool ASA, 2017a). Selskapet fasiliteter kun en markeds plass for salg og kjøp av kontrakter, men driver ikke fysisk levering av laksen. En slik kontrakt sørger for å redusere usikkerheten rundt pris.

Valuta

I Norge er produksjonen av oppdrettslaks svært eksportrettet, og kun en brøkdel av produksjonen går til det interne norske markedet. Majoriteten av laksen eksporteres dermed ut, noe som fører til at selskapene i bransjen må operere med utenlandske valutaer. Akkurat som ved prisfall på laksepris kan oppdrettsselskapene sikre seg mot valutaendringer ved kontraktsinngåelser. Siden valutafallet høsten 2015 har norsk laks blitt relativt sett billigere. Kronen styrker seg derimot nå, som følge av at oljeprisen er på vei oppover. Dette får konsekvenser ved salg og kjøp i valuta, og hvorvidt en kontrakt er gunstig eller ikke.

Rentenivå

Oppdrettsnæringen har historisk sett vært relativt arbeidsintensiv. Ettersom investeringer har blitt gjort i utviklingen av slakteanlegg, fôrprosessering og FoU er bransjen i dag kapitalintensiv. Dette leder til at eventuelle renteendringer påvirker lønnsomheten i bransjen i større grad. Per nå er renten i Norge på et historisk lavt nivå, slik at det er gunstig å gjøre

investeringer (Norges Bank, 2017b). Eventuelle renteøkninger kan påvirke lønnsomheten til prosjekter.

2.4.3 Sosiokulturelt perspektiv





Verdens befolkning er i dag nærmere 7,5 milliarder, og stadig økende. Veksten er forventet å ligge rundt 80 millioner, noe som tilsvarer en økning på om lag 1% i året (SNL, 2017d).

Samtidig fører en velstandsøkning i tradisjonelle utviklingsland til en økt etterspørsel etter proteinrik mat, som er å anse som mat av høyere kvalitet. Etterspørsel etter proteinrike matkilder kan også ses i sammenheng med helsetrenden som brer seg over den vestlige verden. Det er da naturlig å forvente at laks vil være en matkilde som vil ha økende etterspørsel.

2.4.4 Miljøperspektiv





Ressurseffektiv mat

Et godt mål på ressurseffektiv matproduksjon er hvor mye mat man får ut av fôret, som er den viktigste innsatsfaktoren. I tabell 2-2 ser vi at laks med 61 kg mat per 100 kg fôr er den klart mest ressurseffektive varen. Det er en konsekvens av en lav FCR (Feed Conversion Ratio), som betyr at fisken legger på seg nesten alt den spiser, og at hele 68% av en hel laks kan spises. Ressurseffektiviteten til laks kommer av at den er kaldblodig og flyter i vannet, og dermed bruker den lite energi (SFI Handbook, 2016).

				
Protein Retention	31 %	21 %	18 %	15 %
Energy Retention	23 %	10 %	14 %	27 %
Edible Yield	68 %	46 %	52 %	41 %
Feed Conversion Ratio (FCR)	1.1	2.2	3.0	4-10
Edible Meat pr 100 kg fed	61 kg	21 kg	17 kg	4-10 kg

Figur 2-3 Ressurseffektiviteten ved oppdrettslaks, kylling, svin og storfe (SFI Handbook, 2016)

Ressurseffektiviteten til oppdrettslaks medfører at utslippene begrenses sammenliknet med annen matproduksjon (Figur 2-3). CO₂-utslipp ligger på samme nivå som kylling og er mye lavere enn storfe. Ferskvann er en knapphetsressurs i mange deler av verden, og det er dermed viktig med matproduksjon som ikke tærer for mye på denne ressursen. Oppdrettslaks forbruker ikke mye ferskvann, og anleggene ligger som regel i områder med god tilgang på ferskvann.

				
Carbon Footprint kg CO ₂ /kg edible meat	2.9 kg	2.7 kg	5.9 kg	30 kg
Water Consumption litre/kg edible meat	2,000 litre (1)	4,300 litre	6,000 litre	15,400 litre

Note: 1) The figure reflects total water footprint for farmed salmonid fillets in Scotland, in relation to weight and content of calories, protein and fat .

Figur 2-4 Karbonavtrykk og ferskvannsfbruk for matproduksjon av oppdrettslaks, kylling, svin og storfe (SFI Handbook, 2016)

Lakselus og sykdom

Laks som lever så tett og stasjonært som de gjør i merdene er veldig utsatt for sykdom, spesielt lakselus (SFI Handbook, 2016). Når merdene også ligger nærme hverandre er det veldig stor smittefare på tvers av dem. For å bekjempe lakselus ble det først brukt kjemikalier, men lakselusen ble etter hvert resistente og oppdrettsbransjen måtte utvikle andre metoder for å bekjempe lusen. Bruk av fisken rognkjeks er et eksempel på en slik metode. Fisken spiser lakselus, noe som gjør at den i senere tid er blitt brukt som et bekjempelsesmiddel. Lakselus og andre sykdommer blir også et problem for den naturlige bestanden i sjøen i de tilfellene hvor laksen rømmer fra merdene.

2.4.5 Juridiske faktorer

Oppdrettsnæringen i Norge reguleres hovedsakelig av Akvakulturloven. Her reguleres maksimalt tillat biomasse (MTB), og det stilles krav til vannkvalitet, lakselus og hygiene (Akvakulturloven, 2017). Oppdrettslaks dekkes også av dyrevelferdsloven paragraf 2. Her

stilles det krav til velferd og hygiene utover et miljøhensyn. Etter dagens lovgivning er det kun lov med 2,5% fisk i merdene.

I 2016 ble oppdrettsselskapene tilbudt såkalt fleksibel biomasse av myndighetene, noe som innebærer at de kunne ha mer fisk i merdene i de beste vekstperiodene og mindre i andre perioder (DN, 2016e). Blant de store aktørene valgte blant annet Marine Harvest å takke nei til dette tilbudet. Fleksibel biomasse kunne medført en produksjonsvekst på 5%. Biomassen ville økt i en periode hvor laksen er veldig utsatt for lakselus, og mange mente at risikoen forbundet med dette var høyere enn gevinsten.

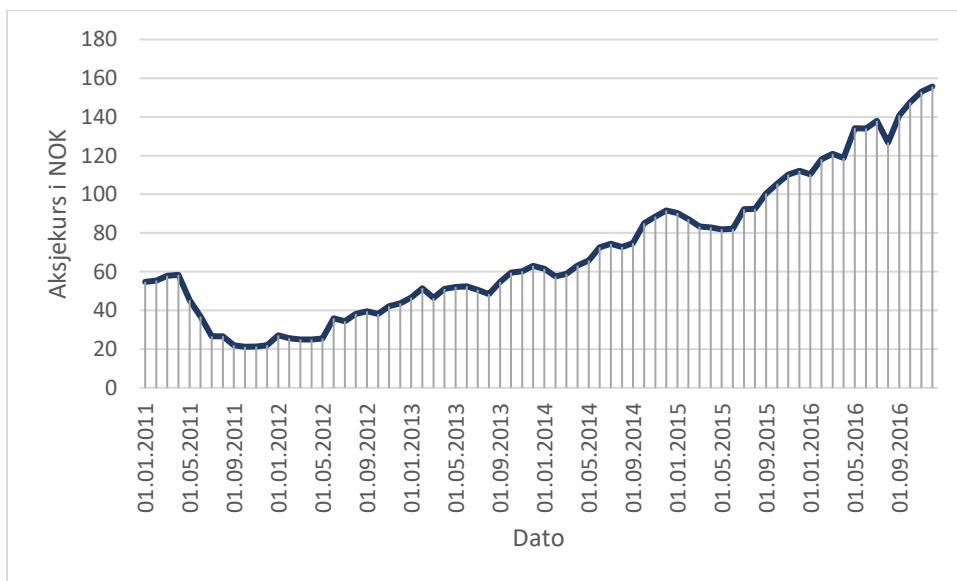
2.5 Marine Harvest

2.5.1 Historisk utvikling og nåværende eierstruktur

Marine Harvest har røtter tilbake til 1965, og har siden den gang endret seg gjennom vekst og emisjoner av sjømatsselskaper (Marine Harvest, 2017a). Opprinnelig het selskapet Mowi, og produksjonen var allerede ved oppstart sentrert rundt laks. I den tidlige pionerfasen til selskapet var produksjonen preget av mye prøving og feiling, da oppdrett var lite utforsket. På 80-tallet etablerte selskapet virksomhet i utlandet via oppkjøp i Skottland og Irland. Produksjonen var fremdeles lav, men dette endret seg tidlig på 90-tallet. Havbruksnæringen, som tidligere hadde vært en distriktsnæring, ble nå til industri (Norges fiskeri- og kysthistorie, 2017). Dette sørget for å tilføye mer risikovennlig kapital, som førte til kraftig vekst i produksjonen av oppdrettslaks. I senere tid har selskapet satset mer på å utvide verdikjeden, noe de har gjort ved opprettelse av egen fôrdivisjon i 2012 og oppkjøpet av Morpol i 2013 (VAP).

Etter å ha vært eid av Hydro under ulike navn siden slutten av 1960-tallet ble selskapet solgt til nederlandske Nutreco i 2000. Det nye selskapsnavnet etter oppkjøpet ble Marine Harvest. To år senere ble selskapet notert på Oslo Børs, noe som åpnet opp for ytterligere kapital. PanFish, datidens største oppdrettsselskap, valgte i 2006 å kjøpe opp Marine Harvest. Det fusjonerte selskapet het PanFish i et halvt år før de byttet navn til Marine Harvest i 2007. Hovedaksjonæren i PanFish var Geveran Trading, hvor rederen og kyprioten John Fredriksen var og er hovedaksjonær. I nyere tid (2014) ble selskapet også listet på New York Stock Exchange noe som har åpnet opp for ytterligere risikovennlig kapital.

Resultatet av listingen på NYSE er at eierstrukturen i selskapet er meget spredt. Fredriksen, via Geveran Trading, er fremdeles majoritetsaksjonær per dags dato, men eierandelen er betraktelig redusert. Dette skyldes at Fredriksen i 2016 valgte å selge seg ned med om lag en tredjedel av aksjekapitalen hans i Marine Harvest. Per 31.12.2016 innehar selskapet 450 085 652 aksjer, hvor de 20 største aksjonærene sitter på 51,56% av totalen. Av totalen sitter Geveran Trading på 17.38%, mens nest største aksjonær, Folketrygdfondet, innehar 8.2% av totalkapitalen. Selskapet endret utbyttepolitikken i 2010, og har så lenge Fredriksen har ledet selskapet vært svært aksjonærvennlig. I figur 2-5 vises utviklingen av børskursen i tidsrommet 01.01.2011-31.12.2016.



Figur 2-5 Kursutvikling MHG i perioden 2011-2016 på Oslo Børs (Yahoo Finance, 2017a)

2.5.2 Marine Harvest i dag

Marine Harvest er et av verdens ledende sjømatsselskaper og verdens største lakseprodusent, med leveranser til mer enn 50 markeder (Marine Harvest, 2017a). Selskapet er verdens største produsent av atlantisk laks, med en produksjon på 407 500 tonn (Tabell 2-1). Av total produksjon utgjør produksjon i utlandet 37,5%. Selskapet har i dag en fullintegrert verdikjede, og produktspekteret består blant annet av fersk-, frossen- og røkelaks, samt ytterligere videreformidling av laks. I tillegg produserer selskapet kveite, men i en betydelig mindre skala (SFI Handbook, 2016). Den fullintegrerte verdikjeden ble realisert da de i 2012 annonserte planer om eget fôrnett, som ble realisert i 2014. Med avdelinger som dekker hele verdikjeden har selskapet nå kontroll over alle ledd, fra produksjon av fiskefôr til salg av

ferdigvare. Dette har ledet til at de i dag har en matrisestruktur med egne avdelinger for blant annet fôr, oppdrett, salg og forskning, i tillegg til avdelinger for enkelte geografiske områder.

Konsernledelsen er også tilpasset den overnevnte strukturen. På toppen sitter Alf-Helge Aarskog som CEO og Ivan Vindheim som CFO. Under dem finner vi fire COOs, med forskjellige ansvarsområder. Marit Solberg har ansvaret for oppdrettsanleggene i Skottland, Færøyene, Irland og Canada, mens Per-Roar Gjerde står ansvarlig for Norge og Chile. Ola Brattvoll sitter på ansvaret for salg og markedsføring, mens Ben Hadfield styrer fôrdivisjonen. I tillegg består konsernledelsen av en HR-direktør, en strategidirektør, en FoU-direktør og en presse- og kommunikasjonsansvarlig (Marine Harvest, 2017b).

2.5.3 Fremtidsstrategi

Visjonen til Marine Harvest er «Leading the blue revolution» (Marine Harvest, 2015). Dette innebærer å øke produksjonen av sunn, næringsrik og rimelig mat fra sjøområder. I dag består jorda av mer enn 70% vann, men kun 2% av matproduksjonen kommer fra havet. Dette vitner om et ekstremt vekstpotensial for sjømat, og ifølge selskapet er det avgjørende å øke produksjonen i havet for å oppnå en bærekraftig utvikling. Bestander av villfisk vil ikke være tilstrekkelig for å møte befolkningsveksten fremover. Hvis Marine Harvest skal være blant markedslederne i segmentet sjømatproduksjon er kontroll i alle deler av verdikjeden nøkkelen til suksess. Fokuset per i dag er på verdikjeden rundt laks, fra fôr til gaffel (from feed to fork).

2.5.4 Internasjonal virksomhet

Marine Harvest er et internasjonalt selskap som driver fiskeoppdrett i flere land. Landene omfatter Canada, Skottland, Norge, Chile, Irland og Færøyene (Marine Harvest, 2015). Av de nevnte landene står de fire førstnevnte for mesteparten av verdenseksporten. Oppdrettsdelen av verdikjeden er sentralisert rundt disse 6 landene, men ikke alle deler av verdikjeden befinner seg her. Videreforedling av fisk, samt salg og distribusjon av «end-product», sørger for at Marine Harvest har virksomhet i 24 land.

2.6 Konkurrenter

De klimatiske forholdene som ligger til grunn er årsaken til at Norge er verdens største produsent av oppdrettslaks. I dag er det 151 ulike selskaper som har konsesjon for å drive med oppdrett i Norge, men færre om en tar høyde for at noen av selskapene har kontrollerende interesse i andre selskaper (SFI Handbook, 2016). De 10 største aktørene står for om lag 70% av produksjonen (Tabell 2-1) . Av disse igjen er det et fåtall som kan sammenligne seg med størrelsen til Marine Harvest. Noen av de nærmeste utfordrerne etter målt produksjon er Lerøy, SalMar, Cermaq (Mitsubishi) og Grieg.

2.6.1 Lerøy

Etter produksjon er Lerøy Norges tredje største lakseoppdrettsselskap, og verdens nest største (Tabell 2-1). I motsetning til de fleste andre konkurrentene produserer og videreformidler selskapet ett bredt spekter av sjømat. Selskapet har røtter helt tilbake til 1800-tallet, men ble i likhet med Marine Harvest ikke lansert på Oslo Børs før i 2002 (Lerøy, 2017). Visjonen til selskapet er å være den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av sjømat. Lerøy har hovedsakelig oppdrettsanlegg i Norge, hvor mesteparten av produksjonen skjer i Troms. Selskapet eier 50% av Norskott Havbruk AS som er en utfordrer til Marine Harvest sine virksomheter i det skotske oppdrettsmarkedet. Lerøy har med SalMar et delt eierskap av selskapet Norskott Havbruk AS. Lerøy har også kontroll over alle ledd av produksjonskjeden, fra rogn til ferdig videreforedlet produkt

2.6.2 SalMar

SalMar er i dag Norges nest største lakseoppdrettsselskap etter målt produksjon (Tabell 2-1), og har i likhet med Lerøy majoriteten av virksomheten lokalisert i Norge. Selskapet er relativt ungt, ettersom det ble grunnlagt i 1991 (SalMar, 2017c). Børsnoteringen kom i 2007, og målsetningen til selskapet er å være kostnadsleder i bransjen. Akkurat som Lerøy er produksjonen fra oppdrettsanlegg hovedsakelig fra norske anlegg, og mesteparten av produksjonen skjer i Trøndelag og Nordmøre. I tillegg har selskapet som nevnt 50% eierandel, og dermed produksjon i Skottland, via selskapet Norskott Havbruk AS (SalMar, 2017a). SalMar har kontroll på produksjonen fra yngel og smolt til slaktning og videreforedling (SalMar, 2017b).

2.6.3 Cermaq

Cermaq er Norges fjerde største oppdrettsselskap, men selskapet har også virksomhet i Canada og Chile. I Norge har selskapet kun anlegg i Nordland og Finnmark. Selskapet har sine røtter tilbake i 1988, og i 2005 ble de børsnotert (Cermaq, 2017a). I dag er selskapet 100% eid av Mitsubishi, som valgte å ta selskapet av børs etter oppkjøpet. Tidligere har selskapet vært eier av fôrleverandøren EWOS, men selskapene skilte vei i 2013.

Konsekvensene av dette er at Cermaq har en relativt begrenset verdikjede sammenlignet med de andre aktørene (Cermaq, 2017b). Selskapet driver kun med primærforedlingen av fisk, noe som innebærer at fôr og videreforedling ikke inngår i verdikjeden.

2.6.4 Grieg Seafood

Grieg er bare Norges åttende største oppdrettsselskap målt etter volum, men selskapet har i motsetning til de andre aktørene mellom Cermaq og Grieg i tabell 2-1 en klar internasjonal profil. I Norge har selskapet konsesjoner i Rogaland og Finnmark. Grieg ble grunnlagt i 1992 og ble notert på Oslo børs i 2007 (Grieg Seafood, 2017). Tidligere har Marine Harvest hatt en eierandel på 25% av selskapet, men de har i løpet av 2016 solgt seg ut (Ilaks, 2016). Grieg har i tillegg til driften i Norge virksomhet i Canada og på Shetlandsøyene. Selskapet er involvert i alle ledd i produksjonsfasen, enten gjennom sin egen produksjon eller via eierskap i tilknyttede selskaper (Grieg Seafood ASA, 2017).

2.7 På hvilken måte skiller Marine Harvest seg fra de andre virksomhetene i bransjen?

Det som skiller Marine Harvest fra de andre virksomhetene i bransjen er hvilke ressurser selskapet besitter som de andre selskapene ikke kan imitere eller kopiere. For Marine Harvest mener vi dette gjelder ressursene egen fôrproduksjon, innovasjonskompetanse og størrelsen til selskapet.

2.7.1 Forproduksjon

Den primære kostnadsdriveren innen oppdrett er fiskefôr, og dette var årsaken til at Marine Harvest valgte å utvide verdikjeden i 2012 til også å inkludere innsatsfaktoren i produksjonen. Før etableringen av egen fôrdivisjon var Skretting den eneste med stor nok produksjon til å

dekke etterspørselen, og dette ledet til en betydelig leverandørmakt. Det første året med full produksjon fra anlegget var 2015, og hele 80% av fôrkostnadene ble dekket av egenproduksjonen (Marine Harvest ASA, 2015). Produksjonen har siden oppstart gått med overskudd, og selskapet ønsker å utvide ytterligere. Fra og med 2017 skal en ny fôrfabrikk i Skottland sørge for at Irland, Færøyene og nevnte Skottland er 100% selvforsynt med fôr.

2.7.2 Innovasjonskompetanse

For å opprettholde sin posisjon som markedsleder satser Marine Harvest intensivt på innovasjon. Globalt innehar selskapet 16 fulltidsansatte, hvorav seks av dem har doktorgrad (Marine Harvest, 2016). Siden 2006 har selskapet økt bevilgningen til FoU med mer enn 13 ganger, fra rundt 18 millioner til 235 millioner (Oaland, 2016). De viktigste fokusområdene for FoU-avdelingen er å få kontroll på spredningen av lakselus og forbedre det genetiske verktøyet. Marine Harvest ser også på nye løsninger for å endre produksjonsmønsteret i slutten av oppdrettsfasen, ved f.eks. «egget» som er en ny og lukket løsning sammenlignet med de tradisjonelle merdene (Marine Harvest, 2016).

2.7.3 Størrelse

Marine Harvest befester seg som den største aktøren i bransjen og har i dag en produksjon som utgjør om lag 25% av det norske markedet, samt noe høyere for Nord Amerika og Storbritannia. Den nest største aktøren i det norske markedet, SalMar, har rundt halvparten av produksjonen til Marine Harvest (Tabell 2.1) Selskapet har dermed en dominerende posisjon i markedet, selv om norske myndigheter i større grad enn f.eks. Chile (nest største oppdrettsnasjon) ønsker å sørge for konkurranse i bransjen.

3 Valg av verdsettelsesmetode

I dette kapitlet skal vi presentere de ulike verdsettelsesteknikkene en kan ta utgangspunkt i ved en verdsettelse av Marine Harvest. Avslutningsvis vil vi velge verdsettelsesmetode for masterutredningen, samt presentere rammeverket for den valgte metoden.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Ifølge Penman står valget av verdsettelsesmetode hovedsakelig mellom tre metoder; fundamental, komparativ og opsjonsbasert (Penman, 2013). Ofte vil metodene bygge på hverandre, og de er derfor i større grad supplementert enn direkte alternativer til hverandre. Valget av metode vil avhenge av virksomheten selv, bransje, steg i livssyklusen og om det forutsettes fortsatt drift eller avvikling (Knivsflå, 2017 - 1).

3.1.1 Fundamental verdivurdering

En fundamental verdivurdering baserer seg på de underliggende fundamentale forholdene i selskapet. Av de tre verdsettelsesmetodene er det denne som er mest utbredt i akademisk finans. Metoden begynner med en strategisk analyse av interne og eksterne forhold, før det utarbeides en regnskapsanalyse. Behovet for strategisk analyse i forkant presiseres av Penman som essensielt, da egenkapitalverdi ikke kan fastsettes uten å ta hensyn til informasjon og faktorer som kan påvirke selskapets evne til å levere resultater (Penman, 2013). Videre utarbeides fremtidsregnskap og fremtidskrav, før fremtidige kontantstrømmer diskonteres for å finne verdien til selskapet.

Innenfor fundamental verdivurdering finnes det to metoder, som prinsipielt er bygd opp på samme måte. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte ved å benytte kontantstrømmen til egenkapitalen. Selskapsmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte ved å fokusere på sysselsatt kapital og netto driftskapital. Metodene vil allikevel gi samme verdiesmat dersom en er konsistent i bruken av antagelser. Den største årsaken til at verdiesmatene ikke er sammenfallende mellom metodene er at diskonteringsrenten ikke benyttes konsistent på kontantstrømmen (Damodaran, 2012). Videre utdypes hver av metodene for fundamental verdivurdering.

Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalverdimetoden verdsettes egenkapitalen direkte ved å neddiskontere fri kontantstrøm til egenkapitalen med egenkapitalkravet (Damodaran, 2012). Metoden verdsetter potensielt utbytte, ikke faktisk utbytte fra selskapet. Den vanligste modellen ved egenkapitalmetoden er frikontantstrømmmodellen, som neddiskonterer den frie kontantstrømmen. Kontantstrømmen er gitt ved årets driftsresultat, justert for endringer i netto driftseiendeler, netto finansresultat og endring i finansiell gjeld. Andre modeller innenfor egenkapitalmetoden er utbytte-, superprofitt-, og superprofittvekstmodellen. Modellene er ekvivalente, og gir alltid samme verdiestimat dersom det er konsistent bruk.

Selskapsmetoden

Dersom en benytter selskapsmetoden velger en å se på egenkapitalen indirekte, noe som gjøres ved å først finne verdien av selskapet, for deretter å trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser (T. Koller, 2010). Verdien til selskapet kan finnes ved å bruke tre mål; total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi mener at total kapitalmetoden ikke er et godt mål på selskapets verdi, ettersom det har et for stort fokus på finansiering. Dette understøttes av Knivsflå som mener nøkkeltallet er utdatert, og vi vil følgelig ikke utdype dette videre (Knivsflå, 2017 - 17). De andre to målene, sysselsatt kapital og netto driftskapital, vil være ekvivalente dersom vektingen i kravene er korrekt.

Oppsummering

En fundamental verdsettelse legger ofte grunnlaget for andre verdsettelsesteknikker, og er essensiell ved verdsettelse av et selskap. Teknikken er arbeidskrevende, og resultatene vil være svært sensitive overfor endringer i inputverdier. Allikevel gir teknikken verdifull innsikt i selskapet, da markedet ser på kontantstrøm og ikke regnskapsmessige størrelser (Kaldestad & Møller, 2016). Da metoden fokuserer på forventede fremtidige kontantstrømmer, er en avhengig av å ha tilgang på informasjon fra tidligere regnskapsår. Dette gjør at metoden egner seg best for bedrifter som befinner seg i den modne fasen av livssyklusen. Det vil i tillegg være vanskelig å verdsette fremtidige kontantstrømmer inn i evigheten, slik at en normalt verdsetter en horisontverdi for årene utenfor budsjettperioden (Damodaran, 2012).

3.1.2 Komparativ verddivurdering

En komparativ verddivurdering fokuserer på hvordan tilsvarende selskaper er priset i markedet. Prisingen av analyseselskapet settes deretter opp mot prisingen av de komparative selskapene. Metoden er enklere enn en fundamental verddivurdering, noe som også er forklaringen på hvorfor metoden er mest utbredt i praksis. Komparativ verddivurdering er avhengig av at det eksisterer tilsvarende selskaper i markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Dette vil til dels være vanskelig i praksis, da en som regel ikke finner tilnærmet identiske virksomheter i et marked. Den som gjennomfører verddivurderingen har således stor påvirkningskraft på verdiestimatet, da verdsetteren selv bestemmer sammenligningsgrunnlaget. Ved komparativ verdsettelse er man også avhengig av at markedet stemmer, noe som ikke er nødvendig ved en fundamental verdsettelse. Dersom denne forutsetningen er til stede vil en kunne oppdage feilprising på individuell basis (selskapsnivå) ved å sammenligne selskapets multipler med multiplene i markedet (Damodaran, 2012). Komparativ verdsettelse kan deles inn i to modeller; multiplikatormodellen og substansmodellen.

Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen sammenligner man egenkapitalen eller selskapskapitalen med tilsvarende nøkkeltall hos komparative selskaper. Akkurat som ved fundamental verdsettelse vil en kunne benytte en egenkapitalmetode som gir et direkte verdiestimat av egenkapitalen, men også en selskapskapitalmetode som gir dette indirekte. Forskjellen er at en her benytter multipler eller forholdstall fra komparative selskaper i bransjen. Multiplene er forholdstall hvor aksjeprisen blir målt til størrelser i finansregnskapet som f.eks. omsetning, driftsresultat eller bokført verdi (Damodaran, 2012). Disse multiplene gir ingen informasjonsverdi i seg selv, men ved sammenligning med tilsvarende selskaper kan en hente ut informasjon om verdiestimatet til virksomheten man analyserer (Kaldestad & Møller, 2016). Som nevnt ovenfor er en ved komparativ verdsettelse avhengig av at markedet prises riktig. Det er kun dersom det er tilfellet at en kan utnytte en feilprising i markedet ved å benytte multiplikatormodellen. Hvis markedet er priset feil, vil også målselskapet prises feil. Dette skjer typisk ved en boble, som Knivsflå klassifiserer som målefeil fire (Knivsflå, 2017 - 21).

Problemet med multiplikatormodellen er at det er vanskelig å finne tilstrekkelig med selskaper som er tilnærmet identiske som målselskapet. Ved å inkludere flere selskaper i

multiplikatormodellen reduseres sannsynligheten for at verdsettelsen blir feil (Penman, 2013). Derimot er risikoen for at du inkluderer selskaper som ikke er tilstrekkelig lik målselskapet større. Dette fører derfor til at analytikeren selv kan påvirke resultatene fra analysen.

Substansmodellen

Ved bruk av substansmodellen ser en på verdien av hva selskapets eiendeler kan selges for i markedet, ved å ta utgangspunkt i komparative verdier på eiendeler. Deretter trekker en fra selskapets gjeldsforpliktelser (Penman, 2013). Modellen egner seg best ved klare sammenlignbare verdier som f.eks. i shipping eller eiendom. Det som derimot er problemet med modellen er at den ofte undervurderer verdien til egenkapitalen, da det er en rekke eiendeler som vil være balanseført til historisk kost. Den historiske verdien til f.eks. immaterielle eiendeler vil ikke være et godt estimat for den virkelige verdien, ettersom den ikke sier noe om hva eiendelen kan generere av inntekter i fremtiden (Penman, 2013). Det vil også være vanskelig å identifisere verdier som er av immateriell karakter, og således tilegne de en komparativ verdi (Damodaran, 2012). I tillegg stiller IFRS strenge krav til balanseføring, slik at noen immaterielle verdier ikke vil balanseføres. Resultatet av dette er at modellen er lite utbredt i praksis, men modellen gir allikevel en nyttig referanseverdi for å bestemme hvorvidt selskapet bør avvikles eller grunnlag for fortsatt drift foreligger.

Oppsummering

Da kostnadene forbundet med en komparativ verdivurdering er betydelig mindre enn ved fundamental verdivurdering, er komparativ verdivurdering mest utbredt i praksis. I og med at kravet til regnskapsinformasjon også er mindre for komparativ verdivurdering, vil analysen egne seg bedre for bedrifter i start og vekstfasen. Det kan derimot være vanskelig å finne komparative selskaper i en tidlig vekstfase. Analyser av dagens multipler gir et godt bilde av selskapets nåværende situasjon, men de er ikke nødvendigvis et godt estimat på fremtidig inntjening (Damodaran, 2012). Metoden egner seg derfor som et supplement til den fundamentale analysen, da en via en komparativ analyse får bedre innblikk i dagens virkelige verdi.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

En opsjonsbasert verdivurdering vil være et supplement til en fundamental verdivurdering. Ved en fundamental verdivurdering vil ofte egenkapitalen kunne være undervurdert, da en

ikke tar høyde for verdien av fleksibilitet. En slik fleksibilitet kan være retten, men ikke plikten, til å iverksette et prosjekt. Selskapet vil gjennomføre prosjektet dersom det er lønnsomt, mens det vil avvente dersom det ikke lengre er det. Endringer i priser på mineraler vil f.eks. kunne være utslagsgivende for om en ønsker å ta i bruk et ekstra gruvedfelt, eller avvente åpningen av feltet. Opsjonsbasert verdivurdering er derfor egentlig en utvidet fundamental verdivurdering, som tar høyde for denne fleksibiliteten.

Selve verdivurderingen består av to ledd. Først utformes den fundamentale verdivurderingen, for å finne den statiske verdien til selskapet. Deretter gjennomføres en verdiestimering av opsjonene, enten ved å benytte Black & Scholes modell for opsjonsprising eller binomiske modeller (Damodaran, 2012). Nåverdien av opsjonene er knyttet til en eller flere realopsjoner i driften, som igjen er knyttet til realøkonomiske eiendeler. Realopsjonen er selve verdien av å kunne ekspandere eller nedskalere innen et gitt tidsrom. De fleste realopsjonene er amerikanske, noe som innebærer at en kan benytte seg av opsjonen helt fram til et fastsatt tidspunkt.

Oppsummering

Mange av variablene som inngår i modellene nevnt ovenfor er vanskelige å estimere, noe som leder til at usikkerhetsintervallet blir stort (Kaldestad & Møller, 2016). En fundamental verdivurdering tar også til en viss grad hensyn til merverdien av fleksibilitet gjennom vekstfaktoren, som betyr at det foreligger fare for dobbeltregning ved opsjonsbasert verdivurdering (Knivsflå, 2017 - 22). Metoden egner seg derfor ikke for modne bedrifter, slik som Marine Harvest. Derimot vil den være nyttig for selskaper som besitter patenter, konsesjoner, landområder ol, som kan utvikles eller aktiveres. Slike bedrifter er som regel i startfasen eller vekstfasen, og et bredt usikkerhetsintervall vil være treffende for ekspansjonsbeslutninger i slike selskaper.

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

De ulike verdsettelsesmetodene har både sine styrker og svakheter. Valget avhenger av mange faktorer som; komparative selskaper, tidshorisont, hva som er hensikten med analysen, hvor i livssyklusen selskapet befinner seg og tilgangen på informasjon (Damodaran, 2012). Bransje og vurdering rundt avvikling eller fortsatt drift er også momenter som må inkluderes i valget.

Metodene er ikke gjensidig utelukkende, og det er derfor også naturlig å benytte flere av de ved en eventuell verdsettelse.

Fundamental verdivurdering legger grunnlaget, uavhengig av om vi benytter opsjonsbasert eller komparativ analyse som supplement. Årsaken er at forutsetningen for forståelsen av de supplerende analysene er innsikt i diskonterte kontantstrømmer fra fundamental analyse. Ved opsjonsbasert analyse fremkommer fundamental analyse som den statiske verdien før eventuell fleksibilitet regnes inn. For komparativ analyse estimeres diskonterte kontantstrømmer indirekte (Damodaran, 2012). Dette bekrefter behovet for å inkludere en fundamental verdivurdering i enhver verdsettelse. Samtidig er alle verdsettelsesmetodene svært sensitive ovenfor input, slik at det vil være hensiktsmessig å benytte flere metoder om hverandre for å få et mest mulig korrekt verdiestimat. Dersom estimatene varierer mye fra hverandre kan det være grunnlag for å analysere ulikhetene nærmere (Kaldestad & Møller, 2016).

Utfordringen ved en fundamental verdsettelse er behovet for informasjonstilgang. Metoden er også veldig omfattende og tidkrevende, men samtidig er den grundigere. For akademiske formål, slik som denne masterutredningen, vil den egne seg godt. Dette forutsetter at vi analyserer et selskap med tilstrekkelig regnskapsrapportering og livstid. Dersom selskapet befinner seg i de tidligste stadiene vil tilgangen til historisk regnskapsinformasjon være begrenset, og en fundamental verdivurdering egner seg dårlig. Komparativ analyse vil også være vanskelig å gjennomføre da det er få eller ingen tilsvarende selskaper i markedet. For eldre selskaper vil informasjonstilgangen være bedre, slik at fundamental analyse vil kunne være mer aktuelt. I tillegg er det større sannsynlighet for at det er tilstrekkelig med komparative selskaper for en multiplikatoranalyse. For bedrifter i nedgangsfasen vil en komparativ substansanalyse egne seg bedre, da det i denne fasen vil være viktig å vite hvilke verdier eiendelene kan bli solgt for i markedet.

Marine Harvest har tidligere hatt stor vekst, og selskapet har utviklet seg mye siden røttene på 70-tallet. I dag bærer derimot det fullintegreerte selskapet preg av å være et modent selskap. I de siste ti årene har selskapet opplevd stabil vekst, med enkelte unntak. Fremover i tid anses også vekstutsiktene på tilbudssiden å være stabile, såfremt ikke konsesjonsordningen endres eller disruptiv teknologi utvikles. Selskapet rapporterer i dag etter IFRS da det er børsnotert.

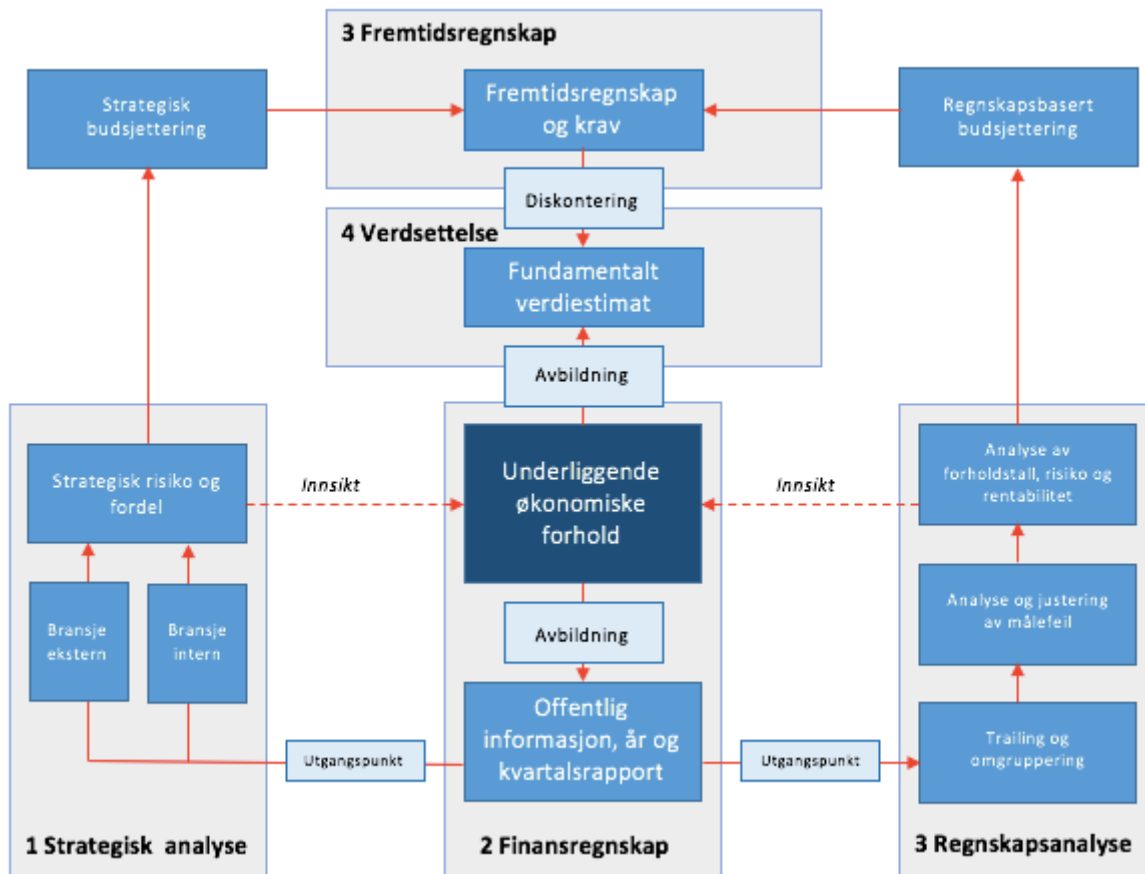
Tilgangen på historisk regnskapsdata er således tilstrekkelig, men bransjens sykliske karakter kan gi en noe ustabil inntjening. Dette kan gjøre det vanskelig å prognostisere fri kontantstrøm ved fundamental verdsettelse, men problemet kan løses ved å forlenge budsjettperioden.

Konklusjon

En kombinasjon av fundamental verdivurdering og komparativ verdivurdering vil kunne gi det beste verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2016). Det er også derfor vi velger denne løsningen for Marine Harvest. Vi mener den fundamentale analysen gir oss et godt estimat av verdien til selskapet, men vi vurderer det som viktig å supplere med en komparativ analyse for å gi et mer robust verdiestimat. Da den fundamentale analysen er mest tidkrevende og omfattende bevilges også majoriteten av oppgaven til nettopp denne analysen. Den komparative verdivurderingen blir således et supplement, noe den også oftest er i akademisk setting.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I det følgende vil vi benytte oss av rammeverket til Knivsflå (Knivsflå, 2017 - 3), som også Penman har en tilsvarende utgave av (Penman, 2013). Rammeverket består av 5 hoveddeler; strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsetting og handel på bakgrunn av verdiestimatet. I figur 3-1 er rammeverket illustrert i sin helhet.



Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Det første steget er den strategiske analysen. Målet med denne delen av oppgaven er å bli kjent med selskapet og bransjen. Dette gjøres ved å gjennomføre en kvalitativ analyse av eksterne og interne forhold. Formålet med analysen er å gi oss innblikk i selskapets mulighet til å generere superprofitt i fremtiden. Analysen består av en ekstern del som tar for seg en analyse av makroomgivelsene, og en analyse av bransjen. Formålet er å avdekke eventuelle trusler og muligheter selskapet står overfor. Analysen ser også på interne forhold, men da med fokus på eventuelle styrker og svakheter bedriften besitter sammenlignet med bransjen. Dette er en ressursorientert analyse som har til formål å avdekke strategiske ulemper og fordeler. Således gir den strategiske analysen innblikk i lønnsomhetspotensialet til selskapet relatert til bransjen (Kaldestad & Møller , 2016).

Det andre steget i rammeverket er regnskapsanalysen. Dette er en kvantitativ analyse som har til formål å avdekke de underliggende forholdene i selskapet. Regnskapsanalysen består av omgruppering av regnskapstall, for deretter å analysere og justere for målefeil i regnskapet. Omgrupperingen gjennomføres for å gjøre regnskapsoppstillingene mer investororientert,

samt fjerne unormale poster fra regnskapet. Det er de normale regnskapspostene som er mest interessante i prognostiseringen av fremtidig verdi. Etter at omgruppering og justering er gjennomført analyserer vi forholdstall, risiko og rentabilitet. De to første stegene av rammeverket utgjør den strategiske regnskapsanalysen.

Tredje steget i analysen innebærer å benytte den strategiske regnskapsanalysen til å utforme fremtidsregnskap og fremtidskrav. Her benytter vi antagelsene fra foregående ledd til å prognostisere hva de fremtidige regnskapstallene kommer til å bli, da spesielt de driftsrelaterte postene. Etter at fremtidsregnskapet er utarbeidet beregnes fremtidskravene. Til slutt beregnes den strategiske fordelene, uttrykt ved en horisontverdi.

Det fjerde steget er selve verdsettelsen, og baserer seg på den prognostiserte verdiutviklingen vi fant i steg tre. Dette gjøres ved å benytte den diskonterte kontantstrømmen for fremtidsregnskapet, samt legge til horisontverdien. Her kan en både bruke egenkapitalmetoden eller selskapsmetoden. Etter dette steget vil det også være naturlig å gjennomføre en multippelanalyse, for deretter å sammenligne verdiestimatene.

Til slutt vil vi gi en handelsstrategi basert på det analysene har avdekket. Verdiestimatet vi har prognostisert sammenlignes med børskursen, og en handler ut ifra dette. Dette klassifiserer Knivsfå som en ekstern handling (Knivsfå, 2017 - 1). En intern handling ville vært å benytte verdiestimatet som styringsgrunnlag for virksomheten, såkalt verdibasert styring.

4 Strategisk analyse

I dette kapittelet vil vi gjennomføre en kvalitativ analyse av den strategiske posisjonen til Marine Harvest i oppdrettsbransjen, samt forhold som påvirker bransjen. Ved hjelp av eksterne bransjeanalyser vil vi kartlegge hvordan forholdene i oppdrettsbransjen kan påvirke utviklingen til Marine Harvest. Vi vil også gjennomføre en intern analyse av selskapets strategiske fordeler og ulemper innad i bransjen.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Rammeverket for den eksterne bransjeanalysen vil være Porters femkraftsmodell og PESTEL-rammeverket. Femkraftsmodellen vil vi bruke for å analysere konkurransekraftene internt i oppdrettsbransjen. Modellen har fått kritikk for at den er for statisk og ikke fremtidsrettet (Stensaker, 2014). På bakgrunn av dette vil vi også gjennomføre en PESTEL-analyse for å analysere hvilke makroforhold som vil ha påvirkning på oppdrettsbransjen fremover. Femkraftsmodellen og PESTEL-analysen vil kartlegge de største mulighetene og truslene for bransjen fremover. For å se på styrkene og svakhetene til Marine Harvest vil vi benytte SVIMA-rammeverket. Avslutningsvis vil vi oppsummere styrker, svakheter, muligheter og trusler i en SWOT-analyse. SWOT-rammeverket vil hjelpe oss å fremstille kildene til potensielle bransjefordeler/ulemper og interne ressursfordeler / ulemper.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

4.2.1 PESTEL

Rammeverk

PESTEL-analysen brukes for å kartlegge hvilke forhold i makroomgivelsene som kan gi opphav til fordeler for oppdrettsbransjen (Johnson, Whittington, & Scholes, 2011). Analysen vil også gi et innblikk i hvilke fremtidsmuligheter og trusler bransjen står overfor.

Rammeverket ser på seks faktorer som til sammen skal gi et innblikk i attraktiviteten til bransjen. Faktorene en ser på er; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. Målet til rammeverket er å identifisere flest mulig faktorer som kan påvirke bransjen. Noen av faktorene vil kunne falle inn under flere av kategoriene.

Politiske faktorer

Konsesjoner

Konsesjonssystemet i norsk oppdrettsnæring er et virkemiddel fra myndighetene for å sikre en bærekraftig vekst. Dette medfører begrensede ekspansjonsmuligheter for bedriftene, samtidig som det fungerer som en effektiv etableringsbarriere for nye aktører. Myndighetene har et uttalt mål om vekst i oppdrettsnæringen (Regjeringen, 2015). Ettersom veksten må reguleres vil den skje gradvis, noe som vil være gunstig for de etablerte aktørene. Grønne konsesjoner vil føre til større konkurranse blant aktørene på miljøvennlighet, og dette kan medføre høyere kostnader. Bekjempelse av lakselus og rømning vil uansett være på oppdrettsnæringens agenda, ettersom dette kan føre til lavere nedskrivninger.

Handelsbarrierer

Russlands importstans av norske matvarer i 2014 førte til at norsk lakseoppdrett mistet tilgangen til deres største marked. Oppdrettsnæringen ble reddet av en global etterspørselsvekst, og næringen led ikke like mye som antatt (E24, 2016). USA og Storbritannia er de landene som står sterkest i kampen for å opprettholde sanksjonene mot Russland (DN, 2016a). President Trump har uttalt at han ønsker mer samarbeid og mindre konflikt med Russland. Valget av ham som president kan medføre at den amerikanske agendaen trekkes mot en lettelse av sanksjonene mot Russland (Politico, 2016). Etter britenes valg om å tre ut av EU vil også den viktigste pådriveren for sanksjoner mot Russland innad i EU bli borte. Dette kan føre til at medlemsland som rammes av sanksjonene vil presse på for å lette dem. At de to største pådriverne for sanksjoner mot Russland nå har andre politiske agendaer kan medføre en lettelse av sanksjonene mot Russland, som videre kan medføre en lettelse av importforbudet av matvarer fra EU og Norge. Slik situasjonen er i dag er det dermed begrenset diplomatisk kontakt mellom Norge og Russland. Den eneste ministeren som har vært i Russland de siste tre årene er fiskeriminister Per Sandberg (NRK, 2016a). Dette kan være et tegn på at fiskerinæringen er den næringen som ligger nærmest en forsoning med Russland. Dersom sanksjonene fra EU og USA lettes kan dette åpne opp for forhandlinger om import av sjømat til Russland.

Seks år etter at Kina bestemte seg for å straffe Norge økonomisk, som en følge av fredsprisutdelingen, begynner isfronten å smelte (NRK, 2015). Det kinesiske markedet har i

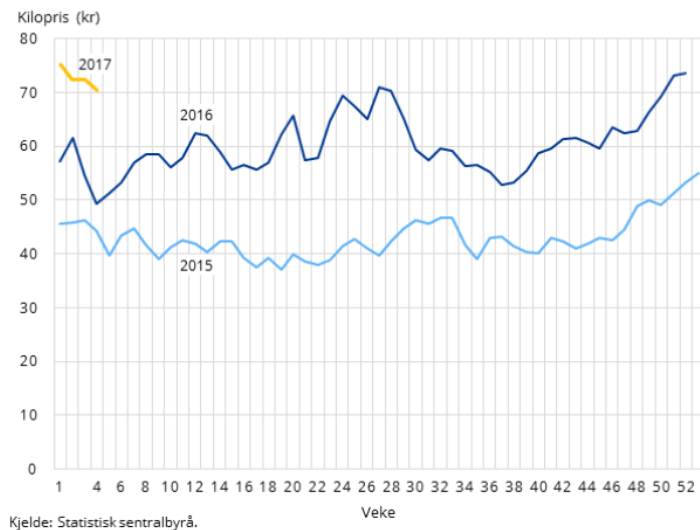
praksis vært utilgjengelig for norsk oppdrettslaks de siste seks årene. For å selge sjømat til Kina har den blitt importert til nærliggende land, for så å bli importert til Kina derfra. Dette har ført til en komplisert transportprosess, og minket marginene for de norske selskapene. Etter normaliseringen av forholdet mellom Norge og Kina tror NHO at dette vil føre til en full frihandelsavtale mellom landene (DN, 2016c). I 2010 hadde norsk laks en markedsandel på 94% innen fersk laks. I 2016 er markedsandelen på 3-4%. I denne perioden har markedet i Kina økt fra 20.000 til 70.000 tonn i året. I følge markedsundersøkelser er norsk laks foretrukket i Kina, og bransjen tror at en frihandelsavtale vil føre til at norsk laks vil ta over store deler av markedet i Kina (DN, 2016c).

Økonomiske faktorer

Etterspørsel

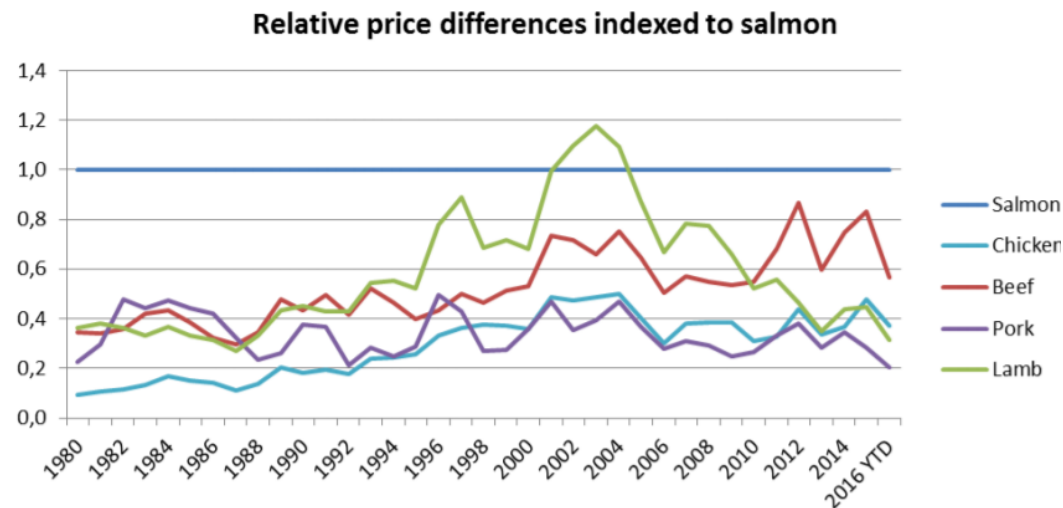
I oppdrettsbransjen er det hovedsakelig to forhold som påvirker etterspørselen, nemlig prisen på laks og prisen på substitutter. Prisen på laks bestemmes av tilbudet og etterspørselen i markedet. Historisk sett har prisutviklingen vært særdeles syklisk grunnet den lange produksjonsprosessen, men etterspørselen har vokst stabilt mellom 6-8% i perioden 2000-2015 (SFI Handbook, 2016). For 2016 har Fish Pools spotpris i snitt vært over 30% høyere enn for 2015 (se figur 4-1). Årsaken til den enorme prisutviklingen var økt etterspørsel etter laks internasjonalt, samtidig som bransjen opplevde produksjonsnedgang. Nedgangen gjorde seg spesielt merkbar i Chile, hvor algeoppblomstring reduserte biomassen betraktelig. Ubalansen mellom tilbud og etterspørsel vil nok lede til lavere pris på laks fremover, da investeringene er størst i perioder med høy pris. Dette kan også ses i tråd med at Chile etter hvert øker biomassen tilbake til «normale» nivåer, noe som i seg selv ikke er en investering i ny kapasitet, men utnyttelse av eksisterende kapasitet.

Figur 1. Eksportpris for fersk eller kjølt oppalen laks



Figur 4-1 Eksportpris for fersk eller kjølt oppdrettet laks, 2015-2017 (Statistisk Sentral Byrå (SSB), 2017)

I et samfunnsøkonomisk perspektiv er laks å anse som et nødvendighetsgode, da det faller inn under kategorien mat. En kan derfor argumentere for at prisutvikling og konjunktursvingninger vil påvirke etterspørselen etter laks i mindre grad enn andre varer, ettersom konsumenter alltid vil etterspørre nødvendighetsgoder. Ved lavkonjunkturer vil riktignok budsjettet, den økonomiske rammen, til konsumentene være redusert. Selv om laks er å klassifisere som et nødvendighetsgode er det relativt sett dyrere enn andre proteininnholdige varer (Figur 4-2). Dette kan lede til et bytte fra laks, til f.eks. kylling.



Figur 4-2 Pris på substitutter relativt til lakseprisen (SFI Handbook, 2016)

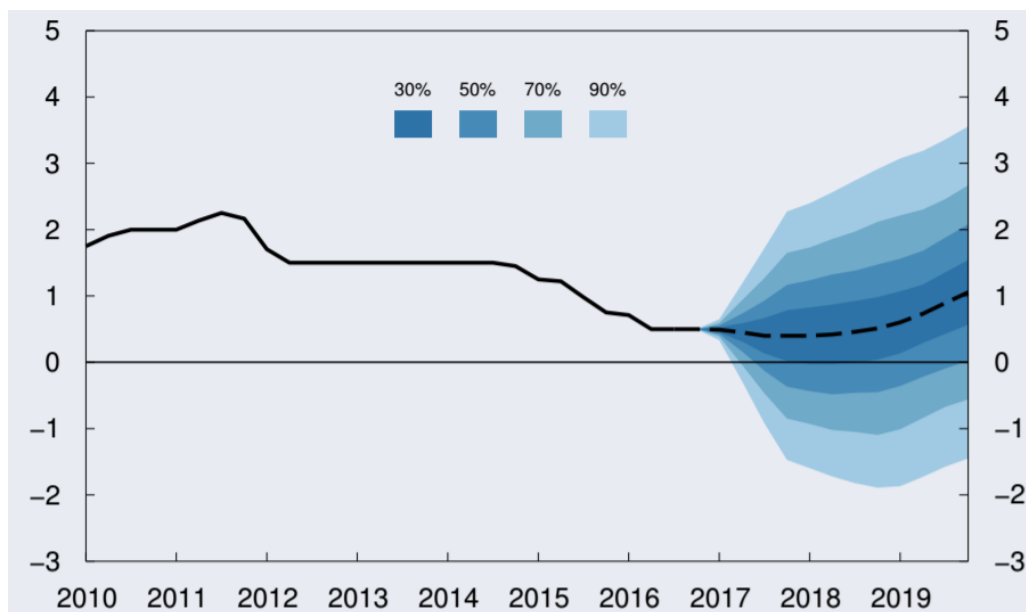
Valutakurser

I 2016 eksporterte Norge laks for 61,4 milliarder kroner, noe som er den høyeste eksportverdien av laks noensinne. Totalvolumet som ble eksportert gikk derimot ned. Ved siden av etterspørsel vil også valuta kunne prege lakseprisen, da bransjen er svært eksportorientert. De fleste kostnadene for norske oppdrettsselskap er i norske kroner, mens inntektene er å finne i utenlandsk valuta (Giskeødegård, 2016). Dette medfører dermed at en depresiering av norsk valuta vil lede til at laks blir relativt sett billigere for utenlandske aktører. Dette er med på å forklare den enorme økningen i verdi til det viktigste markedet, EU, hvor 76% av all norsk laks ble eksportert (Sjømatrådet, 2016). I slutten av 2016 opplevde bransjen en appresiering av kronen, noe som er uheldig for norske eksportører. Denne utviklingen er forventet å fortsette utover i 2017.

Selv om kostnadene fremkommer i kroner vil en være direkte avhengig av innsatsfaktorer i fôr som handles i utenlandsk valuta, hovedsakelig dollar. For Marine Harvest vil dette skje direkte via fôrdivisjonen deres, mens de andre aktørene i bransjen opplever dette indirekte via prisøkning på fôr fra deres respektive leverandører.

Rentenivå

Da oppdrettsbransjen er å anse som kapitalintensiv vil eventuelle renteendringer få konsekvenser for lønnsomheten og fremtidige investeringer. Det er Norges Bank som setter styringsrenten for de private bankaktørene, og det er denne renten som legger grunnlaget for utviklingen i rentenivået bankene velger å benytte. Ifølge fremtidsprognosene i figur 4-3 kan det se ut som at det er overveiende sannsynlighet for at rentenivået kommer til å stabilisere seg på et historisk lavt nivå. Det vil da være gunstig for aktørene i bransjen å investere mer. Norge er i tillegg i en omstillingsfase, og offentlige myndigheter har uttrykt at de ønsker å tilrettelegge for videre vekst (Norges Bank, 2016).



Figur 4-3 Potensiell fremtidig rentebane. I X-aksen finner vi styringsrenten i prosent, mens det i Y-aksen vises årstall (Norges Bank, 2016)

Sosiokulturelle faktorer

Befolkningsvekst

I 2050 er, ifølge FN, verdens befolkning forventet å passere 9 milliarder mennesker, noe som legger press på matindustrien i verden. Sjømat er den næringen med størst potensial til å utfylle etterspørselsveksten, da potensialet i havet utnyttes i liten grad for øyeblikket.

Økt velstand

De etablerte markedene vil kunne øke etterspørselen sin grunnet befolkningsvekst, men det vil også dukke opp markeder fra økonomier som ikke utnyttes i dag. Fremvoksende økonomier, spesielt i Asia og Afrika, vokser raskest ved BNP som målestokk (E24, 2015). Økt BNP sier derimot ikke noe om fordelingen av den økonomiske veksten i landet, men det er allikevel en indikator på en generell velstandsøkning. Ved høyere kjøpekraft fra nye markeder forventes det at også disse ønsker å kjøpe mat av høyere kvalitet, noe som ofte er korrelert med mer proteininnholdig mat. Det er da naturlig å forvente høyere etterspørsel etter laks.

Helsetrend

I 2014 overgikk antall overvektige antall undervektige i verden (Imperial College Research, 2016). I sosiale medier fremstilles kosttilskudd og slankeprodukter daglig av bloggere,

kjendiser og TV-programmer. I den vestlige verden er det i dag et økt fokus på å spise varierte og sunne måltider, men allikevel er det store problemer med å få bukt med fedme. Sjømat, deriblant fisk, anbefales som et middel i å få bukt med hjerte- og karsykdommer, da næringsinnholdet er rikt. Verdens Helseorganisasjon (WHO) og norske myndigheter anbefaler et sunnere kosthold som et steg i å snu denne trenden, ved siden av økt fysisk aktivitet og røykestopp (Regjeringen, 2017). På sikt kan slike oppfordringer og sosiokulturelle trender revolusjonere hverdagsrutinene til folk flest, slik en ser i Norge i dag. Her oppfordres en av helsemyndighet å spise fisk to til tre ganger i uken. Hvis andre lands myndigheter oppfordrer til det samme i fremtiden vil etterspørselen etter laks kunne øke.

Teknologiske faktorer

Økt satsing på FoU

For å møte den økte etterspørselen i markedet er bransjen nødt til å øke biomassen som produseres. Dette kan løses ved å bøte på de mange utfordringene bransjen opplever rundt produksjonen av laks. I de senere år har satsingen på FoU økt voldsomt, noe som skyldes strengere krav rundt konsesjonsordningen med innføringen av grønne konsesjoner, men også på grunn av at aktørene ønsker å være først i den teknologiske utviklingen. Det er på denne måten de kan skaffe et konkurransefortrinn som igjen kan lede til superprofitt. Lakselus og rømming er to av problemene som oppstår i forbindelse med oppdrettssyklusen. I perioden 2012-2015 økte f.eks. produksjonen av rognkjeksene, en leppefisk som spiser lus, med cirka 3000% (Nofima, 2016). Andre metoder som benyttes er laserbehandling, ferskvannsbehandling og spyling. Felles for alle er at det er knyttet store kostnader med behandlingen av lus. Det samme gjelder for rømming av laks, da skader på merder fremdeles oppstår. Et teknologisk sprang her vil gagne hele bransjen, og lede til bedre marginer.

Utvikling av fôr

Forskning som leverandører av fôr gjennomfører vil også få konsekvenser for oppdrettsnæringen, da dette som tidligere nevnt utgjør en betydelig kostnad. Selv om bransjen har en høy konversjonsrate sammenlignet med andre produsenter av proteinrikt kjøtt, er det rom for forbedring, spesielt på kostnadsfronten. Dersom en klarer å produsere med samme konversjonsrate, men med billigere innsatsfaktorer i fôret vil alle aktørene i bransjen tjene på det.

Disruptiv teknologi

I senere år har det også vært forsket mye på utviklingen av landbaserte anlegg. Dersom en klarer å utvikle dette vil det være en disruptiv teknologi. De geografiske forutsetningene som finner sted i Norge vil ikke ha samme betydning, da en i prinsippet kan produsere laks over hele verden. Det vil da være ulogisk å frakte laks fra Norge til Kina eller USA. Akva Group er et selskap som har posisjonert seg rundt denne teknologien, primært innen oppdrett av stor smolt (DN, 2016b). Dette leder til at smolten kan settes i sjøen på et senere tidspunkt, og dermed er fisken mindre eksponert for lus. Teknologien er fortsatt i en tidlig fase, men dette er noe som kan revolusjonere bransjen.

Miljømessige faktorer

Lakselus og sykdom

Oppdrettsbransjens største utfordring de siste årene har vært lakselus, ettersom det kan medføre store tap ved at laksen dør og ikke kan selges. Eksternt sliter oppdrettsbransjen med renommeet etter sterk kritikk fra miljøvernorganisasjoner. Lakselusen er ikke bare et problem for oppdrett, men kan også få store negative konsekvenser for villbestanden som kan smittes. Oppdrettsbransjen har hatt stor suksess ved bruk av rensfisk i merdene (SFI Handbook, 2016). Det har derimot oppstått problemer for rensfisk som lever i fangenskap, og dette virker heller ikke å være en langsiktig løsning. Næringen sliter med å finne en god løsning på luseproblemet.

Oppdrettsselskapene har blitt mer restriktive i bruken av antibiotika i behandlingen av laksen, men sliter fortsatt med et dårlig omdømme. Antibiotikaresistens har blitt et viktig tema, og det forskes fremdeles på om inntak av antibiotikabehandlet laks kan medføre resistens blant mennesker. Bruken av antibiotika i norsk lakseoppdrett er i dag hovedsakelig et omdømmeproblem. I 2014 ble det brukt 0.37 milligram antibiotika per kilo laks, i Chile ble det til sammenligning brukt 850 milligram. En kan dermed si at norsk laks er så godt som antibiotikafri (NRK, 2016b).

Utslipp

Matproduksjon er ansvarlig for mye forurensning, og spesielt kvegdrift setter et veldig sterkt CO₂-avtrykk (Figur 2-4). Lakseoppdrett har lavere utslipp enn det meste av matproduksjon på land, og er heller ingen storforbruker av ferskvann. Lakseoppdrett er sett på som en klimaværsting, men det er på bakgrunn av antibiotikabruk og lakselus. I alle andre henseende er oppdrettslaks et av de mer miljøvennlige produktene. Med tanke på en klimagassvennlig utvikling i matproduksjonen bør oppdrettslaks satses på.

Juridiske faktorer

Dagens lovgivning gir kun tillatelse til 2,5% fisk i merdene (Delkapittel 2.4.5). Skulle denne grensen økes til 3,5% vil dette kunne gi en stor økning i produksjon uten større investeringer. Med dagens luseproblemer er det derimot liten sannsynlighet for at grensen vil økes. Reguleringen vedrørende lakseoppdrett er ganske streng i dag, og vi mener den vil forbli på dette nivået. Det er uforsvarlig å lempe på kravene i nærmeste fremtid, men samtidig tror vi ikke at myndighetene vil stramme inn. Dette skyldes uttalte ønsker om en sterk norsk oppdrettsbransje.

Oppsummering PESTEL

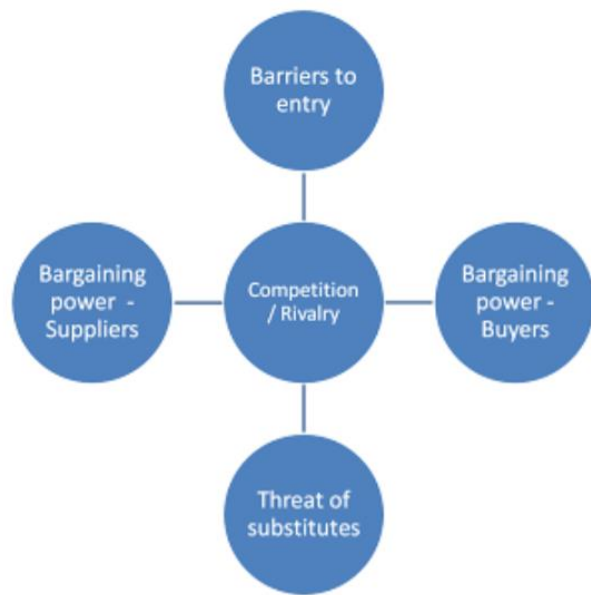
Pestel-analysen ovenfor har avdekket fremtidsmulighetene og truslene bransjen står ovenfor. De *politiske faktorene* gir muligheter for de eksisterende aktørene til å ekspandere, uten trusselen fra nyetableringer. Handelsbarrierer sørger for at noen markeder ikke er tilgjengelig i dag, men aktørene i bransjen har unngått dette problemet ved å omdirigere salget. *Økonomiske faktorer* er preget av trusselen for appresiering av den norske kronen, og usikkerheten rundt pris på laks. Den historisk lave renten gjør det allikevel mulig å gjøre billige investeringer. De *sosiokulturelle faktorene* indikerer muligheten for økt etterspørsel etter laks, enten via trender, befolkningsvekst eller økt velstand. *Teknologiske faktorer* viser muligheter i form av innovasjoner og ny teknologi, men trusler i form av potensiell disruptiv teknologi. Sistnevnte vil kunne revolusjonere bransjen og endre den geografiske spredningen av lakseoppdrett. Av de *miljømessige faktorene* anses lakselus og rømming fremdeles som de største truslene. I fremtiden forventer man å bekjempe disse utfordringene i større grad. De *juridiske faktorene* forventes verken å utgjøre en trussel eller en mulighet i fremtiden. Reglementet er i dag strengt, noe det også forventes å være i fremtiden.

Samlet sett vil bransjen være attraktiv da mulighetene er større enn truslene.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

Rammeverk

Michael Porters femkraftsmodell er et strategisk rammeverk for å foreta en ekstern analyse av lønnsomheten i en bransje (Porter, *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, 2008). Dette gjøres ved å analysere hvor utsatt bransjen er for fem ulike bransjekrefter, som illustrert i figur 4-4. De fem bransjekreftene er kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trussel fra inntrengere, trussel fra substitutter og intern rivalisering. Kraftene vurderes separat, og hvis kreftene er svake vil dette medføre høy lønnsomhet og vice versa. Ved bruk av Porters femkraftsmodell er det viktig med en tydelig bransjedefinisjon. Her fortsetter vi med den definisjonen vi utredet i delkapittel 1.3, og som vi siden har benyttet oss av.



Figur 4-4 Porters femkraftsmodell (Porter, *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, 2008)

Kunders forhandlingsmakt

I henhold til Porter kan høy forhandlingsmakt hos kunder lede til prispress i markedet. Aktørene i bransjen kan dermed være nødt til å levere større ytelse i form av kvalitet eller inngå aggressiv konkurranse (Porter, *How Competitive Forces Shape Strategy*, 1979). Konsekvensen blir lavere marginer i bransjen, noe som gjør den mindre attraktiv for investorer. Faktorene som avgjør forhandlingsmakten hos kundene er; sannsynligheten for omvendt integrering, prissensitivitet, byttekostnader, substitutter og hvordan sammensetningen og konsentrasjonen er i kundeledet (Johnson, Whittington, & Scholes, 2011).

Siden bransjen tidligere er definert som oppdrettsdelen av verdikjeden vil vi definere kundesegmentet som de umiddelbare kundene selskapene leverer til. Da majoriteten av norsk laks blir solgt til videreforedlingsindustrien bruker vi dette som grunnlag. I industrien finnes det om lag 4000 selskaper, hvor mesteparten er små (SFI Handbook, 2016). Marine Harvest

og Lerøy er blant de få betydelige aktørene i markedet. Dette vitner om et fragmentert kundesegment som i seg selv reduserer kundenes forhandlingsmakt.

Det finnes en rekke substitutter for laks om man er «end-user», men for foredlingsindustrien er det få. Selskapene har spesialisert seg i filetering, røyking og pakking av ferdigprodukter, slik at det er vanskelig å omstille personale og anleggsmidler til andre innsatsfaktorer enn laks om produksjonen (tilbudet av laks) skulle svikte. Dette kan igjen tale for redusert forhandlingsmakt hos kundene. Laks er samtidig et homogent produkt, noe som innebærer at kundene er svært prisbevisste. Dette medfører at kundene kan bytte leverandør dersom de ikke er fornøyd med prisen. Aktørene i oppdrettsbransjen blir dermed nødt til å konkurrere på kvantum, ikke pris. Byttekostnadene er således liten, noe som også kan forklares ved at man har en clearingsentral via FishPool. Spotprisene her sørger for at kundene har tilnærmet lik full informasjon i markedet. Sannsynligheten for omvendt integrering anses å være lav, da dette krever mye kapital og de fleste aktørene er små.

Sammendrag

Markedet er i tilnærmet lik fullkommen konkurranse, slik at forhandlingsmakten er sterk hos kundene. Det fragmenterte kundesegmentet og begrensingen av substitutter sørger for at forhandlingsmakten likevel ikke vurderes som høy, men moderat til høy.

Trussel fra potensielle inntrengere

Konsesjoner

Oppdrettsnæringen i Norge er strengt regulert ved hjelp av konsesjoner. For å vinne frem med en søknad om konsesjon må en vise til god historikk, og det er dermed vanskelig å skaffe seg konsesjoner for de som ikke er etablert. Den eneste reelle muligheten for inntrengere er dermed å kjøpe konsesjoner i annenhåndsmarkedet eller kjøpe opp etablerte bedrifter. Ettersom konsesjonene er så gunstige er eventuelle kjøp meget dyrt. Dette gir stor markedsmakt for de etablerte aktørene og gjør det vanskelig for potensielle inntrengere.

Kapitalbehov

Som tidligere nevnt er oppdrettsbransjen svært kapitalintensiv. Det kreves store investeringer i anlegg og fabrikker, og inntektene vil ikke komme før to til tre år etter at produksjonen er i

gang. En inntrenger må tåle omfattende investeringer, høye kostnader og ingen inntekt frem til første oppdrettssyklus er gjennomført.

Stordriftsfordeler

I lakseoppdrett er fôr den største delen av kostnadene (Tabell 2-2). Å være en stor aktør gir deg stordriftsfordeler i produksjonen av fôr eller kvantumsfordeler ved forhandling med leverandør. I kostnadsdrevne bransjer vil stordriftsfordeler være veldig avgjørende (Porter, 1979). I oppdrettsbransjen ser vi at store aktører kjøper de mindre aktørene, og at det blir stadig færre og større aktører. Dette er et tegn på at de største klarer seg best, og kan skape enda større verdier i de mindre selskapene ved oppkjøp og konsolidering. Ettersom den biologiske grensen for oppdrett med dagens teknologi er nådd i Norge blir FoU veldig viktig i årene som kommer. De bedriftene som lykkes med å kvitte seg med lakselus og andre problemer vil øke profitten og få nye konsesjoner. Ved investering i FoU er det klare stordriftsfordeler, og ny teknologi kan således redusere kostnaden per produksjonsenhet.

Lokalisering

Med dagens teknologi eksiterer det ikke mange ubenyttede lokasjoner for å drive lakseoppdrett. Dette reflekteres i at det ikke deles ut mange konsesjoner i dag. For at dette skal endres må det skje en teknologisk utvikling innen oppdrett. Skulle f.eks. landbaserte oppdrettsanlegg bli en realitet kan lakseoppdrett drives over hele verden, noe som vil endre forutsetningene for bransjen som helhet. En slik teknologi virker derimot å være langt fra klart, og kan ikke sees på som en trussel i det eksisterende markedet. Det forskes også på offshoreteknologi som vil kunne legge deler av oppdrettssyklusen ut på det åpne havet. Dette vil kunne medføre et stort vekstpotensial, men det vil fremdeles være nødvendig med merdene i skjærgården i den første delen av produksjonssyklusen i saltvann. Dette vil være en fordel for de etablerte aktørene ettersom de kan øke produksjonen uten å frykte inntrengere i samme grad som ved landbaserte oppdrettsanlegg.

Sammendrag

De etablerte aktørene i oppdrettsbransjen sitter for øyeblikket ganske trygt, og trenger ikke frykte inntrengere. Det som kan utgjøre en stor forskjell i bransjen er landbaserte oppdrettsanlegg. Ettersom dette er såpass langt inn i fremtiden, og fremdeles høyst usikkert,

har dette ikke blitt lagt særlig stor vekt på i analysen. Det er dermed lav trussel fra potensielle inntrengere i oppdrettsbransjen.

Trussel fra substitutter

Etter Porters modell er substitutter alternative varer som dekker mange av de samme behovene (Porter, *How Competitive Forces Shape Strategy*, 1979). Laks plasseres best i kategorien proteinrike matvarer. De nærmeste substituttene til laks vil være annen type fisk som ørret, torsk og makrell. Andre proteinrike matvarer som sees på som substitutter til laks er kylling, svin, storfe og annet kjøtt. Det som skiller laks fra kjøttsubstituttene er et meget høyt innhold av omega-3, og produktet ansees dermed som en sunnere matvare. Andre typer kjøtt regnes som substitutter, ettersom mange vil bytte ut laks dersom prisene er for høye eller kvaliteten for lav.

Trusselen fra annen fisk, som fiskes vilt og ikke inngår i oppdrett, er ikke veldig sterk ettersom de fleste av disse ressursene i dag er fullt utnyttet. De nærmeste substituttene til laks har dermed nådd sitt maksimale volum. Av kjøttvarene vil kylling være det nærmeste substituttet. Kylling regnes også som en sunn matvare, og er også den kjøttvaren som ligger nærmeste laks i klimagassutslipp. Kylling kan sies å være et billig alternativ til laks, men som ikke er like sunt og mindre luksuriøst. Forbrukernes kjøpekraft er dermed viktig for laksens popularitet.

Laks er et av de dyreste produktene i kategorien proteinrike matvarer, og er dermed svært utsatt for endring i forbrukernes kjøpekraft. En svekket kjøpekraft vil medføre sterkere konkurranse fra substituttene ettersom de er billigere enn laks. Økt kjøpekraft vil medføre at flere vil være i stand til å velge laks fremfor de billigere alternativene.

Sammendrag

Trusselen fra de direkte substituttene, som vil være annen fisk, kan dermed ansees å være svak. Laks har en svakere markedsposisjon enn de fleste kjøttproduktene, og er dyrere enn de fleste. Laks er derimot et sunnere produkt og har en høy stjerne hos forbrukerne. Trusselen fra kjøttsubstituttene sees dermed som moderat.

Trusselen fra substitutter kan dermed klassifiseres som lav / moderat.

Trussel fra leverandører

Dersom leverandører innehar høy forhandlingsmakt vil dette kunne lede til høye priser og lavere kvalitet på innsatsfaktorer (Porter, *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, 2008). Faktorer som avgjør forhandlingsmakten til leverandørene vil være; byttekostnader for aktørene, hvor differensiert produktet er og konsentrasjonen i leverandørleddet.

Fôr utgjør den desidert største kostnaden blant innsatsfaktorene i oppdrettsnæringen, men det er også betydelige kostnader for kjøp av produksjonsteknologi og vaksiner. Blant fôrleverandørene finner vi et svært konsentrert marked, hvor de tre største aktørene dominerer markedet ved siden av Marine Harvest. Det at Marine Harvest har valgt å anvende en omvendt integrering kan indikere at andre aktører velger å gjøre det samme, noe som vil redusere leverandørmakten. Cermaq valgte derimot å selge seg ut av EWOS i det samme tidsrommet som Marine Harvest bestemte seg for å integrere bakover.

Aktørene i fôrindustrien kan differensiere seg på en rekke karakteristikker som infrastruktur, teknologi, kunderelasjoner etc, men selve fiskefôret vil være tilnærmet likt et homogent produkt. Dette vitner om at leverandørene i liten grad kan differensiere seg på produkt, og byttekostnadene er dermed å anse som lave. Dagens leverandørmarked for fôr er allikevel svært konsentrert, og leverandørene sitter dermed med betydelig markedsrett. Kontraktene er i tillegg kost-pluss, slik at eventuelle økte råvarepriser vil tilfalle aktørene i oppdrettsbransjen, ikke leverandørene av fôr. Forhandlingsmakten til fôrleverandørene i dag vil derfor være å klassifisere som høy.

Leverandører av produksjonsteknologi vil være leverandører som besitter patenter på f.eks. innsatsfaktorer, behandlingsmetoder eller anleggsmidler. Slike patenter fører til store kostnader for aktører i oppdrettsbransjen dersom de ønsker å benytte teknologien. Dette kan være en forklarende faktor på økningen i FoU-budsjett de siste årene. For leverandører av vaksiner og behandlingsmetoder vil markedsrett være svært stor, da aktørene har stor betalingsvilje for å unngå skader på biomassen. Samtidig finnes det en rekke ulike behandlingsmetoder for f.eks. lakselus, slik at det vil være en viss form for internkonkurranse blant leverandørene av ulike behandlingsformer.

Sammendrag

Sett under ett vil en kunne klassifisere forhandlingsmakten til leverandører som høy.

Intern rivalisering

I henhold til Porter styres den interne konkurransen i en bransje av størrelsen på og hvor mange konkurrenter det finnes i bransjen. Her vil vi definere de direkte konkurrentene som bedrifter som tilbyr de samme produktene til den aktuelle kundegruppen (videreforedlingsindustrien). For å vurdere hvorvidt den interne rivaliseringen er høy eller lav ser vi på faktorer som; markedsstruktur, tilbud- / etterspørselsforhold, horisontal integrasjon, differensiering blant tilbyderne og utgangsbarrierer.

I Norge er markedet for oppdrett strengt regulert via konsesjonsordningen. Dette sørger for at myndighetene kan hindre monopol- eller duopolsituasjoner ved begrensninger på totalt kontrollert biomasse. Tidligere hadde myndighetene ett tak på 25%, mens det i dag er på 40%. Det er dermed fremdeles ikke mulig å oppnå en monopolsituasjon, men risikoen for et mer konsentrert marked har økt. Dette illustreres ved at de 10 største aktørene innehar 70% av produsert biomasse, på tross av at antall aktører i markedet er høyt. Denne konsolideringstrenden i oppdrettsbransjen har vært gjennomgående i det siste tiåret, og er ventet å fortsette (SFI Handbook, 2016). Konsolideringen skjer også på tvers av eksportmarkeder. Attraktiviteten ved å levere til et marked er i stor grad avhengig av distansen til markedet, da laks er en ferskvare. Dette var en medvirkende faktor til at Marine Harves valgte å kjøpe Aqua Chile i 2015 (Ilaks, 2017). Slike konsolideringer vil føre til lavere intern rivalisering i markedet, men i fremtiden vil videreutvikling av transportmetoder kunne øke rivaliseringen.

Etterspørselen i markedet er også en viktig faktor for den interne rivaliseringen, da høy etterspørsel gjør det lettere å klarere varene i et marked. På samme måte vil lav etterspørsel føre til en rivalisering for å selge. De siste årene har vi sett en solid og stabil vekst i etterspørselen. Det er som nevnt begrensede muligheter for å øke produksjonen, og den laksen som produseres vil ikke være vanskelig å få solgt. Etterspørselsoverskuddet vil medføre høyere laksepriser og et mer attraktivt marked for produsentene. Etterspørselsveksten er dermed en viktig faktor som reduserer den interne rivaliseringen.

Differensierte produkter blant tilbyderne vil også være en faktor som kan redusere den interne konkurransen. Primærforedlet laks er et produkt det er vanskelig å differensiere seg på for aktørene. Fiskeridirektoratet har strenge krav til produksjonen og mattilsynet har strenge krav til sluttproduktet. Dette er faktorer som gir begrensede muligheter for differensiering og fører til at all primærforedlet laks som selges er tilnærmet lik. Dette leder til en høyere intern rivalisering. Aktører som Lerøy prøver å differensiere seg ved å bygge en sterk merkevare, samt et større fokus på videreforedlingsprosessen. Marine Harvest har valgt å fokusere på en vertikal integrering bakover i verdikjeden med fôrproduksjon. Selskapene fokuserer på forskjellige områder av produksjonen, noe som er med på å øke differensieringen.

Dersom et marked har høye utgangsbarrierer vil et selskap som går med tap være villig til å gjennomføre drastiske tiltak for å øke omsetningen, noe som kan føre til priskrig i markedet. Dette som en konsekvens av at det vil være forbundet større kostnader ved å legge ned driften. I oppdrettsbransjen er det høye inngangsbarrierer, men utgangsbarrierene er ikke så høye. Dette skyldes at både konsesjoner og medfølgende produksjonsanlegg er veldig attraktivt å selge i annenhåndsmarkedet ettersom mange selskaper ønsker en horisontal integrering. En aktør kan dermed tre ut av markedet uten store tap. Dette medfører lavere rivalisering blant de interne aktørene.

Sammendrag

I sum vil faktorene som horisontal integrering, utgangsbarrierer og økende etterspørsel tale for lavere intern rivalisering blant aktørene. Derimot vil mangelen på differensiering av produkt kunne øke rivaliseringen. Konklusjonen blir dermed at rivaliseringen er lav til moderat.

Oppsummering Porter

Oppdrettsbransjen er en ganske trygg bransje med tanke på at trusselen fra inntrengere er lav. Dette gjør at de etablerte aktørene kan fortsette videre med høye marginer. Det faktum at trusselen fra substitutter også er moderat til lav gjør at bransjen ikke står i fare for å bli erstattet. Forhandlingsmakten til bransjen i begge ender av verdikjeden er derimot ganske svak, ettersom både leverandører og kunder har mye makt. I følge Porter er den interne rivaliseringen den viktigste faktoren som påvirker bransjens lønnsomhet (Porter, How Competitive Forces Shape Strategy, 1979). I oppdrettsbransjen er den interne rivaliseringen ganske lav. Når vi ser på alle faktorene under ett og ser overordnet på bransjen vil vi konkludere med at det er en attraktiv bransje og at trusselen fra de fem kreftene er moderat til lav.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I den videre strategiske analysen vil vi se på de interne ressursene Marine Harvest besitter, samt deres styrker og svakheter. For å vurdere dette vil vi benytte analyseverktøyet SVIMA og SVI. Ved SVIMA-analysen vil vi ta for oss det vi anser som de viktigste ressursene Marine Harvest innehar i dag, og drøfte disse med utgangspunkt i det nevnte rammeverket. SVI-analysen er en amputert versjon av en SVIMA-analyse, og formålet her vil være å avdekke eventuelle ulemper selskapet innehar. Analysen vil i tillegg identifisere ressurser som Marine Harvest og de andre bransjedeltakerne besitter, og som dermed er paritetsfaktorer i markedet.

4.3.1 SVIMA

SVIMA-analysen ble opprinnelig utviklet av Jay Barnes i 1991, og er et egnet verktøy for å kartlegge interne ressurser (Barnes, 1991). Ved analysen ser en på fem karakteristikk ved ressursene; om de er sjeldne, viktige, imiterbare, mobiliserte og approprierte (Tabell 4-1). For å skape et varig fortrinn, og dermed superprofitt, er ressursen nødt til å tilfredsstille alle de ovennevnte karakteristikkene. Videre utypes hver av karakteristikkene.

Sjelden: Dersom ressursen karakteriseres som sjelden vil dette tilsi at et fåtall av aktørene, eventuelt kun aktøren som analyseres, besitter ressursen. En ressurs som ikke er sjelden vil aldri kunne utgjøre en konkurransefordel, men det kan være nødvendig å inneha ressursen for å være i paritet med konkurrentene.

Viktig: Ressurser som er viktige karakteriseres av at de faktisk utgjør en forskjell for konkurranseevnen til selskapet. Dette oppnås ved at ressursen bidrar til kostnadsreduksjoner eller inntektsøkninger. Dersom selskapet besitter ressurser som ikke er viktige vil disse kun gi trivielle fortrinn, ettersom de i realiteten er verdiløse (Jakobsen & Lien, 2001).

Ikke-imiterbare: I henhold til Jacobsen og Lien deles ressursene inn i; relasjonelle-, organisatoriske-, kunnskapsmessige-, finansielle- og fysiske ressurser. Hvorvidt ressurser er imiterbare eller ikke vil bestemme om fortrinnet klassifiseres som midlertidig eller varig. Finansielle og fysiske ressurser er de enkleste å imitere, mens komplekse organisatoriske forhold vil være svært vanskelig å imitere. De finansielle og fysiske ressursene vil dermed kun gi selskapet en fordel på kort sikt på grunn av imiterbarheten (Jakobsen & Lien, 2001).

Mobilisert: Selskapet kan besitte ressurser som tilfredsstillende de andre kravene, men de vet ikke hvordan en utnytter ressursen. Ressursen vil således kun anses som et potensielt fortrinn, da den ikke generer økonomiske verdier til selskapet.

Appropriert: Hvis selskapet selv ikke sitter igjen med de økonomiske gevinstene ressursen genererer vil verdien av ressursen ikke være beholdt. En må sørge for at verdien approprieres og ikke tilfaller andre aktører.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Tabell 4-1 Utfallsmatrise ved bruk av SVIMA-analysen (Barnes, 1991)

4.3.2 Pariteter

For å være i tråd med konkurrentene er det viktig at man besitter ressurser som er nødvendige for å konkurrere i bransjen. Dette er ressurser som er nødt til å være til stede for å generere gjennomsnittsavkastningen i markedet, men som på ingen måte generer noen form for konkurransefortrinn.

Som vi tidligere har vært inne på er Marine Harvest involvert i flere land, noe som vil være en styrke ved f.eks. handelsbarrierer eller sykdomsutbrudd. Ved å separere produksjonen på tvers av landegrensler vil en ikke være like utsatt dersom sykdomsutbrudd skulle oppstå, og en har samtidig muligheten til å navigere seg rundt eventuelle handelsbarrierer. Blant konkurrentene har f.eks. Cermaq og Grieg oppdrettsanlegg i flere verdensdeler, mens Lerøy og SalMar har en joint venture i Skottland. En ser dermed at virksomhet i flere land kun vil klassifiseres som en paritetsfaktor for Marine Harvest.

Anskaffelse av kapital vil også kunne ses på som en paritetsfaktor. I presentasjonsdelen så vi at Marine Harvest, Grieg, Lerøy og SalMar alle er børsnoterte selskaper. Dette sørger for at

kapitaltilgangen i bransjen er god, da selskapene kan utstede flere aksjer for å innhente kapital. Marine Harvest er også notert på NYSE, hvor kravene til å havne på børs er strenge. Man kan potensielt anse dette som et fortrinn, og således innlemme det i SVIMA. Vi anser kapitaltilgangen i oppdrettsbransjen for å være tilstrekkelig, slik at dette ikke vil kunne generere et strategisk fortrinn.

Selskapet har siden oppkjøpet av Morpol drevet med videreforedling og salg. I markedet for videreforedling er Marine Harvest blant de største, men markedet er svært fragmentert. Det er derimot flere andre aktører som også kontrollerer denne delen av verdikjeden, slik at dette kun kan anses å være en paritetsfaktor. Det samme gjelder genereringen av innsatsfaktorene egg og smolt. Både Lerøy, Grieg, SalMar og Cermaq starter alle produksjonssyklusen sin fra egg. De innhenter dermed ikke ferdigsmolt i stor skala, men utvikler den selv fra egget.

4.3.3 Strategiske fordeler

Egen fôrproduksjon

I oppdrettsbransjen utgjør fôr den største kostnaden for aktørene, og leverandørmakten er stor ettersom markedet for fôrproduksjon er svært konsolidert. Dette var også rasjonale bak Marine Harvest sin omvendte integrering i 2014. I dag er selskapet den eneste aktøren som driver egen fôrproduksjon, og det kan dermed tenkes at de besitter et varig strategisk fortrinn.

Sjelden: I dag er Marine Harvest den eneste aktøren som er tilstede i hele verdikjeden, fra produksjon av fiskefôr til salg av sluttprodukt. Produksjonen av fôr er noe som i seg selv er unikt, da de andre aktørene i oppdrettsbransjen kun kjøper fra fôrprodusenter. Konklusjonen blir dermed at ressursen er sjelden.

Viktig: I fôrmarkedet er det i dag kost pluss kontrakter, som innebærer at det er oppdrettsaktørene som bærer eventuelle prisøkninger på innsatsfaktorer. En pris lavere enn markedspris vil kunne skape superprofitt i og med at prisen på sluttproduktet (sløyet laks, ikke videreforedlet) er gitt i markedet. Cermaq har fremdeles tette bånd til sin tidligere fôrdivisjon EWOS, men en kan allikevel anta at oppdrettsaktørene på generell basis betaler tilnærmet markedspris for fôr. Ressursen vil dermed kunne klassifiseres som viktig for å oppnå konkurransefortrinn i bransjen, da den utgjør en stor del av kostnadsbildet.

Ikke-imiterbar: En omvendt integrasjon, også kalt vertikal integrasjon, er ikke noe nytt i bransjen. Cermaq har eid EWOS, men solgte seg ut av selskapet i 2013. Ressursen er således mobil, og kan erverves. Den er dermed også imiterbar for andre konkurrenter i bransjen. Dette skyldes hovedsakelig at ressursen i stor grad er knyttet til fysisk og finansiell kapital, som i henhold til definisjonen av ressurser er de letteste å kopiere. Samtidig er det ingen av de andre aktørene som har valgt å integrere vertikalt bakover i verdikjeden, til tross for at dette har vist seg lønnsomt for Marine Harvest (SFI Handbook, 2016). Rasjonale bak dette må være at lønnsomheten av en eventuell fôravdeling avhenger i stor grad på størrelsen av produsert kvanta. Marine Harvest er atskillig større enn sine største konkurrenter og selskapet kan dermed oppnå skalafordeler ved egenproduksjon av fôr, noe konkurrentene vil få problemer med å imitere.

Imitasjon av ressursen vil derfor være mulig, men mengden kapital og risiko som kreves vil gjøre den mindre attraktiv for de andre aktørene i bransjen. Samtidig har fôravdelingen på Bjugn vist seg å være profitabel og Marine Harvest utvider nå produksjonen til Skottland. Det er derfor mest nærliggende at andre aktører også ser muligheten til å integrere bakover i verdikjeden. Det tok midlertidig Marine Harvest tre år fra investormelding til fabrikkens sto ferdig, og en antar at det samme vil gjelde konkurrentene. Således vil Marine Harvest kun besitte en midlertidig fordel og ressursen klassifiseres som imiterbar.

Mobilisert: Opprettelsen av fôrdivisjonen innebar stor kapitalbinding i driftsmidler. Ved oppstart av fôrproduksjonen var det bekymringer rundt hvorvidt anlegget ville lede til en strategisk fordel. Da planene fremover for fôrproduksjon er ekspansjon, og anlegget på Bjugn samtidig har levert over forventning, vil en kunne hevde at ressursen er mobilisert i Marine Harvest sin strategi.

Appropriert: Marine Harvest opplyser at fôrproduksjonen har vært lønnsom siden oppstart, og det er derfor nærliggende å anta at det er selskapet selv som sitter igjen med de økonomiske verdiene fôrproduksjonen genererer.

For innsatsfaktorer i fôrproduksjon antas prisen på disse å være tilnærmet uendret. Årsaken er at etterspørselen etter disse innsatsfaktorene ville vært lik dersom Marine Harvest hadde

inngått kost-pluss kontrakt med Skretting istedenfor. Preiseffekten i fôrmarkedet antas dermed å være minimal ved at Marine Harvest er selvforsynt.

Da både produksjonen i dag er lønnsom og Marine Harvest har planer om videre ekspansjon konkluderer vi med at ressursen er appropriert.

Konklusjonen vises i tabell 4-2:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 4-2 Konklusjon for ressursen egen fôrproduksjon ved bruk av utfallsmatrisen for SVIMA-analyse.

Innovasjonskompetanse

Marine Harvest er markedsleder i oppdrettsbransjen, men for å bevare denne posisjonen er det et konstant behov for å ta i bruk de beste og nyeste løsningene. Investering i forskning og utvikling er dermed et av tiltakene selskapet benytter for å beholde posisjonen som markedsleder. Spørsmålet blir således om innovasjonskompetansen i Marine Harvest leder til en strategisk fordel.

Sjelden: I bransjen er det få aktører som satser like mye på forskning og utvikling som Marine Harvest. Dette skyldes at det er få aktører som har kapital og evne til å følge opp FoU-aktiviteter, da majoriteten av produsentene av laks er små (SFI Handbook, 2016). Unntaket er SalMar, med blant annet InnovaMar. Det er derfor hovedsakelig kun SalMar og Marine Harvest som har en betydelig andel av FoU-prosjekter relatert til oppdrett av laks. Ressursen anses som sjelden i bransjen.

Viktig: Innovasjoner i bransjen vil (og har) blant annet lede til bedre løsninger for å forhindre lakselus og sykdommer, redusere produksjonstiden i havet, få bukt med rømming og å redusere Co2-utslipp. Eksempelvis ledet innføringen av automatisert fôring til redusert behov for ansatte i bransjen, samtidig som det gjorde reguleringen av fôr til fisk enklere og mer kostnadseffektivt.

Marine Harvest har tidligere vært med på å utvikle en ny vaksinasjonsmaskin i samarbeid med et forskningsprosjekt (Innovasjon Norge, 2012). Dette ledet til en kraftig effektivisering

av vaksinasjonsprosessen. Maskinen utførte 12,5 ganger flere vaksinasjoner enn en spesialisert arbeider. Selskapet har også vært tungt involvert i utviklingen og testingen av såkalte lukkede anlegg (Ilaks, 2014). Denne satsningen øker ytterligere med den nye modellen, det såkalte «egget». Marine Harvest har satt av 600 millioner i forsøket på å utvikle egget og samtidig søkt om 14 utviklingskonsesjoner i 2016 (NRK, 2016c).

Det har også tidligere vært nevnt at fremtidig konsesjonsgivning er regulert mer miljøvennlig, noe som leder til strengere krav for aktørene. For Marine Harvest vil det derfor være en direkte økonomisk verdi i å satse på videreutvikling av systemer for å fjerne lus, hindre rømming og redusere Co2-utslipp.

I sum er derfor innovasjon en viktig ressurs for å beholde posisjonen som markedsleder, samt generere videre superprofitt.

Ikke-imiterbar: Innovasjon innebærer store kostnader som ikke nødvendigvis leder til direkte henførbare resultater i form av økonomisk verdi. Dette er en risikofaktor for aktørene som velger å satse på innovasjon. En annen ulempe er at det vil være mulig for konkurrentene å tilegne seg tilsvarende teknologi dersom den skulle vise seg å være verdifull. Sistnevnte utdypes under punktet appropriert.

Konklusjonen blir dermed at innovasjonskompetanse er en ressurs andre aktører kan imitere, men det kan være kapitalkrevende.

Mobilisert: Ved nye innovasjonsløsninger, som vaksinasjonsmaskinen, er det naturlig at Marine Harvest ønsker å utnytte denne kompetansen når den er ferdigutviklet. Det samme vil gjelde andre prosjekter, slik som lukkede anlegg. Det vil derimot alltid være en rekke prosjekter som er i en utviklingsfase, og derav ikke vil kunne klassifiseres som mobiliserte. Dette er naturlig da prosjektene ikke er ferdigutviklet og følgelig ikke vil kunne bidra med forventet verdi. Innovasjonskompetansen er derfor en mobilisert ressurs, da eventuelle nye verdiskapende innovasjoner tas i bruk fortløpende.

Appropriert: Som vi var inne på var det mulig for andre aktører å imitere tilsvarende teknologi, så spørsmålet videre blir derfor om det faktisk er Marine Harvest selv som beholder

verdien av innovasjonskompetansen. Staten er involvert i en rekke forskningsprosjekter relatert til havbruksnæringen, med sikte på å utvikle løsninger som vil komme bransjen som helhet til gode. NoFima Marin og Sintef er forskningsaktører som får støtte fra offentlig sektor. En rekke av prosjektene hvor det bevilges utviklingstillatelse, må en forvente å dele kunnskapen og erfaringen en har tilegnet seg (Fiskeridirektoratet, 2016). Det kan dermed se ut som at en rekke prosjekter som opplever suksess kun leder til paritet.

Det som derimot taler imot dette er breddesatsningen til Marine Harvest. De aller største prosjektene for utvikling krever betydelig kapitalinnskudd, og vil være risikabelt for mindre aktører å satse på. Mindre prosjekter kan selskapet i stor grad bevilge midler til selv, og slike bedriftshemmeligheter må en ikke dele med bransjen. Patentlovgivningen sørger for at en i utgangspunktet er beskyttet i opptil 20 år. Konklusjonen er at innovasjonskompetansen approprieres av Marine Harvest, selv om erfaringen fra noen av utviklingsprosjektene deres må deles med bransjen.

Konklusjonen vises i tabell 4-3:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 4-3 Konklusjon for ressursen innovasjonskompetanse ved bruk av utfallsmatrisen for SVIMA-analyse.

Selskapets størrelse

Marine Harvest er verdens største laksoppdrettsselskap. I Norge er Marine Harvest omtrent dobbelt så stort som sine to største konkurrenter, SalMar og Lerøy Seafood (Tabell 2-1). Marine Harvest er også størst i Storbritannia, samt nest størst i både Chile og USA. Størrelsen til Marine Harvest er en ressurs, og hvorvidt denne ressursen generer en strategisk fordel vil vi analysere ved hjelp av SVIMA verktøyet.

Sjelden: Det at Marine Harvest er en stor aktør er ikke nødvendigvis sjeldent i seg selv, da det er mange store bedrifter i oppdrettsbransjen. Det faktum at Marine Harvest er størst med klar margin gjør derimot størrelsen til selskapet sjelden.

Viktig: Om ressursen størrelse skal være viktig må den ha en innvirkning på driftsmarginen. For å påvirke driftsmarginen må ressursen føre til reduserte kostnader eller økte inntekter.

Marine Harvest er ikke den mest kostnadseffektive aktøren i bransjen, det er SalMar (Kapittel 2.6.2). Det er også en trend i bransjen at de mindre oppdrettsselskapene har bedre driftsmarginer, enn de største (SFI Handbook, 2016). Dette kan indikere at en bedrift må akseptere en lavere driftsmargin for å vokse. Det vil samtidig være en fordel å være en stor aktør i forbindelse med forhandlinger med kunder og leverandører. Selskapets størrelse i seg selv vurderer vi, med bakgrunn i drøftelsen i dette avsnittet, til ikke å være en strategisk fordel.

Ikke-imiterbar: Ettersom veksten i næringen er regulert i så stor grad av myndighetene er det tilnærmet umulig for konkurrentene å vokse seg like store som Marine Harvest. Den eneste muligheten for å skape et selskap på størrelsen til Marine Harvest vil være en fusjon mellom Lerøy og SalMar. Dette er meget usannsynlig ettersom de to aktørene har veldig ulike strategier. Vi konkluderer med grunnlag i dette at ressursen er ikke-imiterbar.

Mobilisert: Ressursen er mobilisert ved forhandlinger med både leverandører og kunder. Marine Harvest utnytter også ressursen ved drift i stor skala. Vi konkluderer med at Marine Harvest har mobilisert ressursen i driften.

Appropriert: Størrelsen til Marine Harvest gjør at de kan utnytte forskning og drift i stor skala på en effektiv måte. Ettersom laks er et homogent produkt selges laks for den samme prisen uansett leverandør, og fordeler ved storskalaproduksjon tilfaller derfor ikke til kunden. Ressursen approprieres dermed av Marine Harvest.

Konklusjonen vises i tabell 4-4:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn

Tabell 4-4 Konklusjon for ressursen størrelse ved bruk av utfallsmatrisen for SVIMA-analyse.

4.3.4 SVI

En SVI-analyse er en videreutvikling av Barneys SVIMA-analyse, utarbeidet av Jakobsen og Lien i 2001. SVI-analysen brukes til å analysere strategiske ulemper ved mangelen av en ressurs. I en SVI-analyse skal det fastsettes hvorvidt ressursen er *savnet*, *viktig* og *ikke imiterbar* (Jakobsen & Lien, 2001).

Savnes?	Viktig?	Ikke imiterbar?	Konsekvens
Nei	Nei	Nei	Paritet
Ja	Nei	Nei	Triviell ulempe
Ja	Ja	Nei	Midlertidig ulempe
Ja	Ja	Ja	Varig ulempe

Tabell 4-5 Utfallsmatrise ved bruk av SVI-analysen (Jakobsen & Lien, 2001).

I motsetning til SVIMA, som brukes til å analysere verdien av en ressurs bedriften besitter, brukes SVI til å analysere de ressursene du mangler, men andre bedrifter i bransjen besitter. *Viktig* og *ikke imiterbar* er like analysepunkter som i SVIMA, men i SVI analysen brukes *Savnes* og *ikke sjelden* (Tabell 4-5). På dette punktet skal det analyseres hvorvidt bedriften ønsker å inneha denne ressursen.

4.3.5 Strategiske ulemper

Kostnadseffektivitet

I 2009 startet SalMar utviklingen av et moderne og kostnadseffektivt anlegg for ilandføring, slakt og bearbeiding av laks. Det sto ferdig på Frøya i 2010. Denne investeringen i innovasjon og automatisering i prosesseringen av laks har gjort SalMar til det mest kostnadseffektive oppdrettsselskapet i Norge (InnovaMar, 2017). Kostnadseffektiviteten er en viktig ressurs i SalMars drift, og vi vil videre analysere om mangelen av denne ressursen gir Marine Harvest en strategisk ulempe.

Savnes: Marine Harvest fokuserer som alle andre oppdrettsselskap på å være automatiserte og kostnadseffektive. SalMar har gjennom gode investeringer på dette området kommet lengre enn Marine Harvest, og dette er naturligvis en ressurs Marine Harvest savner.

Viktig: Det er vanskelig å differensiere seg på sluttprodukt i oppdrettsbransjen, noe som medfører at oppdrettsbransjen er en kostnadsdrevet bransje. I en kostnadsdrevet bransje er kostnadseffektivitet veldig tett knyttet opp mot driftsmarginer, og er således en meget viktig ressurs.

Ikke imiterbar: SalMar startet InnovaMar-prosjektet i 2009 og anlegget sto klart i året etter. Marine Harvest har god tilgang på kapital og har et særskilt fokus på FoU. Med solide

investeringer rettet mot å forbedre kostnadseffektiviteten kan Marine Harvest oppnå den samme effekten. SalMars kostnadseffektivitet er dermed imiterbar.

Konklusjonen vises i tabell 4-6:

Savnes?	Viktig?	Ikke imiterbar?	Konsekvens
Ja	Ja	Nei	Midlertidig ulempe

Tabell 4-6 Konklusjon for ressursen kostnadseffektivitet ved bruk av utfallsmatrisen for SVI-analyse.

Sterk merkevare

Lerøy Seafood kan spore sine røtter helt tilbake til slutten av 1800-tallet. Etter sin oppstart i Bergen har Lerøy blitt en meget sterk merkevare både i Bergen og resten av landet (Lerøy, 2017). I motsetning til Marine Harvest så har Lerøy en merkevare du kan kjenne igjen i butikkene, og du vet som regel at du kjøper et produkt av Lerøy. Selskapet har satset hardere på den siste delen av verdikjeden og opererer veldig nærme forbrukerne.

Savnes: Marine Harvest selger hovedsakelig laks til videreforedling. Den laksen de selv videreforedler selges i stor grad som røkt laks i Europa. Røkelaksen selges ikke under merkevaren Marine Harvest, men under diverse andre merkevarenavn. Dersom Marine Harvest besatt en sterk merkevare kundene hadde positive assosiasjoner til, kunne all laks fra selskapet vært solgt under denne merkevaren. Derfor mener vi at Marine Harvest savner en sterk merkevare.

Viktig: En sterk merkevare ville åpnet store muligheter for Marine Harvest i salg av videreforedlet laks. Marine Harvest er den største produsenten, og kunne kapret en større del av markedet ved å øke merkevarekjennskapen. Forskjellen mellom merkevaren Marine Harvest og Lerøy er at forbrukerne muligens vil forbinde Lerøy med sjømat, og Marine Harvest med fiskeoppdrett. En sterk merkevare er viktig i alle bransjer, spesielt i matvarebransjen.

Ikke imiterbar: Lerøy har gjennom over hundre år bygget opp sin merkevare. Den tradisjonelle merkevaren Lerøy kan ikke imiteres av Marine Harvest. Merkevaren Lerøy ble etablert på en tid der det var positive assosiasjoner til fiske og sjømat. En tilsvarende relasjon har ikke forbrukerne til oppdrettsnæringen, som har slitt med mye negativ omtale. Det finnes heller ingen liknende merkevarer Marine Harvest kan kjøpe. Lerøys sterke merkevare er dermed ikke imiterbar.

Konklusjonen vises i tabell 4-7:

Savnes?	Viktig?	Ikke imiterbar?	Konsekvens
Ja	Ja	Ja	Varig ulempe

Tabell 4-7 Konklusjon for ressursen merkevare ved bruk av utfallsmatrisen for SVI-analyse

4.4 SWOT-analyse

Resultatene fra den strategiske analysen kan samles i en SWOT-analyse. Formålet til analysen er å illustrere svakheter, styrker, muligheter og trusler, ved å ta utgangspunkt i de interne og eksterne forholdene. De interne forholdene illustreres ved svakheter og styrker, mens de bransjemessige forholdene fremkommer av potensielle muligheter og trusler. Svakheter og styrker viser rentabiliteten for Marine Harvest, altså selskapet selv. Muligheter og trusler ser på rentabiliteten for bransjen som helhet. I figur 4-5 har vi illustrert de viktigste punktene i hver av de fire områdene.

<p>Styrker</p> <p>Konkurransfordeler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Innovasjonskompetanse - Egen fôrproduksjon <p>Paritet:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kapitaltilgang - Geografisk spredning - Kontroll på hele verdikjeden 	<p>Svakheter</p> <p>Konkurransulemper:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kostnadseffektivitet - Manglende merkevarenavn - Lite differensiert produkt
<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Åpning av markeder - Økt etterspørsel - Lavt rentenivå - Lukkede anlegg og dypvannsanlegg - Vanskelig for nye aktører å etablere seg 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - Svingende laksepriser - Miljøutfordringer - Stor forhandlingsmakt hos kunder - Få forleverandører - Politiske sanksjoner - Disruptive teknologier

Figur 4-5 Oppsummering av den strategiske analysen i en SWOT-modell

Resultatene fra den strategiske analysen vil være fremtredende i argumentasjonen for valgene vi foretar videre i oppgaven, spesielt i kapittel 9. Forklaringene av nøkkeltall i den strategiske regnskapsanalysen forankrer seg også i den strategiske analysen. Dette medfører at den kvalitative analysen er viktig for de andre delene av oppgaven.

5 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en regnskapsanalyse av Marine Harvest. Hensikten med analysen er å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Vi ønsker å bruke de historiske resultatene til å projisere de fremtidige resultatene til selskapet, og det er da viktig at vi klarer å skille ut de underliggende forholdene. Vi vil prøve å avdekke forholdene ved hjelp av en omgruppering og normalisering av finansregnskapet.

Finansregnskapet brukes både internt i bedriften og av eksterne brukere. Av de eksterne brukere kan vi grovt skille mellom investorer og kreditorer. Investorene vil bruke regnskapet til å analysere superprofitt og kreditorer vil bruke det til å analysere risiko opp mot renter. Ettersom vi skal gjennomføre en investororientert verdsettelse vil vi gjennomføre en investororientert regnskapsanalyse.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen vil vi bygge på rammeverket til Knivsflå, som benytter fire steg (Knivsflå, 2017 - 3).

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

Trailing av årsregnskap brukes når en ønsker å inkludere det inneværende året i analysen, men ikke har alle kvartalsrapportene. Om du mangler tall for 4. kvartal 2016 og skal bruke hele 2016 i analysen så utarbeider man prognoser for hvordan årsregnskapet vil bli ved hjelp av 4. kvartal året før og de tre tidligere kvartalsregnskapene. Ettersom vi gjør vår analyse av Marine Harvest tidlig i 2017 velger vi å ikke ta med 2017 i analysen, og vi har følgelig ikke behov for å bruke trailing i denne regnskapsanalysen.

Det neste steget i regnskapsanalysen er å omgruppere og normalisere regnskapet. Slik finansregnskapene presenteres kan man se at de er bedre egnet for kreditorer enn investorer. Vi ønsker et investororientert regnskap og må derfor omgruppere det. I følge Frøystein

Gjesdal er det relevant for en investor å skille avkastningen på driften fra avkastningen på finansien (Gjesdal, 2007). Vi vil dermed omgruppere resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstillingen slik at de skiller drift fra finans. Ettersom vi skal bruke tidligere regnskap til å projisere videre vekst er det essensielt at vi skiller normale poster fra unormale poster. Dette gjør vi under normaliseringen av regnskapet.

Det tredje steget i regnskapsanalysen er analyse og justering av målefeil. Når man følger regnskapsprinsippene til IFRS vil det være poster hvor de regnskapsførte verdiene skiller seg fra de reelle verdiene. Dette er målefeil. Justering av målefeil utføres for å få et regnskap med mindre støy og som viser de virkelige verdiene på en bedre måte.

I steg 4 vil vi bruke tallene som er utarbeidet gjennom steg 1 til 3 i en analyse av forholdstall. Forholdstallene brukes til å måle lønnsomhet og soliditet. Regnskapsanalysen legger det tallmessige grunnlaget for verdsettelsen og er dermed en meget viktig del. Valgene foretatt her vil få store konsekvenser for den videre verdsettelsen.

Før vi begynner med den kvantitative regnskapsanalysen må vi ta noen praktiske valg. Det første valget er valg av analysenivå. Deretter må vi bestemme analyseperiode. Til slutt må vi velge komparative virksomheter. Dette er viktige beslutninger ettersom de legger rammene rundt regnskapsanalysen.

5.1.1 Valg av analysenivå

Når valg av analysenivå skal bestemmes må vi først vurdere om vi ønsker å analysere Marine Harvest ASA som er morselskap eller Marine Harvest Group, konsernet. Marine Harvest er i høy grad driftsmessig integrert, og dette argumenterer for å bruke konsernregnskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Vi vil på grunnlag av dette gjøre en analyse av konsernregnskapet til Marine Harvest Group.

Det neste steget i valg av analysenivå er en eventuell oppsplitting av forretningsområder. Forretningsområdene fôr, oppdrett og videreforedling skulle ideelt sett vært splittet for å kunne se trender i hvert forretningsområde. Dette gjelder spesielt fôravdeling ettersom Marine Harvest er den eneste aktøren som har fôrproduksjon integrert i driften. Problemet med en oppsplitting av forretningsområder er at det krever veldig mye forretningsinformasjon som vi

ikke sitter på. Risikobildet er også ganske sammenfallende for de respektive forretningsområdene. Selskapet har flere geografiske forretningsområder. Et argument for å splitte opp de geografiske forretningsområdene er endring i valuta. Vi anser dette ikke som et så omfattende problem og mener analysen vår blir bedre med god konserninformasjon, enn med dårlig informasjon om de forskjellige geografiske forretningsområdene. Vi har dermed bestemt å analysere konsernets forretningsområder samlet. Både de geografiske og de driftsmessige.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Konjunkturfølsomhet i bransjen er en viktig faktor i valg av analyseperiode. I en konjunkturfølsom bransje er det viktig å få med både opp- og nedturer for å sørge for at analyseperioden representerer bransjen. Vi anser oppdrettsbransjen som svært syklisk, ettersom den følger lakseprisene tett. Prisen på laks avgjør i høy grad profitabiliteten i bransjen. Når vi velger analyseperiode er det dermed viktig at vi får med år med både høye og lave laksepriser. Oppdrettsbransjen opplevde høye priser i 2010 og 2011, mens det i 2012 var en nedtur. Etter 2012 har prisene steget. For å få med en syklus som er representativ for bransjen mener vi at 2011 – 2016 er en god analyseperiode, da vi får med hele syklusen i bransjen.

Et annet viktig moment i valg av analyseperiode er bedriftens utvikling. Vi ønsker å analysere Marine Harvest slik det fremstår i dag, og er dermed ikke interessert i år der selskapet fremstod på en annen måte. Investeringen i egen fôravdeling har gjort at Marine Harvest har utviklet seg de siste årene. Vi mener at etter reorganiseringen i 2010 ble Marine Harvest i stor grad til det firmaet vi ser i dag (SFI Handbook, 2016). Dette gjør at vi fastsetter analyseperioden fra 2011 – 2016, med 2010 som inngangstall.

5.1.3 Valg av komparative virksomheter.

Som tidligere nevnt i oppgaven ser vi på Lerøy, Cermaq, SalMar og Grieg som Marine Harvest sine nærmeste komparative virksomheter, ettersom de utgjør en stor del av bransjen. Knivsflå argumenterer for at selskapet som analyseres også skal tas med i bransjen ettersom de utgjør en del av bransjen (Knivsflå, 2017 – 3). Ulempen ved å ta med Marine Harvest er at selskapet utgjør omtrent halve oppdrettsbransjen, og alle forskjeller mellom selskapet og bransjen vil dermed halveres. Med Marine Harvest i bransjen vil vi i stor grad sammenlikne

dem med seg selv, og vi mener dette vil svekke verdien av analysen. I regnskapsanalysen ønsker vi å finne forskjellene mellom Marine Harvest og resten av bransjen, og vi har dermed besluttet å ikke inkludere Marine Harvest i bransjen.

Etter at Cermaq ble kjøpt opp av Mitsubishi (Kapittel 2.6.3) mener vi store deler av sammenligningsgrunnlaget er borte. Dette skyldes at de ikke opererer under de samme rapporteringsreglene som resten av selskapene i bransjen. Cermaq har også vært i stor endring i løpet av analyseperioden, noe som vil ha en uheldig innvirkning på analysen vår. Vi har dermed valgt å ekskludere Cermaq fra regnskapsanalysen. De komparative selskapene i regnskapsanalysen blir dermed Lerøy, SalMar og Grieg.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Under presentasjon av rapporterte tall vil vi presentere resultatregnskap, balanse, endring i egenkapital og kontantstrøm for årene 2010 til 2016 (Tabell 5-1, 5-2 og 5-3). For 2016 har vi brukt tallene fra kvartalsrapportene, ettersom vi ikke har hatt tilgang til årsrapporten.

Kvartalsrapportene er ikke like detaljerte som årsrapportene og vi mangler informasjon på noen poster. Det er også verdt å legge merke til at de akkumulerte kvartalsrapportene ikke er revidert. I 2016 endret Marine Harvest presentasjonsvaluta fra NOK til EUR. Vi har valgt å omregne fra EUR til NOK i 2016 ettersom de har brukt NOK i de foregående årene. De komparative selskapene benytter også NOK som presentasjonsvaluta. Ved omregning av balanseposter har vi brukt sluttkurs for året og ved omregning av resultatposter har vi brukt en gjennomsnittskurs for 2016. Vi sitter ikke på informasjon om når alle transaksjoner har funnet sted, noe som gjør det vanskelig å finne riktig kurs til riktig transaksjon. Med bakgrunn i dette foretar vi følgelig denne forenklingen ved omregningen til NOK.

Resultatregnskap

I NOK mill.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR
Inntekter	15281,2	15757,4	15420,4	19177,3	25300,4	27710,2	32609,4	3510,2
Andre inntekter	0	375,4	43,2	22,1	230,9	170,5	0,0	0,0
Driftsinntekter	15281,2	16132,8	15463,6	19199,4	25531,3	27880,7	32609,4	3510,2
Varekostnad	7780,7	8398,6	9666,5	9998,5	13677,4	15858,4	16556,5	1782,2
Lønnskostnader	2202,5	2177,8	2418,6	2674,3	3320,9	3825,5	4087,6	440,0
Andre driftskostnader	1453,8	2063,2	2163,6	2581,9	3350	3969,9	4389,5	472,5
Avskrivning	653	666,7	677,2	762,5	966,8	1252	1323,8	142,5
Verdijustering biomasse	-1091,7	1514	-350,2	-1794,6	510,8	-90,3	-3587,8	-386,2
Restruktureringskostnader	4,4	21,8	0,8	272,8	52,9	136,3	50,2	5,4
Avsetning for tapskontrakter	14,3	5,8	6,1	124,7	-23,7	6,6	1009,8	108,7
Netto resultat fra tilknyttede selskaper	-202	8,5	-88,3	-221,8	-149,5	-209,7	-581,5	-62,6
Andre ikke-operasjonelle kostnader	0	0	0	74,4	168,2	-21,7	-12,1	-1,3
Nedskrivning	5	67	0,5	65	24,1	60,9	164,4	17,7
= EBIT	4461,2	1209,4	968,8	4661,7	3633,4	3092,8	9209,1	991,3
Rentekostnader	380,3	405,8	382,8	640,2	544,6	416,5	449,6	48,4
Netto valutaeffekter	-366,7	-236,4	-523,3	311,7	388,4	-37,7	-249,9	-26,9
Andre finansielle elementer	195,3	-342,9	319,7	252,4	1213,7	473,8	1955,5	210,5
= Resultat før skatt	4252,3	1382,9	789,6	3457,4	1486,7	2240,2	7053,8	759,3
Skattekostnad	1143,9	261,7	376,5	1026,8	752	820,5	2042,8	219,9
= Årsresultat	3108,4	1121,2	413,1	2430,6	734,7	1419,7	5011,0	539,4
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	91,9	204,8	-2,1	0,0	0,0
Netto minoritetsresultat	30,5	5,5	4	7,4	3,9	0,6	-2,8	-0,3
= Årsresultat majoritet	3077,9	1115,7	409,1	2515,1	935,6	1417	5012,8	539,6

Tabell 5-1 Presentasjon av rapportert resultatregnskap for Marine Harves i perioden 2010-2016

Balanse

I NOK Mill	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR
EIENDELER								
<i>Anleggsmidler</i>								
Immaterielle eiendeler	7805,6	8006,8	7738,9	8778,3	9245,6	10023,7	9404,3	1035,0
Varige driftsmidler	3887,7	4193,3	4185,1	6686,1	8271,7	9266,8	9454,3	1040,5
Aksjer i tilknyttede selskaper	678,9	624,4	647,3	900,4	978,2	1188,8	1527,4	168,1
Andre aksjer	124,2	92,1	1008,6	132,1	166,1	4	49,1	5,4
Sum anleggsmidler	12496,4	12916,6	13579,9	16496,9	18661,6	20483,3	20435,1	2249,0
<i>Omløpsmidler</i>								
Varelager	775,8	783	819,7	1751,1	2400,8	2664,5	2255,2	248,2
Biologiske eiendeler	7278,1	6285,2	6207,9	9536,6	10013,9	10939,5	14300,0	1573,8
Kundefordringer	1844,9	1914,9	1782	3191,4	3360,2	3926,2	5679,8	625,1
Andre fordringer	814,7	609,8	592,7	1086,5	1110,5	1540,5	0,0	
Kontanter med restriksjoner	0	66	89,3	167,1	213,1	111,7	0,0	
Bankinnskudd	318,9	213,1	246	439,1	1195,2	577	944,1	103,9
Sum omløpsmidler	11032,4	9872	9737,6	16171,8	18293,7	19759,4	23179,2	2551,0
<i>Eiendeler holdt for salg</i>	0	0	0	1059	19	17,4	31,8	3,5
SUM EIENDELER	23528,8	22788,6	23317,5	33727,7	36974,3	40260,1	43646,0	4803,5
EGENKAPITAL OG GJELD								
<i>Egenkapital</i>								
Egenkapital majoritet	12500,2	10766,4	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18731,4	2061,5
Minoritetsinteresse	70,5	75,8	69	27,8	16	8,9	8,2	0,9
Sum egenkapital konsern	12570,7	10842,2	11688,7	16346,3	14718,2	18187,2	18739,6	2062,4
<i>Langsiktig gjeld</i>								
Utsatt skatteforpliktelse	2237,9	2351,9	2543,7	3365	3568,9	3759,3	4120,6	453,5
Langsiktig rentebærende gjeld	5107,3	6589,4	5338,5	7710,2	10669,1	10279,3	9026,3	993,4
Andre langsiktige forpliktelser	571,1	99,4	414,7	976,1	2334,4	2125,3	4098,8	451,1
Sum langsiktig gjeld	7916,3	9040,7	8296,9	12051,3	16572,4	16163,9	17245,8	1898,0
<i>Kortsiktig gjeld</i>								
Betalbar skatt	49,7	86,6	26,2	252,6	525,2	696,3		
Kortsiktig rentebærende gjeld	429,7	157	377,8	686,8	7	1,5	0,9	0,1
Leverandørgjeld	1450,2	1481,8	1452,5	2232,6	2039,2	2379,7		
Andre kortsiktige forpliktelser	1112,2	1180,3	1475,4	1967,6	3112,3	2831,5	7659,8	843,0
Sum kortsiktig gjeld	3041,8	2905,7	3331,9	5139,6	5683,7	5909	7660,7	843,1
<i>Forpliktelser holdt for salg</i>	0	0	0	190,5	0	0	0,0	0,0
SUM EK OG GJELD	23528,8	22788,6	23317,5	33727,7	36974,3	40260,1	43646,0	4803,5

Tabell 5-2 Presentasjon av rapportert balanse for Marine Harves i perioden 2010-2016

Endring egenkapital

I NOK Mill	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR
Egenkapital 01.01	11415,5	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	1894,6
Årsresultat til majoritet (ÅRE)	3077,9	1115,7	408,7	2515,1	935,6	1417,1	5012,8	539,6
Annet fullstendig resultat (AFR)	151,4	-24	-404,7	576,2	831,6	676,6	432,0	46,5
Effekt av prinsippendring valuta							47,8	
= Totalresultat til majoritet	3229,3	1091,7	4	3091,3	1767,2	2093,7	5492,6	586,1
Betalt utbytte	-2141,4	-2864,7	0	-843,3	-2954,4	0		
Netto kapitalinnskudd	0	39,3	849,4	2450,8	-429,1	1382,4	-4939,5	-420,9
= Egenkapital 31.12 Majoritet	12503,4	10766,5	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18731,4	2061,5

Tabell 5-3 Presentasjon av rapportert endring i egenkapital for Marine Harvest i perioden 2010-2016

5.3 Omgruppering for analyse

Marine Harvest utarbeider regnskapet etter International Financial Reporting Standards (IFRS). IFRS er i stor grad investororientert med stor vekt på virkelig verdi. Oppstillingen etter IFRS er derimot kreditororientert, med fokus på likviditeten til eiendelene og forfallstiden til gjelden. Ved hjelp av omgrupperingen ønsker vi å gjøre regnskapsoppstillingen mer investororientert. Omgrupperingen vil gi oss et regnskap hvor det blir lettere å finne normalisert verdiskapning, med hovedfokus på rentabilitet og vekst.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I henhold til rammeverket foregår omgrupperingen av resultatet over 4 steg.

Steg 1: Identifiser det fullstendige nettoresultatet (FNR)

FNR = Rapportert årsresultat (ÅRE) + Annet fullstendig resultat (AFR) + ”Dirty surplus” (DSP).

Etter IFRS skal alle inntekter og kostnader resultatføres. Etter IAS 1 er det derimot unntak. Noen inntekter og utgifter bidrar ikke til å skape et reelt bilde av den faktiske inntjeningen. Inntekter og kostnader som endring i virkelig verdi på finansielle eiendeler og verdiendring av eiendom kan føres direkte mot egenkapitalen. De må imidlertid også presenteres under AFR eller OCI (other comprehensive income).

Emisjonskostnader og effekt av prinsippendringer føres ikke i AFR og kun over egenkapitalen. Dette defineres som "dirty surplus" (DSP). DSP medfører dermed et avvik mellom totalresultatet og endring i egenkapital.

I 2015 hadde Marine Harvest en kostnad på 5,7 millioner ved opprettelse av nye obligasjoner som ble ført mot egenkapitalen. Dette mener vi er en reell kostnad og dermed driftsrelatert DSP. I 2016 endret selskapet presentasjonsvaluta fra NOK til EUR. Dette ble ført som en valutaendringseffekt over egenkapitalen. Da vi omgjorde regnskapet for 2016 fra EUR til NOK fikk vi en tilsvarende valutaendringseffekt. Denne var naturlig nok ikke identisk som Marine Harvest sin ettersom vi sitter på mindre informasjon om valutaendringen. Vi klassifiserer valutaendringen som en prinsippendring og definerer det som driftsrelatert DSP.

Ved å legge sammen ÅRE, AFR og DSP får vi FNR (Tabell 5-4).

Fullstendig nettoresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR
Årsresultat majoritet (ÅRE)	3077,9	1115,7	409,1	2515,1	935,6	1417,0	5012,8	539,6
Annet fullstendig resultat (AFR)	151,4	-24,0	-404,7	576,2	831,6	676,6	432,0	46,5
= Rapport fullstendig nettoresultat (FNR)	3229,3	1091,7	4,4	3091,3	1767,2	2093,6	5444,8	586,1
Driftsrelatert "dirty surplus" (DSP)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,7	47,8	5,0
Finansrelatert "dirty surplus" (DSP)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Fullstendig nettoresultat til EK (FNR)	3229,3	1091,7	4,4	3091,3	1767,2	2087,9	5492,6	591,1

Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat (FNR) for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Steg 2: Fordel det fullstendige nettoresultatet i drift og finans

Når vi nå fordeler nettoresultatet på drift og finans er det for å finne kilden til resultatet, og dermed fordele resultatet på selskapet, kreditorer og eiere. Det er viktig å gjøre et korrekt skille mellom drift og finans, og det er viktig at skillet gjøres likt i resultatet og i balansen. De fleste postene i regnskapet er ganske selvforklarende når det kommer til å fordele mellom drift og finans. Her vil vi diskutere de postene vi var usikre på og hvor det følgelig måtte gjøres en dypere analyse av regnskapsposten.

Inntekt og tap fra tilknyttede virksomheter

Denne posten består av selskap hvor Marine Harvest har en eierandel på mellom 20 og 50%. Posten består hovedsakelig av investeringer i liknende selskaper. Vi mener at kombinasjonen

av likheten og eierandelen gir investeringene en strategisk betydning, og dermed er de ikke kun kapitalplasseringer. Dette gjør at vi regner posten som en driftsrelatert post.

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet

Denne posten er virksomhet som skal selges eller legges ned og regnes derfor i sin helhet som finansiell, ettersom det ikke er relevant for fremtidig drift.

Annet fullstendig resultat

Denne posten inneholder både drift- og finansrelaterte poster. Sikringsderivater og kontantstrømsikringer er driftsrelaterte, ettersom det er for å sikre driften. Valutapostene er vanskeligere å definere, ettersom det ikke er mye tilgjengelig informasjon. Ved usikkerhet rundt valutaposter skal de klassifiseres som finansrelaterte (Gjesdal, 2007).

Skillet mellom finans og drift er presentert i tabell 5-5.

Driftsresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016,0	2016EUR
Driftsinntekter	15281,2	16132,8	15463,6	19199,4	25531,3	27880,7	32609,4	3510,2
Driftskostnader	11022	14915	14583	14760	22047	24998	23981,9	2581,5
= Driftsresultat	4259,2	1217,9	880,5	4439,9	3483,9	2883,1	8627,5	928,7
Resultat fra tilknyttede selskaper	202	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5	62,6
Driftsrelatert AFR	154,8	-102,6	-82,4	-30,6	-34,5	-23,8	0,0	0,0
Driftsrelatert DSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,7	47,8	5,0
= Fullstendig driftsresultat før skatt	4616,0	1106,8	886,4	4631,1	3598,9	3063,3	9256,8	996,3
Finansresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016,0	2016EURO
Finansinntekter	17,8	27,6	134,7	159,9	39,3	32,8	0,0	0,0
Finanskostnader	380,3	405,8	382,8	640,2	544,6	416,5	449,6	48,4
Annet finansresultat	153,6	551,7	68,9	-724	-1641,4	-468,9	-1705,6	-183,6
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	91,9	204,8	-2,1	0,0	0
Finansrelatert AFR	-3,4	78,6	-322,3	606,8	866,1	700,4	432,0	46,5
Finansrelatert DSP	0	0	0	0	0	0	0,0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-212,3	252,1	-501,5	-505,6	-1075,8	-154,3	-1723,3	-88,7

Tabell 5-5 Annet fullstendig resultat (AFR) for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Steg 3: Skille mellom normale og unormale poster

Ved en investororientert regnskapsanalyse ønsker man å skille de normale postene fra de unormale. De normale postene vil gjenta seg og er mulige å fremskrive, mens de unormale postene bygger på ekstraordinære hendelser og har liten verdi når man skal finne en utviklingstrend. I dette steget av analysen vil vi trekke ut de unormale postene, og beholde skillet fra steg 2 mellom drift og finans. Resultatet presenteres i tabell 5-6.

Verdijustert biomasse

Etter IAS 41 skal biologiske eiendeler føres til virkelig verdi. Posten verdijustert biomasse er en nettopost for denne endringen i virkelig verdi. All fisk over 3 kilogram verdijusteres på bakgrunn av markedsprisen på laks i inneværende periode. Ettersom lakseprisen er volatil og fisken ikke skal selges i samme periode er det stor sannsynlighet for at den selges til en annen pris. Vår vurdering er at denne verdijusteringen skaper mye støy i regnskapet, ettersom den er stor og unøyaktig. Prisendringen i inneværende periode er ikke representativ for den prisendringen man vil se i fremtiden, og vi har derfor definert denne som en unormal post.

Nedskrivninger, restrukturering og avsetninger for tapskontrakter

I et selskap på størrelsen til Marine Harvest vil slike utgifter forekomme hvert år. Det er derimot ikke slik at utgiftene fra et år sier noe om hvor stor utgiftene vil bli det neste året. Dette regnes derfor som unormale poster.

Note 33 i finansregnskapet til selskapet omhandler temaet ”exceptional items”. Dette er det Marine Harvest kaller ekstraordinær lusebekjempelse og dødelighet. Denne posten fremstår som meget uklar i regnskapet ettersom selskapet presiserer at den er av ekstraordinær karakter. Til tross for dette er kostnadene ført under EBIT uten særlige spesifikasjoner. Slik de er omtalt i regnskapet virker de ved første øyekast som unormale kostnader. Vi ser derimot at de er ganske konsistente og omfatter alle områdene Marine Harvest har virksomhet. Etter mye undersøkelse fant vi ut at Marine Harvest regner dette som normale kostnader, men de er allikevel definert som ”exceptional items” i regnskapet for å presisere dette for kreditorene sine (Døsvig, 2017). Vi har dermed valgt å beholde disse kostnadene i det normale regnskapet for Marine Harvest.

Unormalt driftsresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Verdijustert biomasse	1091,7	-1514	350,2	1794,6	-510,8	90,3	3587,8
Nedskrivning	-5	-67	-0,5	-65	-24,1	-60,9	-164,4
Restrukturering	-4,4	-21,8	-0,8	-272,8	-52,9	-136,3	-50,2
Avsetninger for tapskontrakter	-14,3	-5,8	-6,1	-124,7	23,7	-6,6	-1009,8
Andre ikke-operasjonelle kostnader	0	0	0	-74,4	-168,2	21,7	12,1
Driftsrelatert AFR	154,8	-102,6	-82,4	-30,6	-34,5	-23,8	0,0
Driftsrelatert DSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,7	47,8
= Unormalt driftsresultat før skatt	1222,8	-1711,2	260,4	1227,1	-766,8	-121,3	2423,2

Tabell 5-6 Unormalt driftsresultat for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Unormale finansrelaterte poster

Spesifikasjonsnivået på de finansrelaterte postene er relativt sett lavere enn på de driftsrelaterte. Finansrelatert AFR og DSP er naturlig nok unormale poster. Vi har klassifisert resten av netto finansinntekt som unormalt utenom renteinntekter og dividende på gevinst/tap på salg av andre aksjer. Vi har valgt å definere derivater og valutaposter som unormale på bakgrunn av at de skaper støy i regnskapet og de vil i stor grad nulles ut over lengre tid.

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet er naturlig nok regnet som en unormal post (Tabell 5-7).

Unormalt finansresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Unormalt finansresultat	153,6	551,7	68,9	-724	-1641,4	-468,9	-1705,6
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	91,9	204,8	-2,1	0,0
Finansrelatert AFR	-3,4	78,6	-322,3	606,8	866,1	700,4	432,0
Finansrelatert DSP	0	0	0	0	0	0	0,0
= Unormalt finansresultat før skatt	150,2	630,3	-253,4	-25,3	-570,5	229,4	-1273,6

Tabell 5-7 Unormalt finansresultat for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Siste steg er å fordele skattekostnaden på det omgrupperte og normaliserte regnskapet.

Skattekostnaden vil være svært avvikende fra år til år. Dette på bakgrunn av fritaksmetoden i Skattelovens § 2-38 om beskatning i utlandet, med mer.

Finanskostnader skattlegges med normal selskapsskattesats ettersom kostnadene er fradragsberettiget. Finansinntekter består av både renteinntekter, utbytte og aksjegevinster. Her er det kun renteinntekter som skal skattlegges ettersom utbytte og aksjegevinster er dekket av § 2-38 i Skatteloven. På bakgrunn av manglende informasjon om finansinntektene velger vi å benytte oss av en tommelfingerregel som sier at skatten skal multipliseres med 2/3. I 2016 vil da skattesatsen bli $25\% * (2/3) = 16,67\%$. Her gjøres det altså en antagelse om at 2/3 av finansinntektene er skattepliktige. Det samme gjelder for unormalt finansresultat. Når skatten på finanspostene er identifisert benytter vi tallene til å utarbeide en driftsskattesats (dss).

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{Skatt på finansresultat}}{\text{Driftsresultat}}$$

Ettersom man skal fjerne det unormale resultatet fra regnskapet er det også viktig å få fjernet skattene tilhørende det unormale resultatet. I tillegg er det viktig å fjerne den unormale skatten på det normale resultatet. For å gjøre dette må vi finne en normalisert driftsskattesats (ndss). Her ønsker man å finne den mest representative skattesatsen for perioden, og man kan velge mellom gjennomsnittet og medianen. Vi mener at medianen på 27,3% er den minst ekstreme driftsskattesatsen, ettersom gjennomsnittet dras kraftig opp av år med ekstreme avvik.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016,0	Gjennomsnittet	Median
Driftsskattesats	26,2 %	23,5 %	50,5 %	26,5 %	28,3 %	27,5 %	27,3 %	30,0 %	27,3 %
Unormal driftsskattesats	-1,1 %	-3,8 %	23,2 %	-0,7 %	1,0 %	0,2 %	0,0 %		

Tabell 5-8 Driftsskattesats for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Ved hjelp av skattesatsene utledet i tabell 5-8 kan skattekostnaden kategoriseres og fordeles på de forskjellige resultatpostene. Summen av de kategoriserte skattekostnadene skal naturlig nok være lik den rapporterte skattekostnaden i originalregnskapet. Fordelingen av skattekostnad presenteres i tabell 5-9.

Fordeling av skattekostnad	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsskattekostnad	870,9	771,4	146,7	868,4	1150,6	811,9	1706,2
Skatt på finansinntekt	3,3	5,2	25,1	29,8	7,1	5,9	0,0
Skatt på finanskostnad	106,5	113,6	107,2	179,3	147,0	112,5	112,4
Skatt på unormalt driftsresultat	320,2	-402,5	131,5	325,7	-217,2	-33,3	661,3
Unormal driftsskatt på normal drift	-35,2	-106,6	124,9	-23,7	43,6	5,2	0,0
Skatt på unormalt finansresultat	28,0	117,7	-47,3	-4,7	-102,7	41,3	-212,3
Unormal skattekostnad	63,1	-9,8	102,7	10,5	17,6	102	0
= Rapportert skattekostnad	1143,9	261,7	376,5	1026,8	752,0	820,5	2042,8

Tabell 5-9 Fordeling av skattekostnad for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Omgruppert resultatregnskap

Etter omgruppering og normalisering presenteres i tabell 5-10 et investororientert omgruppert regnskap. Dette regnskapet er investororientert nettopp fordi det viser verdiskapning (nettoresultat til sysselsatt kapital) og verdiutdeling.

Omgruppert resultatregnskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	15281,2	16132,8	15463,6	19199,4	25531,3	27880,7	32609,4
Varekostnader	7780,7	8398,6	9666,5	9998,5	13677,4	15858,4	16556,5
Lønnskostnader	2202,5	2177,8	2418,6	2674,3	3320,9	3825,5	4087,6
Andre driftskostnader	1453,8	2063,2	2163,6	2581,9	3350	3969,9	4389,5
Avskrivninger	653	666,7	677,2	762,5	966,8	1252	1323,8
Driftsresultat fra egen virksomhet	3191,2	2826,5	537,7	3182,2	4216,2	2974,9	6252,1
Driftsrelatert skattekostnad	870,9	771,4	146,7	868,4	1150,6	811,9	1706,2
Netto driftsresultat egen virksomhet	2320,3	2055,1	391,0	2313,8	3065,6	2163,0	4545,9
Nett driftsresultat fra tilknyttede virksomheter	202	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5
Netto driftsresultat	2522,3	2046,6	479,3	2535,6	3215,1	2372,7	5127,4
Netto finansinntekt	14,5	22,4	109,6	130,1	32,2	26,9	0,0
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2536,8	2069,1	588,8	2665,6	3247,3	2399,6	5127,4
Netto finanskostnad	273,8	292,2	275,6	460,9	397,6	304,0	337,2
Netto minoritetsresultat	30,5	5,5	4	7,4	3,9	0,6	-2,8
Nettoresultat til egenkapital	2232,5	1771,4	309,2	2197,3	2845,8	2095,0	4793,0
Unormalt netto driftsresultat	874,7	-1192,3	-98,7	914,6	-610,8	-195,2	1761,9
Unormalt netto finansresultat	122,2	512,6	-206,1	-20,6	-467,8	188,1	-1061,4
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat egenkapital	3229,3	1091,7	4,4	3091,3	1767,2	2087,9	5493,5
Netto betalt utbytte	2144,6	2825,4	-849,4	-1607,5	3383,5	-1382,4	4939,5
Endring egenkapital	1084,7	-1733,7	853,8	4698,8	-1616,3	3470,3	554,0

Tabell 5-10 Omgruppert resultatregnskap for Marine Harvest i perioden 2010-2016

5.3.2 Omgruppering av balanseoppstilling

Av samme årsak som for resultatregnskapet ønsker vi å omgjøre balansen til å bli investororientert. Den kreditororienterte inndelingen av omløpsmidler / anleggsmidler og kortsiktig- / langsiktig gjeld er ikke veldig relevant for en investororientert analyse. I denne omgrupperingen vil vi gjennom fire steg flytte fokuset over på verdiskapning, ved å omgruppere fra total kapital til sysselsatt kapital og videre til netto driftskapital (Knivsflå, 2017 - 5).

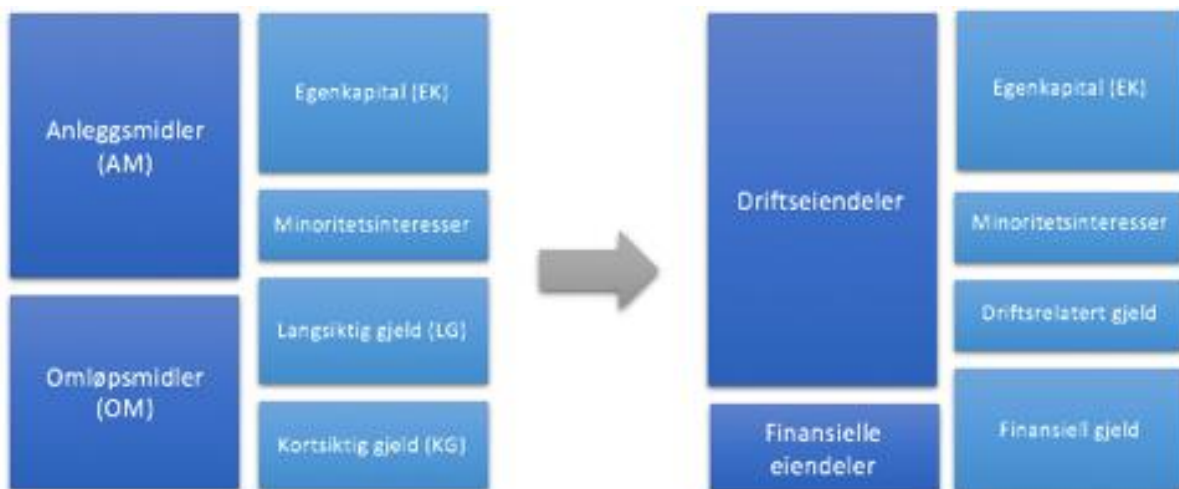
Steg 1: Utbytte tilbake til egenkapitalen

Det første steget er å flytte utbytte fra kortsiktig gjeld og tilbake til egenkapitalen. Etter implementeringen av IFRS er ikke dette steget lenger nødvendig ettersom utbytteposten ikke oppfyller kravene til en gjeldspost etter IAS 37.

Steg 2: Skillet mellom drift og finans i totalbalansen

Immaterielle eiendeler består i stor grad av utsatt skattefordel, konsesjoner og goodwill, og vil således klassifiseres som driftsrelatert. Varige driftsmidler består av eiendom og utstyr tilknyttet driften og blir dermed driftsrelatert. Som nevnt i delkapittel 5.3.1 har vi kategorisert aksjer i tilknyttede selskaper som driftsrelatert. Varelager, biologiske eiendeler og fordringer regnes som driftsrelaterte. Kontanter med restriksjoner består hovedsakelig av skattetrekksmidler og sikring av finansielle instrumenter, og vi har dermed klassifisert postene som driftsrelaterte.

Skillet mellom finansiell og driftsrelatert gjeld går på hvorvidt det er rentebærende forpliktelser forbundet med gjelden. Driftsrelatert gjeld er ikke rentebærende, ettersom renten ligger implisitt i gjelden. Rentebærende gjeld klassifiseres som finansiell gjeld, i og med at rentekostnader er finanskostnader. Skillet mellom driftsrelatert og finansrelatert gjeld er ganske klart, og den eneste posten som krever videre vurdering er andre langsiktige forpliktelser. Denne posten er i hovedsak finansiell, sett bort i fra pensjonsforpliktelser. Vi har dermed trukket ut denne posten og lagt den som driftsrelatert gjeld (Figur 5-1).



Figur 5-1 Omgruppering til drift- og finansrelaterte eiendeler og tilhørende gjeld

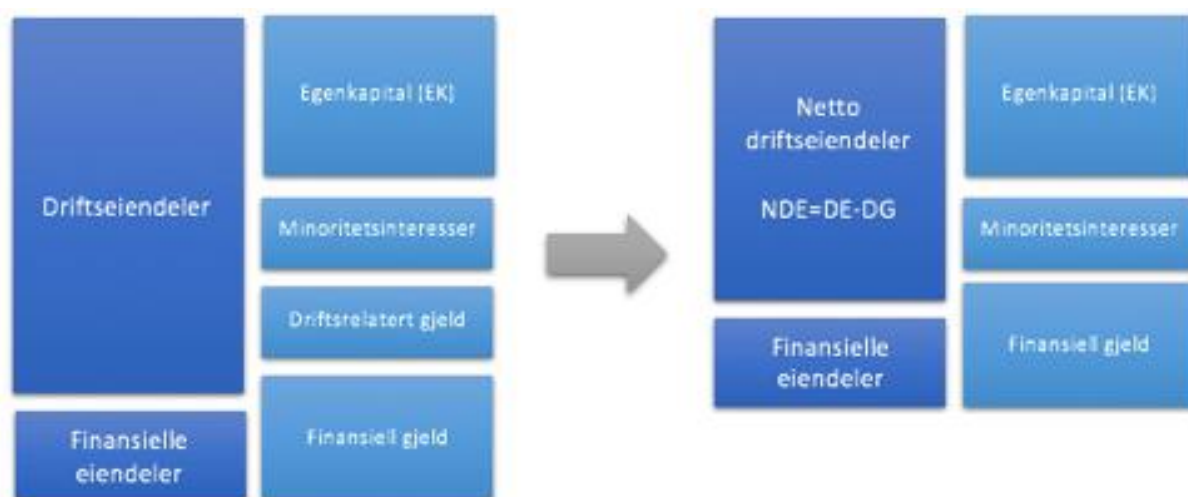
I tabell 5-11 er en investororientert balanse fremvist.

Investororientert balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftseiendeler							
Immaterielle eiendeler	7805,6	8006,8	7738,9	8778,3	9245,6	10023,7	9404,3
Varige driftsmidler	3887,7	4193,3	4185,1	6686,1	8271,7	9266,8	9454,3
Aksjer i tilknyttede selskaper	678,9	624,4	647,3	900,4	978,2	1188,8	1527,4
Varelager	775,8	783	819,7	1751,1	2400,8	2664,5	2255,2
Biologiske eiendeler	7278,1	6285,2	6207,9	9536,6	10013,9	10939,5	14300,0
Kundefordringer	1844,9	1914,9	1782	3191,4	3360,2	3926,2	5679,8
Andre fordringer	814,7	609,8	592,7	1086,5	1110,5	1540,5	0,0
Kontanter med restriksjoner	0	66	89,3	167,1	213,1	111,7	0,0
Sum DE	23085,7	22483,4	22062,9	32097,5	35594	39661,7	42621,1
Finansielle eiendeler							
Andre aksjer	124,2	92,1	1008,6	132,1	166,1	4	49,1
Bankinnskudd	318,9	213,1	246	439,1	1195,2	577	944,1
Eiendeler holdt for salg	0	0	0	1059	19	17,4	31,8
Sum FE	443,1	305,2	1254,6	1630,2	1380,3	598,4	1024,9
SUM EIENDELER	23528,8	22788,6	23317,5	33727,7	36974,3	40260,1	43646,0
Egenkapital							
Egenkapital majoritet	12500,2	10766,4	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18731,4
Minoritetsinteresse	70,5	75,8	69	27,8	16	8,9	8,2
Sum egenkapital konsern	12570,7	10842,2	11688,7	16346,3	14718,2	18187,2	18739,5851
Driftsrelatert gjeld							
Utsatt skatteforpliktelse	2237,9	2351,9	2543,7	3365	3568,9	3759,3	4120,6
Betalbar skatt	49,7	86,6	26,2	252,6	525,2	696,3	0,0
Leverandørgjeld	1450,2	1481,8	1452,5	2232,6	2039,2	2379,7	0,0
Pensjonsforpliktelser	53	67,8	78,8	80	83,6	85,4	0,0
Andre kortsiktige forpliktelser	1112,2	1180,3	1475,4	1967,6	3112,3	2831,5	7659,8
Sum DG	4903	5168,4	5576,6	7897,8	9329,2	9752,2	11780,4
Finansiell gjeld							
Kortsiktig rentebærende gjeld	429,7	157	377,8	686,8	7	1,5	0,9
Langsiktig rentebærende gjeld	5107,3	6589,4	5338,5	7710,2	10669,1	10279,3	9026,3
Forpliktelser holdt for salg	0	0	0	190,5	0	0	0,0
Andre langsiktige forpliktelser	518,1	31,6	335,9	896,1	2250,8	2039,9	4098,8
Sum FG	6055,1	6778	6052,2	9483,6	12926,9	12320,7	13126,1
SUM EK + GJELD	23528,8	22788,6	23317,5	33727,7	36974,3	40260,1	43646,0

Tabell 5-11 Investororientert balanse for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

I en investororientert analyse ønsker vi å benytte sysselsatt kapital fremfor totalkapitalen. Den driftsrelaterte gjelden er skapt gjennom driften og er ikke innskutt eller investert kapital, som er det vi ønsker å analysere. Ved å trekke fra den driftsrelaterte gjelden fra de driftsrelaterte eiendelene finner vi netto driftsrelaterte eiendeler (Figur 5-2). Det vi da sitter igjen med er sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital, vist i tabell 5-12.



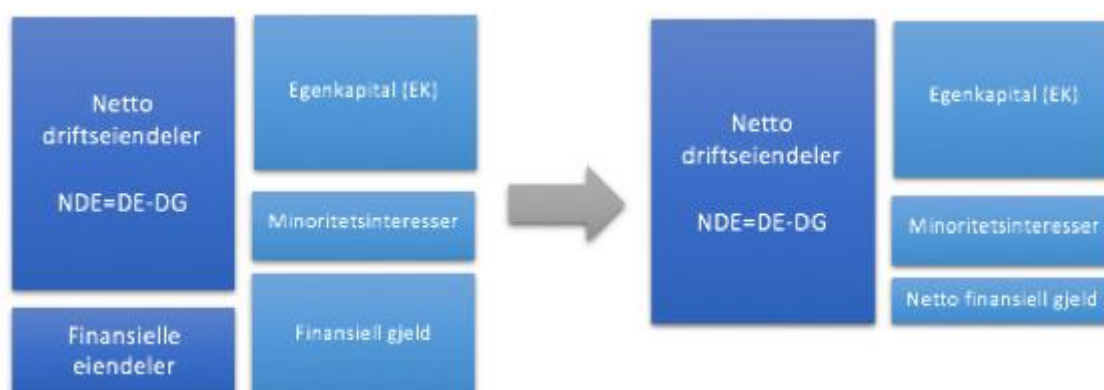
Figur 5-2 Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital - Balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	10081,3	10404,8	9948,8	12919,8	14843	16634,6	16265,4
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	8101,4	6910,2	6537,5	11279,9	11421,8	13274,9	14575,3
Netto driftseiendeler (NDE)	18182,7	17315	16486,3	24199,7	26264,8	29909,5	30840,7
Finansielle eiendeler (FE)	443,1	305,2	1254,6	1630,2	1380,3	598,4	1024,9
Sysselsatte eiendeler	18625,8	17620,2	17740,9	25829,9	27645,1	30507,9	31865,7
Egenkapital (EK)	12500,2	10766,4	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18731,4
Minoritetsinteresse (MIN)	70,5	75,8	69	27,8	16	8,9	8,2
Finansiell gjell (FG)	6055,1	6778	6052,2	9483,6	12926,9	12320,7	13126,1
Sysselsatt kapital	18625,8	17620,2	17740,9	25829,9	27645,1	30507,9	31865,7

Tabell 5-12 Sysselsatt kapital for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Steg 4: Sysselsatt kapital til netto driftskapital

Finansielle eiendeler kan benyttes til å nedbetale finansiell gjeld, og er eiendeler som ikke inngår i driften. Når vi trekker finansielle eiendeler fra finansiell gjeld sitter vi igjen med netto finansiell gjeld. Det er den finansielle gjelden som benyttes i driftsaktiviteten. Da får vi kun netto driftseiendeler på aktividasiden, mens egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld utgjør netto driftskapital på passivasiden. Dette vises i figur 5-3 og tabell 5-13.



Figur 5-3 Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital – Balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	10081,3	10404,8	9948,8	12919,8	14843	16634,6	16265,4
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	8101,4	6910,2	6537,5	11279,9	11421,8	13274,9	14575,3
Netto driftseiendeler (NDE)	18182,7	17315	16486,3	24199,7	26264,8	29909,5	30840,7
Egenkapital (EK)	12500,2	10766,4	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18731,4
Minoritetsinteresse (MIN)	70,5	75,8	69	27,8	16	8,9	8,2
Netto finansiell gjeld (NFG)	5612	6472,8	4797,6	7853,4	11546,6	11722,3	12101,1
Netto driftskapital	18182,7	17315	16486,3	24199,7	26264,8	29909,5	30840,7

Tabell 5-13 Netto driftskapital for Marine Harvest i perioden 2010-2016

5.3.3 Omgruppering av kontantstrømmen

Ved regnskapsføring etter IFRS blir også kontantstrømmen kreditororientert. Den har fokus på likviditet. Ved en enkel omgruppering ønsker vi å rette fokuset i kontantstrømoppstillingen til fri kontantstrøm til egenkapitalen (Tabell 5-14). Den kan også omtales som kontanter skapt gjennom drift. Dette er en mer relevant oppstilling for investorer.

MHG	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	3393,2	2818,0	626,0	3404,0	4365,7	3184,6	6833,7
Unormal netto driftsresultat	874,7	-1192,3	-98,7	914,6	-610,8	-195,2	1761,9
Økning i netto driftseiendeler		-867,7	-828,7	7713,4	2065,1	3644,7	931,2
Fri kontantstrøm fra drift	4267,9	2493,4	1356,0	-3394,8	1689,8	-655,3	7664,3
Netto finansinntekter	14,5	22,4	109,6	130,1	32,2	26,9	0,0
Unormale netto finansinntekter	122,2	512,6	-206,1	-20,6	-467,8	188,1	-1061,4
Økning i finansielle eiendeler		-137,9	949,4	375,6	-249,9	-781,9	426,5
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	4404,5	3166,3	310,1	-3660,9	1504,1	341,6	6176,4
Netto finanskostnad	273,8	292,2	275,6	460,9	397,6	304,0	337,2
Økning i finansiell gjeld		722,9	-725,8	3431,4	3443,3	-606,2	805,4
Netto minoritetsresultat	-30,5	-5,5	-4,0	-7,4	-3,9	-0,6	2,8
Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Økning i minoritetsinteresser		5,3	-6,8	-41,2	-11,8	-7,1	-0,7
Fri kontantstrøm til egenkapital	4161,2	3607,9	-694,2	-724,3	4541,9	-575,1	6641,0

Tabell 5-14 Omgruppert kontantstrøm for Marine Harvest i perioden 2010-2016

5.4 Analyse av målefeil og justering

Målefeil i regnskapet er differansen mellom regnskapet og den virkelige situasjonen. I det siste delkapittelet, før vi presenterer regnskapet som skal analyseres, skal vi prøve å fjerne målefeil i regnskapet.

I verdsettelsesteori definerer man tre typer målefeil (Young & O'Byrne, 2000). Målefeil av type 1 er en målefeil av den gode typen. Denne målefeilen viser en superrentabilitet i bedriften og kommer av en strategisk fordel. Det er denne "målefeilen" vi prøver å finne i en regnskapsanalyse og vi skal følgelig ikke justere for denne. Målefeil av type 2 fremkommer av at verdier i regnskapet ikke kan fremstilles slik de fremkommer i virkeligheten. Manglende balanseføring er en vanlig kilde til målefeil av type 2. Målefeilen gir et feilaktig bilde av bedriften, og for å finne den korrekte rentabiliteten må denne typen målefeil justeres for. Målefeil av type 3 kommer av kreativ regnskapsføring. Ettersom Marine Harvest revideres årlig kan vi ikke gjøre annet enn å anta at det ikke finnes målefeil av type 3 i regnskapet.

Justering av målefeil benyttes for å fjerne støy fra regnskapet. Tilfellet er nok ofte motsatt, ettersom en ved å gjøre mange "smarte" justeringer kan ende opp med et regnskap som ikke representerer realiteten. Motstandere av justering av målefeil, som blant annet Penman, mener at justering tilfører støy og at det man prøver å justere for som oftest jevnes ut over tid

(Penman, 2013). Det kan også argumenteres for at det er naivt å tro at du som ekstern analytiker sitter på bedre informasjon enn de interne regnskapsførerne. Det er dermed viktig at man er trygg på de justeringene man foretar seg, samt at de er korrekte, for å unngå å skape unødvendig støy i regnskapet.

Etter vår analyse av regnskapet har vi kommet frem til flere poster som kan justeres. De aktuelle postene er; biologiske eiendeler, FoU, operasjonell leasing, pensjonsforpliktelser, utsatt skatt og markedsføring.

Biologiske eiendeler

Etter IFRS 13 og IAS 41 skal biologiske eiendeler føres til virkelig verdi. All fisk over 1 kg verdijusteres på bakgrunn av prisen i dagens marked. Smolt (under 1 kg) verdsettes til historisk kost. Virkelig verdi er en bra verdsettelsesmetode for eiendeler som er klare for salg. Historisk kost er en bra verdsettelsesmetode for langsiktige investeringer. Laks havner midt mellom disse to kategoriene, og begge verdsettelsesmetodene har klare svakheter ved verdsettelse av laks. Verdijustert biomasse er en stor resultatpost og veldig volatil. Ettersom ønsket om å fjerne denne støyen er sterkt har vi bestemt oss for å justere biologiske eiendeler til historisk kost. Dette vil påvirke balanseposten *biologiske eiendeler* og resultatposten *verdijustering biomasse*. Resultatposten er unormal og driftsrelatert, og justeringen vil dermed påvirke det unormale driftsresultatet.

FoU

Marine Harvest investerer mye i FoU og dette utgjør følgelig en stor utgiftspost. Det er lite informasjon om FoU under posten immaterielle eiendeler i regnskapet. Det er vanskelig å ta en vurdering på hvor mye selskapet balansefører kontra utgiftsfører av kostnadene. Dette er et klassisk tilfelle hvor bedriften sitter med mer informasjon enn analytikerne, og det er en reell fare for å kun skape mer støy i regnskapet. Det kan derimot argumenteres for at selskapet har insentiver for å kostnadsføre mer og balanseføre mindre, slik mange store selskap gjør. Dette blir derimot en målefeil type 3 og blir spekulativt. Vi har dermed valgt å ikke justere for målefeil av FoU.

Operasjonell leie

Operasjonell leie er en målefeil av type 2, ettersom det burde vært balanseført og ikke ført som en kostnad. Etter IFRS 16 skal operasjonell leasing balanseføres. Denne standarden må følges fra og med 2019. Dette er et sterkt argument for at dette er en målefeil som bør justeres. Kaldestad & Møller anbefaler derimot ikke å justere operasjonell leie ettersom effektene av justeringen er marginal og justeringen like ofte er feil som riktig (Kaldestad & Møller, 2016). Vi har dermed konkludert med å ikke justere for målefeil av operasjonell leie.

Pensjonsforpliktelser

Pensjonsforpliktelser blir stort sett vurdert for lavt i regnskapet. Det er dermed en viktig post ved verdsettelse av et selskap. Pensjonsforpliktelser er derimot mest relevant for arbeidsintensive bedrifter. Marine Harvest er en kapitalintensiv bedrift i en kapitalintensiv bransje, og vurderer selv sine pensjonsforpliktelser som en ubetydelig del av regnskapet (SFI Handbook, 2016). Av denne enkle grunnen har vi valgt å ikke justere for målefeil innen pensjonsforpliktelser.

Utsatt skatt

Utsatt skatt føres til nominell verdi etter IAS 12. Dette utgjør et klart avvik mellom regnskapsførte verdier og reelle verdier. Mye av den regnskapsførte utsatte skatten vil i et "going concern" aldri betales, og det tas ikke hensyn til at det skal betales i en senere periode ved diskonterte verdier. Dette er et klart brudd med de reelle verdiene og burde justeres for. Problemet er at det er veldig vanskelig å finne gode estimater for hva de reelle tallene er. Det er umulig å vite hva som kan skje fremover med tilstrekkelig sikkerhet og en justering blir av denne grunnen unøyaktig og spekulativ. Vår vurdering er at justeringen vil tilføre mye støy og rent subjektive vurderinger som ikke gjør det justerte regnskapet noe mer pålitelig enn det ujusterte. Vi har dermed valgt å ikke justere for målefeil av utsatt skatt.

Markedsføring

Markedsføring skal etter IAS 38 kostnadsføres. Ettersom markedsføring forventer å gi fremtidige inntekter vil dette være en målefeil av type 2. Marine Harvest har ikke god nok informasjon i regnskapet angående markedsføring og vi ser ikke verdien av å gjøre en skjønnsmessig vurdering av dette i vår analyse. Vi velger dermed å ikke justere for målefeil av denne posten.

5.5 Omgruppert og justert årsregnskap

I tabell 5-15, 5-16 og 5-17 presenteres det omgrupperte og justerte resultatet og balansen, samt endringene i egenkapitalen. Den samme omgrupperingen og justeringen har vi gjort for de komparative selskapene, slik at sammenligningsgrunnlaget blir mest mulig konsistent med Marine Harvest.

Omgruppert og justert resultatregnskap

Omgruppert og justert resultatregnskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	15281,2	16132,8	15463,6	19199,4	25531,3	27880,7	32609,4
Varekostnader	7780,7	8398,6	9666,5	9998,5	13677,4	15858,4	16556,5
Lønnskostnader	2202,5	2177,8	2418,6	2674,3	3320,9	3825,5	4087,6
Andre driftskostnader	1453,8	2063,2	2163,6	2581,9	3350,0	3969,9	4389,5
Avskrivninger	653,0	666,7	677,2	762,5	966,8	1252,0	1323,8
Driftsresultat fra egen virksomhet	3191,2	2826,5	537,7	3182,2	4216,2	2974,9	6252,1
Driftsrelatert skattekostnad	870,9	771,4	146,7	868,4	1150,6	811,9	1706,2
Netto driftsresultat egen virksomhet	2320,3	2055,1	391,0	2313,8	3065,6	2163,0	4545,9
Nett driftsresultat fra tilknyttede virksomheter	202,0	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5
Netto driftsresultat	2522,3	2046,6	479,3	2535,6	3215,1	2372,7	5127,4
Netto finansinntekt	14,5	22,4	109,6	130,1	32,2	26,9	0,0
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2536,8	2069,1	588,8	2665,6	3247,3	2399,6	5127,4
Netto finanskostnad	273,8	292,2	275,6	460,9	397,6	304,0	337,2
Netto minoritetsresultat	30,5	5,5	4,0	7,4	3,9	0,6	-2,8
Nettoresultat til egenkapital	2263,0	1776,9	313,2	2204,7	2849,7	2095,6	4790,2
Unormalt netto driftsresultat	-586,9	-88,4	-348,8	-472,0	-258,5	-256,9	-898,1
Unormalt netto finansresultat	122,2	512,6	-206,1	-20,6	-467,8	188,1	-1061,4
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat egenkapital	1798,3	2201,1	-241,7	1712,1	2123,5	2026,8	2830,8
Netto betalt utbytte	2144,6	2825,4	-849,4	-1607,5	3383,5	-1382,4	4939,5
Endring egenkapital	-346,3	-624,3	607,7	3319,6	-1260,0	3409,2	-2108,7

Tabell 5-15 Omgrupper og justert resultatregnskap for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Sysselsatt kapital og netto driftskapital

Sysselsatt kapital - balanse	SSK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016,0
Netto driftsrelaterede anleggsmidler	NAM	10629,9	10539,0	10176,9	13668,4	15459,3	17274,1	17903,2
Driftsrelateret arbeidskapital	DAK	6091,3	6418,4	5701,7	8537,0	9163,5	10931,7	8573,8
Netto driftseiendeler	NDE	16721,2	16957,4	15878,6	22205,4	24622,8	28205,8	26477,1
Finansielle eiendeler	FE	443,1	305,2	1254,6	1630,2	1380,3	598,4	1024,9
Sysselsatte eiendeler	SSE	17164,3	17262,6	17133,2	23835,6	26003,1	28804,2	27502,0
Egenkapital	EK	11038,7	10408,9	11012,2	14324,4	13060,4	16474,8	14367,9
Minoritetsinteresser	MI	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2
Finansiell gjeld	FG	6055,1	6778	6052,2	9483,6	12926,9	12320,7	13126,1
Sysselsatt kapital	SSK	17164,3	17262,7	17133,4	23835,8	26003,3	28804,4	27502,2
Netto driftskapital - balanse	NDK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterede anleggsmidler	NAM	10629,9	10539,0	10176,9	13668,4	15459,3	17274,1	17903,2
Driftsrelateret arbeidskapital	DAK	6091,3	6418,4	5701,7	8537,0	9163,5	10931,7	8573,8
Netto driftseiendeler	NDE	16721,2	16957,4	15878,6	22205,4	24622,8	28205,8	26477,1
Egenkapital	EK	11038,7	10408,9	11012,2	14324,4	13060,4	16474,8	14367,9
Minoritetsinteresser	MI	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2
Netto finansiell gjeld	NFG	5612	6472,8	4797,6	7853,4	11546,6	11722,3	12101,1343
Netto driftskapital	NDK	16721,2	16957,5	15878,8	22205,6	24623,0	28206,0	26477,3

Tabell 5-16 Omgruppert og justert balanse for Marine Harvest i perioden 2010-2016

Endring i egenkapitalen

Endring i egenkapitalen		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	EKIB	11415,5	11038,7	10408,9	11012,6	14324,8	13060,8	16469,4
Fullstendig nettoresultat	FNR	1767,8	2195,6	-245,7	1704,7	2119,6	2026,2	2833,6
Netto betalt utbytte	NBU	2144,6	2825,4	-849,4	-1607,5	3383,5	-1382,4	4939,5
Utgående egenkapital	EKUB	11038,7	10408,9	11012,6	14324,8	13060,8	16469,4	14363,5

Tabell 5-17 Endring i egenkapitalen i perioden 2010-2016

5.6 Rammeverk for forholdstallanalyser

Det omgrupperte og justerte regnskapet vil nå danne grunnlaget for den videre analysen. I de kommende kapitlene vil vi ta for oss en analyse av nøkkeltall i form av en risikoanalyse og en rentabilitetsanalyse. Risikoanalysen fremgår av kapittel 6 og består av en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Førstnevnte vil gi innblikk i selskapets og bransjens kortsiktige risiko, mens soliditetsanalysen gir innblikk i selskapets langsiktige risiko. Til sammen skaper de grunnlaget for den syntetiske ratingen selskapet oppnår. Denne ratingen gjenspeiler den selskapsesifikke risikoen. Ved endt risikoanalyse tar vi for oss rentabilitetsnivået for

bransjen og Marine Harvest. I kapittel 7 gjennomfører vi en analyse av historiske avkastningskrav i perioden, mens vi i kapittel 8 benytter kravene i ulike rentabilitetsanalyser. Til slutt sammenligner vi Marine Harvest med bransjen.

Tidvektning

Ved utregningen av forholdstallene vil vi måtte velge vektleggingen av de ulike regnskapsårene. Dersom bransjen er stabil vil en kunne argumentere tungt for lik vektning av alle regnskapsårene. Kjennetegnet til oppdrettsbransjen er at den har vært preget av sykliske trender. Det vil da være naturlig å vekte svingningene likt, noe som taler for lik vektning av alle regnskapsårene. Samtidig vil de siste årene være mer representative grunnet konsolideringstrenden i bransjen. Følgelig velger vi å vektlegge de seneste årene mest, men tar hensyn til argumentet om lik vektning ved å vektlegge nedgangskonjunkturen i 2012 like mye som oppgangskonjunkturen i 2013 (Tabell 5-18).

Periodevektning	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Andel av 100%	0 %	10 %	15 %	15 %	15 %	20 %	20 %

Tabell 5-18 Periodevektning for regnskapsårene for regnskapsårene 2010-2016 for Marine Harvest

Problematikken for 2016 er at regnskapsåret har vært preget av sensasjonelt høye laksepriser. Dette kan få følger for forholdstallsanalysen, da de gode tallene her vektlegges tungt i modellen. Prognosene for lakseprisen er derimot fremdeles høye, slik at prisnivået neppe vil reduseres betraktelig på kort sikt. Samtidig er det også sannsynlig at prisnivået vil kunne påvirke mindre aktører i bransjen hardere enn de større og mer stabile aktørene. Da Marine Harvest er størst i bransjen og de komparative selskapene utgjør de «resterende» store aktørene velger vi derfor å ha med 2016, samt stå fast ved vektingen på 20%.

6 Risikoanalyse

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en analyse av risikoen tilknyttet Marine Harvest. Denne risikoen kan deles inn i to, systematisk og usystematisk risiko. I et perfekt marked vil en investor kunne diversifisere porteføljen slik at den usystematiske (selskapsspesifikke) risikoen blir borte og man vil kun sitte igjen med den systematiske (markedsspesifikke) risikoen. Det er derimot slik at ingen markeder er perfekte. Derfor er usystematisk risiko fremdeles relevant, selv for en godt diversifisert portefølje.

Vi vil gjennomføre en likviditetsanalyse for å analysere den kortsiktige risikoen, og en soliditetsanalyse for å analysere den langsiktige risikoen. I slutten av kapitlet vil vi bruke nøkkeltall fra risikoanalysene til å gi Marine Harvest og bransjen en syntetisk rating. Ved risikoanalysen av bransjen vil vi vekte aktørene i bransjen etter driftsinntekter, ettersom vi mener dette er det beste målet (Tabell 6-1).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SALMAR	25 %	27 %	32 %	30 %	29 %	27 %
LERØY	61 %	59 %	55 %	53 %	53 %	52 %
GRIEG	14 %	14 %	12 %	17 %	18 %	20 %
Bransje	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 6-1 Vekting av aktørene i bransjen basert på driftsinntekter i perioden 2011-2016

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Det første steget i risikoanalysen er analysen av kortsiktig risiko. Her ser en på risikoen for at et selskap havner i likviditetskrise på kort sikt. Dersom selskapet ikke besitter likvide midler til å dekke sine gjeldsforpliktelser vil faren for konkurs være tilstede. For å avdekke forholdene rundt likviditeten i selskapet skal vi se på forholdstallene likviditetsgrad 1 & 2, samt rentedekningsgrad. Disse tallene vil være viktige for fastsettelsen av syntetisk rating i slutten av kapittel 6, og senere i kapittel 7 ved bestemmelsen av finansielle gjeldskrav. I tillegg til de nevnte forholdstallene har vi valgt å utfylle analysen ved å se på andre forholdstall. Dette for å gi en bedre forståelse av det kortsiktige risikobildet i Marine Harvest. I denne delen av analysen tar vi for oss den finansielle gjeldsdekningsgraden, likviditetsreserven og belåningsreserven. Vi tar også for oss den operasjonelle kontantstrømmen.

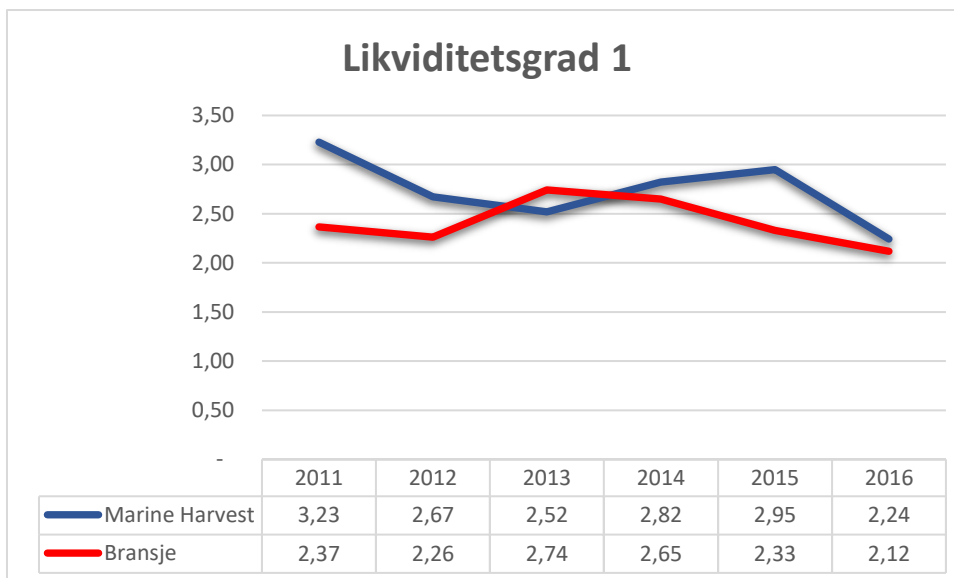
6.1.1 Likviditetsgrad 1

Ved utregningen av likviditetsgrad 1 finner man selskapets evne til å betjene kortsiktig gjeld ved forfall. Forholdstallet finnes ved å dividere selskapets omløpsmidler på den kortsiktige gjelden. Førstnevnte er eiendeler som enkelt kan transformeres til likvide midler, mens den kortsiktige gjelden er gjeld som forventes betalt innen ett år (Penman, 2013).

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

I henhold til Damodaran og det fundamentale rammeverket bør man ta utgangspunkt i at forholdstallet skal være 2 eller bedre (Damodaran, 2012). Han legger vekt på at det ikke er ønskelig å binde for mye midler i arbeidskapital, samtidig som en har tilstrekkelige midler til å dekke sine forpliktelser. Et høyt forholdstall indikerer dermed at man har mye lett likvide midler tilgjengelig, mens et lavt viser til det motsatte. Dersom forholdstallet faller under 1 vil bedriften ha mindre omløpsmidler det kommende året enn det har gjeldsforpliktelser. Konkursrisikoen vil da være til stede. Ett godt sammenligningsgrunnlag, i tillegg til akademisk teori, vil være bransjegjennomsnittet.

I vår analyse inkluderes driftsrelaterte omløpsmidler og finansrelaterte omløpsmidler over brøkstreken. Driftsrelaterte omløpsmidler består av kundefordringer, biologiske eiendeler, andre varer, andre fordringer samt kontanter med restriksjoner. Finansrelaterte omløpsmidler består av bankinnskudd eller tilsvarende balansepost. Under brøkstreken finner vi kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) og kortsiktig finansrelatert gjeld (KFG). Den driftsrelaterte gjelden består av betalbar skatt, leverandørgjeld og andre kortsiktige forpliktelser, mens den finansrelaterte delen består av kortsiktig rentebærende gjeld og forpliktelser holdt for salg.



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Som det fremkommer av figur 6-1 har Marine Harvest vært stabilt over bransjegenomsnittet igjennom analyseperioden. Det tidvektede forholdstallet for Marine Harvest var 2,7, mens det tidvektede og selskapsvektede forholdstallet for bransjen utgjorde 2,41. En kan basert på dette isolert sett konkludere med at Marine Harvest har et tilfredsstillende likviditetskrav, sammenlignet med bransjen og akademien.

En av svakhetene til nøkkeltallet er at den statiske målingen ikke tar hensyn til sesongsvingninger, kundefordringer og konjunkturer. For å få et mer nøyaktig mål på forholdstallet burde en derfor gjennomføre målinger hyppigere gjennom måleperioden, ikke kun pr. 31.12 (dato for årsregnskapet). Det vil også kunne diskuteres hvorvidt omløpsmidlene, biologiske eiendeler og øvrig varelager er tilstrekkelig likvide. Den lange produksjonssyklusen i bransjen vil føre til at varelageret vil ha begrenset likviditet sammenlignet med andre bransjer, som f.eks. dagligvarehandel. Dermed foreligger faren for at varelageret, og dermed også forholdstallet, blir overvurdert. Grunnet begrenset kunnskap og informasjon om likviditeten til de biologiske eiendelene i bransjen, vil det være vanskelig å vurdere hvor likvide de faktisk er. Vi har dermed valg å supplere neste forholdstall, likviditetsgrad 2, med en «Acid-test» som tar høyde for nettopp dette.

Det er også viktig å få frem at Marine Harvest per 31.12.2015 hadde covenants-lån som var direkte bundet til egenkapitalandel. I 2015 valgte selskapet også å bruke en opsjon for å øke lånet. Lånet skal ikke betales tilbake før i 2019, men det kan by på likviditetsutfordringer om

selskapet bryter med egenkapitalkravet på 35%. Dette står ikke spesifisert i årsrapporten for 2015 eller kvartalsrapporten for Q4 i 2016, men misligholdelse av EK-kravet vil mest sannsynlig innebære en reduksjon i likviditet for Marine Harvest. Dette skyldes at utsteder av lånet vil ønske å redusere risikoen tilknyttet lånet, og dermed ønske enten raskere tilbakebetaling eller høyere renteutbetalinger. Dette er ikke noe vi har tatt høyde for i videre analyse på grunn av begrenset informasjon rundt dette lånet.

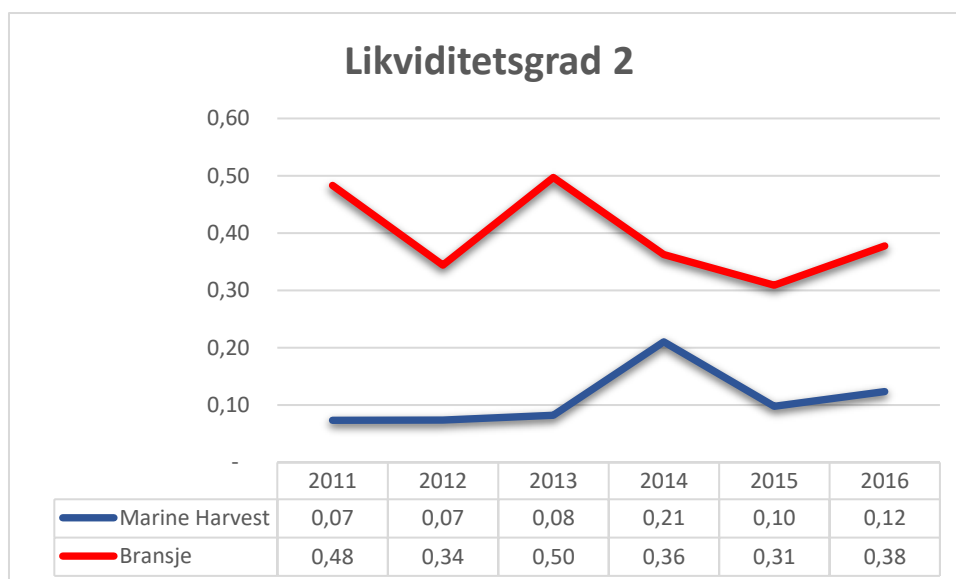
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 1 virker å være et godt estimat for selskapets evne til å dekke kortsiktige forpliktelser dersom omløpshastigheten til varelageret er tilstrekkelig høy. I vårt tilfelle vil bransjens evne til å transformere biologiske eiendeler til likvide midler være usikker, slik at likviditetsgrad 2 muligens vil gi et bedre inntrykk. Vi har ved utregningen av dette forholdstallet gjort det på to måter, både den konservative metoden (Dahl, 2017a), men også via en «Acid-test» (Damodaran, 2012).

Tradisjonell likviditetsgrad 2

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Ved den tradisjonelle likviditetsgrad 2 vil en kun se på de mest likvide omløpsmidlene, nemlig de finansielle omløpsmidlene. Disse vil være de mest likvide midlene til selskapet på kort sikt. Tommelfingerregelen til kravet for likviditetsgrad 2 er at den skal være minst lik 1 (Dahl, 2017a). Vi sammenligner dette tallet opp mot bransjegjennomsnittet, hvor sistnevnte vektlegges tyngst.



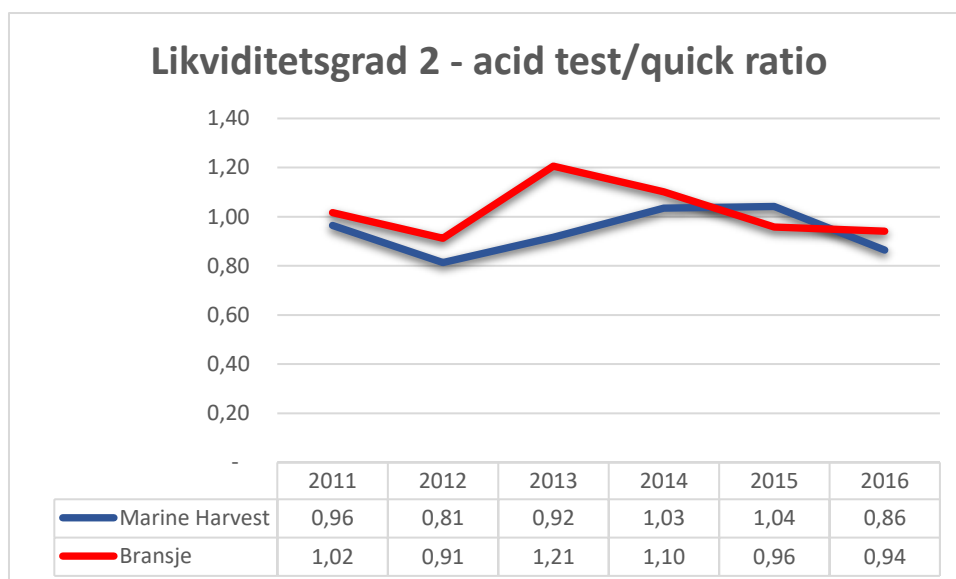
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Fra figur 6-2 ser vi en tradisjonell likviditetsgrad 2 som skiller seg voldsomt fra bransjegjennomsnittet, noe som er bekymringsfullt. I 2014 var det tendenser til konvergering mellom bransjen og Marine Harvest, men dette ble reversert året etter. Årsaken til den store forskjellen er mangelen på finansielle omløpsmidler for Marine Harvest relativt til bransjen. Det er spesielt Lerøy, som i vår bransjedefinisjon vektlegges mest, som trekker dette tallet opp. Bransjen er også et stykke unna en likviditetsgrad på 1, og dette kan i stor grad skyldes konsolideringstrenden i bransjen. De lave tallene for likviditetskrav 2 kan vise til at Marine Harvest og bransjen som helhet benytter overskuddslikviditet til investeringer i konsesjoner, oppkjøp av andre aktører eller for å bygge opp biomasse. Den store forskjellen mellom bransjen og selskapet vil allikevel kunne indikere likviditetsproblemer.

Likviditetsgrad 2 – «Acid-test»

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Ved «Acid-testen» til Damodaran trekker vi ut hele varelagerposten. På den måten skiller vi ut de omløpsmidlene som lett kan konverteres til likvide midler. Forholdstallet vil da være mer representativt på den delen av kortsiktig gjeld vi faktisk kan dekke på kort sikt.



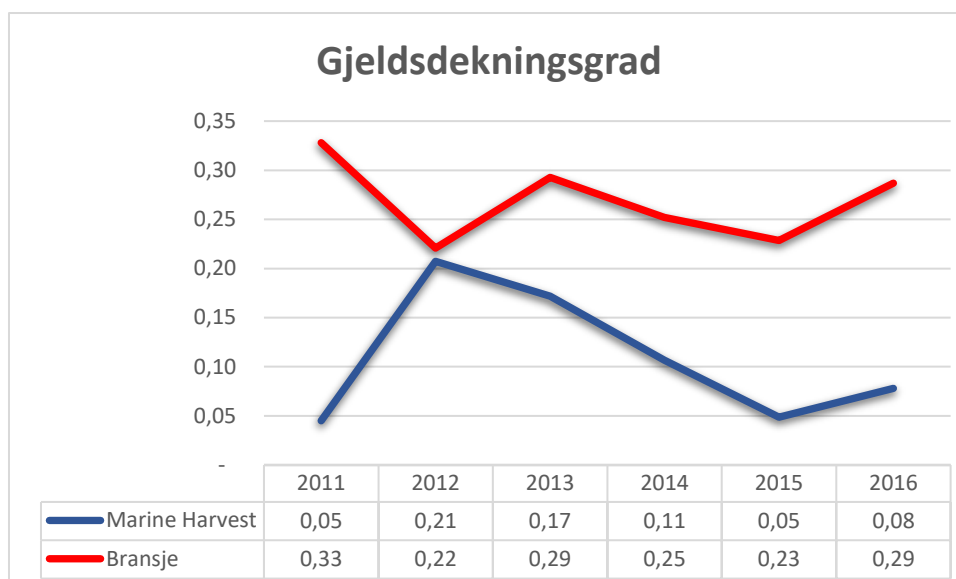
Figur 6-3 Likviditetsgrad 2 ved "acid test" for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Figur 6-3 viser at Marine Harvest er mer i tråd med bransjen på dette nøkkeltallet. Tidvektet gjennomsnitt er 0,94 for Marine Harvest og 1,02 for bransjen. Dette viser også at både bransjen og selskapet er nærmere tommelfingerregelen etter justeringen for varelageret. Da bransjen og selskapet i større grad er tilnærmet like ved «Acid-testen» vil vi hevde at indikasjonen på likviditetsproblemer er mindre enn det vi først så ved det tradisjonelle forholdstallet.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Den finansielle gjeldsdekningsgraden viser hvor mye finansielle eiendeler selskapet har i forhold til selskapets finansielle gjeld. Ved en høyere finansiell gjeldsdekningsgrad vil faren for likviditetskrise reduseres. Tommelfingerregelen for dette forholdstallet legger til grunn at tallet burde være større enn 1, men akkurat som tidligere vektlegges bransjegjennomsnittet tyngst. Dette skyldes også poengteringen i delkapittel 2.4.2 om at bransjen er kapitalintensiv. Ved en kapitalintensiv bransje vil følgelig gjeldsgraden være høyere enn for bransjer som er mer arbeidsintensive, og tommelfingerregelen kan således være et mindre egnet sammenligningsgrunnlag.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$



Figur 6-4 Finansiell gjeldsdekningsgrad for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

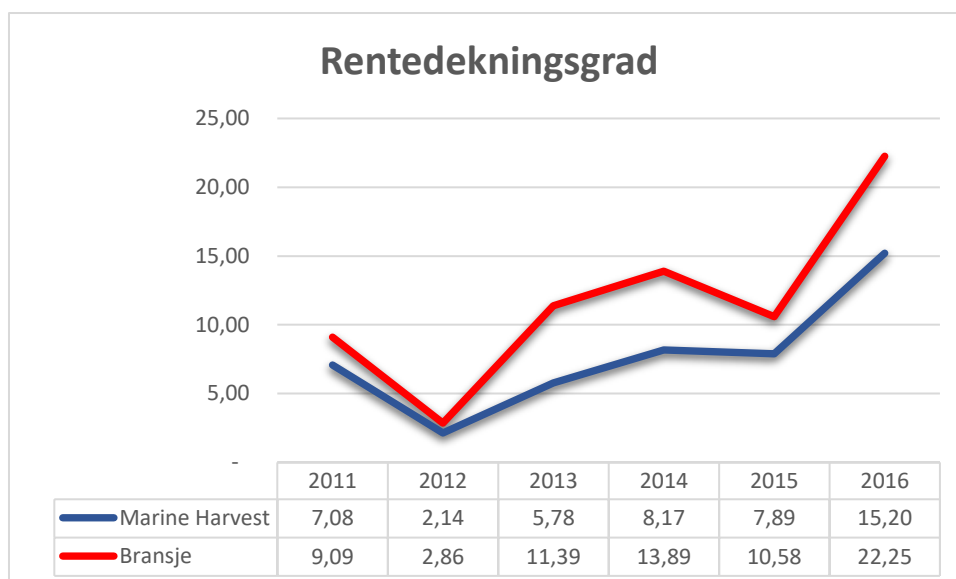
Figur 6-4 viser at Marine Harvest og bransjen i alle år har hatt netto finansiell gjeld. Forholdstallet er klart under 1, og Marine Harvest gjør det dårligere enn bransjen. I dette tilfellet er det også Lerøy som trekker bransjesnittet opp, mens både Grieg og SalMar har tilsvarende tidvektede forholdstall som Marine Harvest. Som helhet har bransjen lav finansiell gjeldsdekningsgrad, noe som må ses i sammenheng med drøftelsen rundt bruken av overskuddsmidler i delkapittel 6.1.2. Videre vektlegges følgelig dette nøkkeltallet mindre da vi ikke mener det illustrerer virkeligheten i tilstrekkelig grad.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Analysen har til nå har sett på dekingen av gjeld via balansen, mens de neste to delkapitlene tar for seg dekningsgraden ved å se på resultat og kontantstrøm. Det første vi skal se på er rentedekningsgraden, et forholdstall som viser hvor mange ganger et selskap kan betale rentene på utestående gjeld. Over brøkstreken er netto driftsresultat og netto finansinntekt, og under brøken er netto finanskostnad.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

I henhold til en tommelfingerregel bør en ha en rentedekningsgrad større enn 3 for volatile selskaper (Dahl G., 2017b). Dersom forholdstallet endres, vil mulighetene for å takle økonomisk dårlige perioder styrke eller svekke seg.



Figur 6-5 Rentedekningsgrad for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Rentedekningsgraden viser den sykliske utviklingen i oppdrettsbransjen i figur 6-5. Både Marine Harvest og bransjen opplevde dårlige forholdstall i 2012, da lakseprisen var lav og følgelig også netto driftsresultat svakt. Effekten er motsatt i slutten av analyseperioden grunnet det historiske toppnivået på laksepris. Dette understøttes av at netto finanskostnader har vært relativt stabile gjennom hele perioden. Forholdstallet påvirkes dermed i stor grad av endringer i lakseprisen. Både bransjen og Marine Harvest har en høy rentedekningsgrad, hvor 2016 må ses på som ekstraordinært. Rentedekningsgraden er derfor å klassifisere som forsvarlig for både bransjen og Marine Harvest.

Ulempen med nøkkeltallet er at den ikke tar hensyn til betalingen av avdrag. Avdrag vil klassifiseres som en utgift, og vil således redusere likviditeten. Selskapet kan dermed ha en god rentedekningsgrad, men begrensede muligheter til å dekke avdrag på lån. Følgelig vil vi analysere kontantstrømmen til egenkapital i neste delkapittel.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Den frie kontantstrømmen viser selskapets evne til å generere kontanter i perioden. Metoden fokuserer på kontanter som gir grunnlag for utdeling / utbytte til eiere, ikke ren likviditet som i en klassisk kreditororientert analyse. Forholdstallet ser på fri kontantstrøm fra drift og eiendeler og fri kontantstrøm fra finansielle långivere (Knivsflå, 2017 - 8).

$$\frac{\text{Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler}}{\text{Fri kontantstrøm til finansiell gjeld}} = \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift} + \text{Fri kontantstrøm finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnad} + \text{Avdrag}}$$

Dersom selskapet har en positiv fri kontantstrøm til sysselsatt kapital generer det mer penger enn det som kreves for å dekke drift og reinvesteringer. Det gir dermed et uttrykk for om selskapet har evne til å dekke løpende forpliktelser. Endring i gjeld vil fortelle oss om selskapets netto låneopptak. Som tabell 6-2 illustrerer er det kun i 2012 og 2015 at Marine Harvest faktisk nedbetaler gjeld. Dette betyr at det ikke er behov for fri kontantstrøm for å dekke løpende gjeldsforpliktelser i perioden.

Marine Harvest		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	2 046,6	479,3	2 535,6	3 215,1	2 372,7	5 127,4
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	88,4	348,8	472,0	258,5	256,9	898,1
Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	-236,2	1 078,8	-6 326,8	-2 417,5	-3 583,0	1 728,7
Fri kontantstrøm fra drift	<i>FKD</i>	1 898,8	1 906,9	-3 319,2	1 056,1	-953,3	7 754,2
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	22,4	109,6	130,1	32,2	26,9	N/A
Unormal netto finansinntekt	<i>UNFR</i>	512,6	-206,1	-20,6	-467,8	188,1	-1 061,4
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	137,9	-949,4	-375,6	249,9	781,9	-426,5
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	<i>FKS</i>	2 571,8	861,0	-3 585,3	870,4	43,6	6 266,3
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-292,2	-275,6	-460,9	-397,6	-304,0	-337,2
Endring i finansiell gjeld	ΔFG	722,9	-725,8	3 431,4	3 443,3	-606,2	805,4
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-30,5	-5,5	-4,0	-7,4	-3,9	-0,6
Unormalt netto minoritetsresultat	<i>UNMR</i>	0	0	0	-0	0	0
Endringer i minoritetsinteresser	ΔMI	5,3	-6,8	-41,2	-11,8	-7,1	-0,7
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	2 977,3	-152,8	-660,0	3 897,0	-877,7	6 733,1

Tabell 6-2 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Marine Harvest genererer kontantstrøm fra drift i alle år unntatt 2013 og 2015. I 2013 var utslaget spesielt stort grunnet store reinvesteringer. Fri kontantstrøm til egenkapital er positiv i tre av seks år. Det er viktig å presisere at størrelsene på de positive årene er i en helt annen størrelsesorden enn de negative årene. Netto driftsresultat var veldig lavt i 2012, og historisk høyt i 2016. Dette leder til en veldig lav og en veldig høy fri kontantstrøm i de respektive årene. I 2015 er netto driftsresultat ikke spesielt dårligere enn tidligere år, men fri kontantstrøm blir negativ grunnet nedbetaling av gjeld og økt kapitalbinding.

Det tidvektede snittet av fri kontantstrøm til egenkapital vil også være positiv. I sum kan en hevde at selskapet innehar en forsvarlig likviditet, spesielt med tanke på at det siste året har generert et voldsomt likviditetsoverskudd. Det virker derfor som om selskapet står bra posisjonert om det skulle gå inn i en tøffere periode.

6.1.6 Belåningsreserve

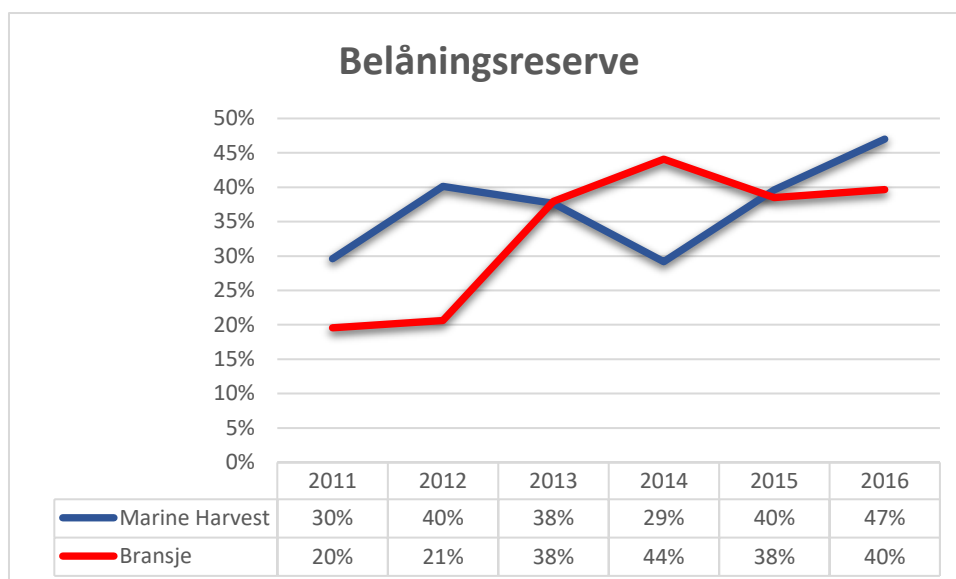
For å supplere analysen av likviditeten til Marine Harvest og bransjen har vi valgt å se på belånings- og likviditetsreserven. Førstnevnte viser hvor mye likviditet et selskap har tilgjengelig ved å utnytte belåningsevnen ytterligere. Dette gjøres ved å ta i bruk eiendeler som ikke allerede er belånt. Forholdstallet gir dermed innblikk i muligheten for likviditet ved behov (Dahl G. , 2017c).

$$\text{Belåningsreserve i \% av belåningsgrunnlaget} = \frac{\text{Belåningsgrunnlag} - \text{Sum rentebærende gjeld}}{\text{Belåningsgrunnlag}} * 100\%$$

Grunnlaget regnes inn som den delen av eiendelene en bank ville godtatt som sikkerhet for lån, uten å ta hensyn til eksisterende gjeld. Rentebærende gjeld utgjør den delen av belåningsgrunnlaget selskapet allerede har benyttet seg av. Tommelfingerregelen på dette forholdstallet er at resterende belåningsgrunnlag burde være over 40%. For å regne ut belåningsgrunnlaget har vi benyttet de skjønsmessige satsene i tabell 6-3.

Eiendel	Prosentvis dekning
Konsesjoner	50 %
Skip	60 %
Tomter, bygninger, og eiendom	60 %
Andre driftsmidler	60 %
Maskiner og anlegg	60 %
Investeringer i tilknyttede selskaper	30 %
Varebeholdning	30 %
Biologiske eiendeler	40 %
Kundefordringer	60 %
Andre fordringer	60 %
Investeringer i andre selskaper	30 %
Eiendeler holdt for salg	30 %
Andre langsiktige fordringer	60 %

Tabell 6-3 Estimat på belåningsgrad av eiendeler for Marine Harvest per 31.12.2016



Figur 6-6 Belåningsreserve for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Figur 6-6 viser at Marine Harvest har vært i tråd med bransjen, eller gjort det bedre, i alle år unntatt 2014. Dette skyldes i stor grad økningen i finansiell gjeld i årene 2013 og 2014. Dette reverseres i 2015 og 2016. Tidvektet ligger selskapet på 38%, mens bransjen er på 36%. Dette indikerer at Marine Harvest har større mulighet for å øke belåningen enn bransjen, og selskapet vil følgelig ha tilgang til kapital om det skulle være nødvendig. Det må her tas forbehold om at satsene er satt skjønnsmessig, og en annen vurderingen av satsene kan føre til en annen belåningsreserve.

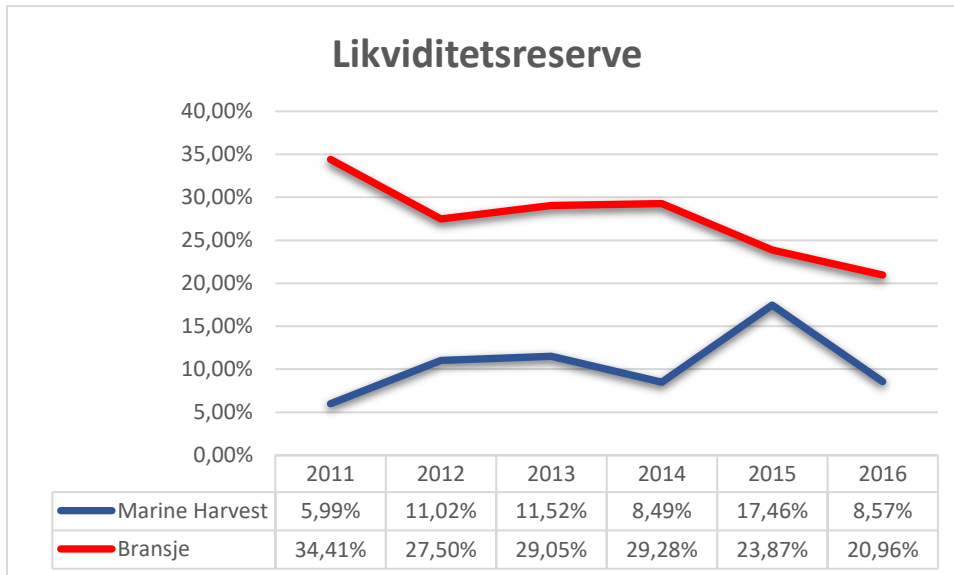
6.1.7 Likviditetsreserve

I delkapittelet om likviditetsgrad 1 og 2 så vi hvorvidt Marine Harvest vil være i stand til å dekke all kortsiktig gjeld om den skulle forfalle umiddelbart. Dette vil ikke være tilfellet for Marine Harvest, da selskapet er et «going concern». Gjelden forfaller ikke på samme tidspunkt, og alle omløpsmidlene kan ikke omgjøres til betalingsmidler umiddelbart. Likviditetsreserven vil være alle de midlene du umiddelbart kan transformere til betalingsmidler, og således unngår en her problematikken rundt varelageret.

$$\text{Likviditetsreserve i \% av salgsinntekter} = \frac{\text{Kasse, bank, kortsiktige investeringer, ubenyttet kasseredit}}{\text{Salgsinntekter}} * 100\%$$

Dersom selskapet har en fri kontantstrøm fra drift vil det ikke være nødvendig å benytte eiendeler for å dekke gjeld, kun dersom kontantstrømmen svikter. Det vil da være nødvendig å omgjøre eiendeler til likvide midler for å dekke gjeld til forfall. Likviditetsreserven gir

derfor supplerende innsikt i likviditetssituasjonen. Ved lav likviditetsreserve vil risikoen for forfall på gjeldsforpliktelsene være høy, selv på kort sikt. I følge Gunnar A. Dahl bør likviditetsreserven øke med omsetningen, da det antas at gjelden øker tilsvarende (Dahl G., 2017d). Vi sammenligner også her forholdstallet med bransjegjennomsnittet.



Figur 6-7 Likviditetsreserve for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

I følge figur 6-7 har Marine Harvest hatt en positiv trend sammenlignet med bransjen, om en ser bort ifra 2014. Samtidig har selskapet vært tidvis langt unna bransjegjennomsnittet, selv om det var tendenser til konvergering i 2015. Både bransjen og Marine Harvest opplevde et fall i 2016, men problemet her er at salgsinntektene er historisk høye. Det vil derfor være vanskelig å anta at gjelden må øke tilsvarende, som var forutsetningen nevnt i forrige avsnitt. Det vil derfor være vanskelig å vektlegge 2016 tallene tungt, da dette kan være misvisende. Vi ser derfor på det tidvektede forholdstallet. Marine Harvest har en tidvektet likviditetsreserve på 10,88%, mens bransjen ligger på 26,75%. Det er bekymringsfullt at selskapet avviker i så stor grad fra bransjegjennomsnittet.

På generelt grunnlag vil en likviditetsreserve på 3-8% anses som middels god (Dahl G., 2017d). Vi ser at selskapet ligger innenfor dette intervallet, både tidvektet og i hvert enkelt år. Vi kan dermed konkludere med at likviditetsreserven er middels god til god for selskapet, mens den er særdeles god for bransjen.

6.2 Soliditetsanalyse

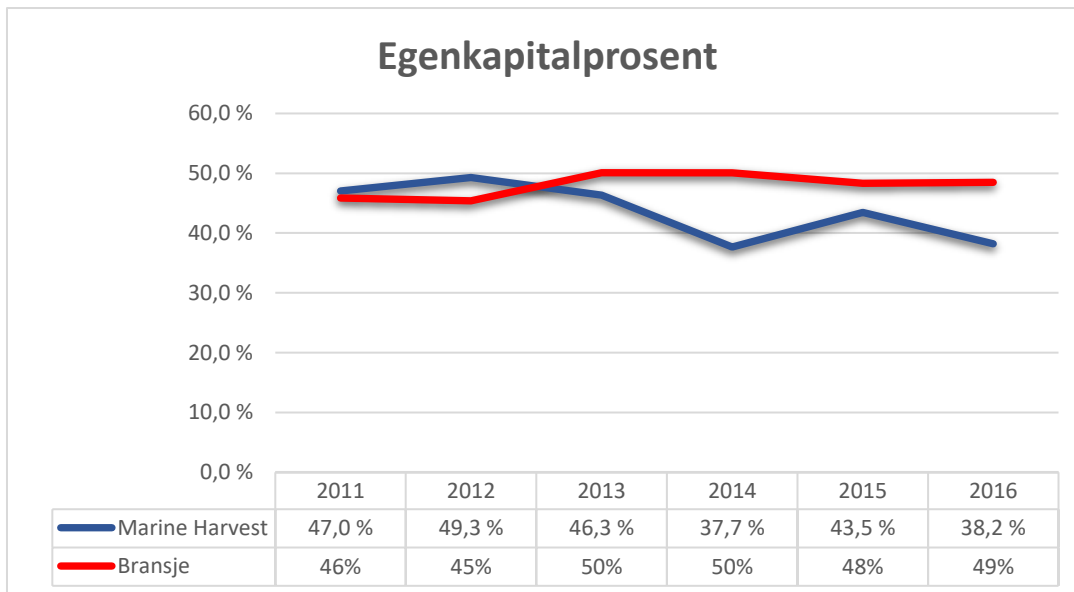
I denne delen av risikoanalysen skal vi kartlegge den langsiktige kredittrisikoen gjennom en soliditetsanalyse. Dersom den langsiktige kredittrisikoen er lav er soliditeten god, kan bedriften stå imot fremtidige tap. Tap føres mot egenkapitalen, og på denne måten fungerer egenkapitalen en buffer. For å analysere Marine Harvest sin langsiktige risiko og soliditet vil vi benytte nøkkeltallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, samt en statistisk finansieringsanalyse.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Det til dels viktigste forholdstallet i soliditetsanalysen er egenkapitalprosenten. Forholdstallet viser hvor stor del av totalkapitalen egenkapitalen utgjør.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalen virker som en buffer mot både tap og negative verdiendringer, og er på denne måten viktig for soliditeten i selskapet. Som vi ser inngår både egenkapitalen til majoritet og minoritet, ettersom det ikke er gjeldsposter. Når man vurderer egenkapitalen må man også vurdere eiendelene. Eiendeler som er lett omsettelige og med en stabil verdi vil gjøre den reelle soliditeten i selskapet bedre. Dersom goodwill utgjør en stor del av eiendelene er dette en verdi som ofte kan endre seg i nedgangstider, og fungerer således ikke som en solid buffer. Vi ser at goodwill i analyseperioden ligger på 6-8% av eiendelene til Marine Harvest (Marine Harvest, 2017c). Dette er betryggende og goodwill utgjør derfor ikke en fare for soliditeten. Biologiske eiendeler ført til historisk kost gir en tryggere egenkapital. Et eventuelt prisfall, som kan føre til en nedgangsperiode, vil dermed ikke påvirke egenkapitalen i like stor grad som ved balanseføring til virkelig verdi. De andre eiendelene til Marine Harvest er sikre i verdi og medfører dermed en stabil egenkapital. En egenkapital over 30% regnes som solid, men det er allikevel tryggest er å sammenlikne med bransjen.



Figur 6-8 Egenkapitalprosent for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Vi ser, av figur 6-8, at både Marine Harvest og bransjen har en solid egenkapitalprosent. Oppdrettsbransjen er svært volatil og det er viktig at bedriftene er robuste. Marine Harvest har et tidvektet gjennomsnitt på 42,9%. Dette er lavere enn bransjen som har et tidvektet snitt på 48,3%. Det er også verdt å legge merke til at selv etter de siste gode årene i bransjen har Marine Harvest fått en lavere egenkapitalprosent. Dette er nok et tegn på ekspansjon og ikke nødvendigvis et tegn på svak soliditet.

Marine Harvest skal etter lånebetingelsene med kreditor ha en egenkapitalprosent på over 35% (SFI Handbook, 2016). Vi ser at de oppfyller dette kravet gjennom analyseperioden, selv etter justering av regnskapet. Vi vil dermed konkludere med at egenkapitalprosenten til Marine Harvest er solid.

6.2.2 Statisk finansieringsanalyse

Vi skal bruke en statisk finansieringsanalyse for å analysere kapitalstrukturen i Marine Harvest per 31.12.2016. Vi bruker dermed utgående balanse for 2016. Den statiske finansieringsanalysen viser hvordan de forskjellige eiendelene i Marine Harvest er finansiert. Finansieringsmetodene er rangert etter risiko hvor egenkapital er tryggest og kortsiktig finansrelatert gjeld har høyest risiko.

MARINE HARVEST I MNOK							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Sum
DAM	14 367,9	8,2	2 482,8	3 527,1			20 386,0
FAM				80,9			80,9
DOM				9 517,2	6 716,4		16 233,6
FOM					943,4	0,9	944,1
TK	14 367,9	8,2	2 482,8	13 125,2	7 659,8	0,9	37 644,7

Tabell 6-4 Statisk finansieringsanalyse for Marine Harvest basert på utgående balanse for 2016 i MNOK

MARINE HARVEST i prosent							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	70,48 %	0,04 %	12,18 %	17,30 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %
FAM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %
DOM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	58,63 %	41,37 %	0,00 %	100,00 %
FOM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	99,90 %	0,10 %	100,00 %
TK	38,17 %	0,02 %	6,60 %	34,87 %	20,35 %	0,00 %	100,00 %

Tabell 6-5 Statisk finansieringsanalyse for Marine Harvest basert på utgående balanse for 2016 i prosent

BRANSJE I MNOK							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	18 723	1 074	3 000				22 797
FAM			-				-
DOM			1 003	8 211	5 497		14 711
FOM					812	2 242	3 054
TK	18 723	1 074	4 004	8 211	6 309	2 242	40 563

Tabell 6-6 Statisk finansieringsanalyse for bransjen basert på utgående balanse for 2016 i MNOK

BRANSJE i prosent							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	82,13 %	4,71 %	13,16 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	56,20 %
FAM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
DOM	0,00 %	0,00 %	6,82 %	55,82 %	37,37 %	0,00 %	36,27 %
FOM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	26,60 %	73,40 %	7,53 %
TK	46,16 %	2,65 %	9,87 %	20,24 %	15,55 %	5,53 %	100,00 %

Tabell 6-7 Statisk finansieringsanalyse for bransjen basert på utgående balanse for 2016 i prosent

Vi ser av tabell 6-4 til 6-7 at Marine Harvest har tilnærmet lik kapitalstruktur som de andre aktørene. Bransjen dekker mer av driftsrelaterte anleggsmidler ved hjelp av egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld enn Marine Harvest, som må bruke

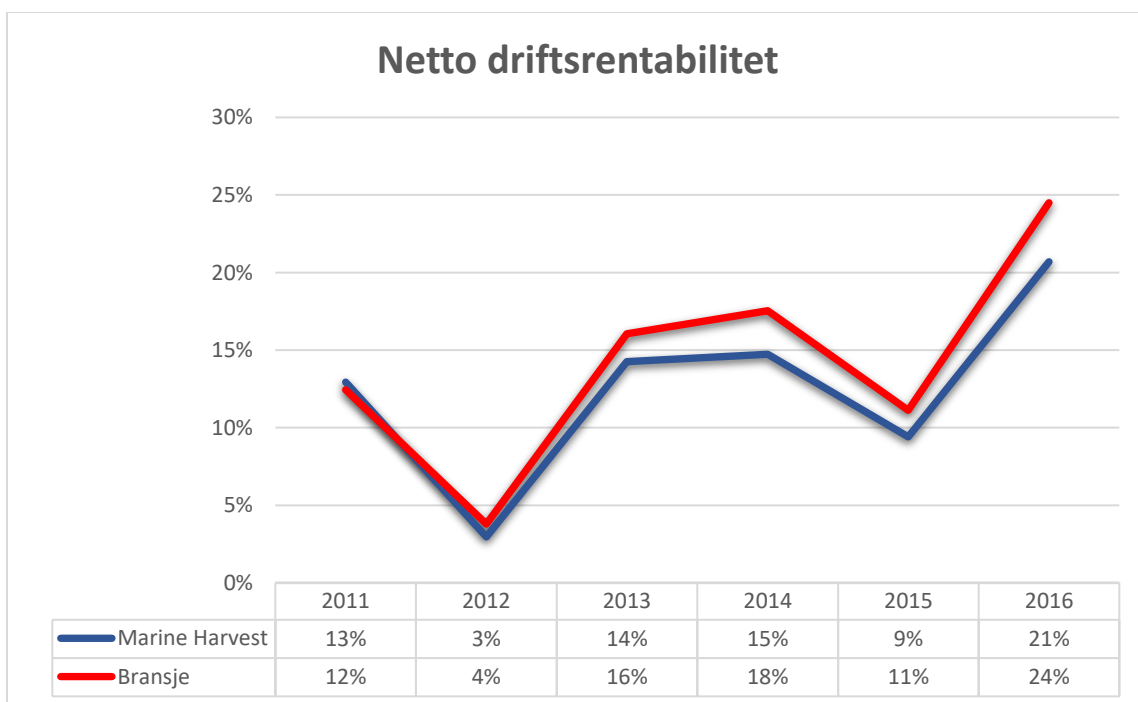
langsiktig finansiell gjeld i tillegg. Dette er ikke en stor risikofaktor ettersom både Marine Harvest og bransjen treffer bunnen av tabellen samtidig, og ingen anleggsmidler er finansiert av kortsiktig gjeld. En kan med bakgrunn i denne modellen si at både Marine Harvest og bransjen har en solid finansiering.

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomheten til driften i en virksomhet. Som vi ser av formelen under ser dette nøkkeltallet på driftsresultatet opp mot den driftstilknnyttede kapitalen gjennom året. Vi ser at den opptjente driftskapitalen deles på to, ettersom det antas at inntekten kom jevnt i gjennom året (Knivsflå, 2017 - 8).

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital} + ((\Delta\text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsresultat})/2)}$$

Høy lønnsomhet legger grunnlaget for en solid egenkapital, mens en lav lønnsomhet vil i lengden kunne føre til lav egenkapital og svak soliditet. Fremtidig lønnsomhet er derfor viktig for selskapets soliditet.



Figur 6-9 Netto driftsrentabilitet for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Vi ser av figur 6-9 at netto driftsrentabilitet i bransjen er solid. Bransjen har et tidvektet gjennomsnitt på 15%. Marine Harvest ligger nesten konsekvent under bransjen, med unntak av 2012 hvor hele bransjen hadde et meget dårlig år. Marine Harvest har et tidvektet gjennomsnitt på 13%. Her er det verdt å notere seg at bransjen ikke er en stabil enhet med bedre netto driftsrentabilitet enn Marine Harvest. SalMar skiller seg ut med en netto driftsrentabilitet på 20%, og Grieg er helt nede i 8%. Marine Harvest har dermed en ganske gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet.

Ved hjelp av dette nøkkeltallet ser vi igjen hvor volatil oppdrettsbransjen er. Soliditet vil derfor være viktig i bransjen, slik at en er rustet for potensielle nedgangsperioder. Totalt sett er netto driftsrentabilitet i bransjen og i Marine Harvest god, og den tyder på evne til å skape verdier som vil gi en soliditet også i fremtiden.

6.3 Syntetisk rating

Som en oppsummering for dette kapitlet vil vi gi Marine Harvest og bransjen en syntetisk rating. Ratingen bygger på analysene vi har gjort av både risiko og soliditet tidligere i dette kapitlet. En syntetisk rating er karaktersetning av forholdstall. Vi vil først gi en syntetisk rating til enkelte forholdstall før vi gir en syntetisk rating til Marine Harvest som selskap og bransjen som helhet. Vi vil benytte oss av Knivsflås forenklete syntetiske rating (Knivsflå, 2017 - 8). Den bygger på Standard & Poors skala for syntetisk rating. Den øverste karakteren er AAA og den laveste karakteren er D.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad etter skatt	Egenkapital-prosent i %	Netto drifts-rentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	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
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6-8 Syntetisk rating basert på Standard & Poor's skala (Knivsflå, 2017 - 8)

Basert på tabell 6-8 har vi gitt Marine Harvest og bransjen en syntetisk rating, med utgangspunkt i de fire nøkkeltallene.

MARINE HARVEST	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad	3,23	2,67	2,52	2,82	2,95	2,24	2,70
Rating	A(+)	A	A	A	A	A(-)	A
Rentedekningsgrad	7,08	2,14	5,78	8,17	7,89	15,20	8,15
Rating	AA(+)	BBB	AA	AA(+)	AA(+)	AAA	AA(+)
Egenkapitalandel	47 %	49 %	46 %	38 %	43 %	38 %	43 %
Rating	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	12,9 %	3,0 %	14,3 %	14,7 %	9,4 %	20,7 %	12,8 %
Rating	A(-)	B	A	A	BBB	AA(-)	A(-)
Sum	A	BBB	A	A	A	A	A

Tabell 6-9 Syntetisk rating for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Bransje	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad	2,37	2,26	2,74	2,65	2,33	2,12	2,41
Rating	A	A(-)	A	A	A(-)	A(-)	A
Rentedekningsgrad	9,09	2,86	11,39	13,89	10,58	22,25	12,39
Rating	AAA(-)	A	AAA(-)	AAA	AAA(-)	AAA	AAA
Egenkapitalandel	45,9 %	45,4 %	50,1 %	50,1 %	48,3 %	48,5 %	48,3 %
Rating	BBB(+)	BBB(+)	A(-)	A(-)	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)
Netto driftsrentabilitet	12,4 %	3,8 %	16,0 %	17,5 %	11,1 %	24,5 %	14,9 %
Rating	A(-)	B	A	A(+)	BBB(+)	AA	A
Sum	A(+)	BBB	A(+)	A(+)	A	A(+)	A

Tabell 6-10 Syntetisk rating for bransjen i perioden 2011-2016

Som vi ser av tabell 6-9 og 6-10 rangeres både Marine Harvest og bransjen til karakteren A. Denne ratingen tilsvarer en estimert sannsynlighet på 0,08% for konkurs i det kommende året. Som nevnt tidligere i kapittelet er det flere svakheter ved forholdstallene. En svakhet ved ratingen er at den kun bruker fire av forholdstallene, og disse er ikke nødvendigvis de mest relevante for bransjen.

Risikoanalysen av Marine Harvest og bransjen bekrefter de teoriene vi hadde i kapittel 4. Oppdrettsbransjen er en solid bransje med gode framtidssutsikter. Samtidig ser vi at det er en veldig volatil bransje med en varierende netto driftsrentabilitet. Rentabiliteten er et tegn på hvor avgjørende lakseprisen er for bransjen, slik vi diskuterte i PESTEL-analysen i delkapittel 4.2.1.

7 Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi utlede Marine Harvest sitt historiske avkastningskrav. Dette avkastningskravet vil bli brukt som målestokk for lønnsomhetsanalysen. Et avkastningskrav er prisen virksomheten må betale for bruk av kapital. Avkastningskravet reflekterer alternativkostnaden til investor og dermed den laveste avkastningen investor vil godta. Avkastningskravet vil dekke inflasjonstap og risiko for investor. Ettersom avkastningskravet vil være det samme som prisen på kapital vil avkastningskravet til netto driftskapital måles ved vektet gjennomsnittskostnad på kapital (WACC: "Weighted Average Cost of Capital"). WACC vil være et vektet snitt mellom kapitalkostnaden til egenkapitalen, minoritetsinteressen og netto finansiell gjeldsandel.

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

ndk = netto driftskrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, NDK = netto driftskapital, mik = minoritetskrav, MI = minoritetsinteresser, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, NFG = netto finansiell gjeld

Videre i kapitlet vil vi utlede avkastningskravet til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld, for å finne avkastningskravet til netto driftskapital.

Alle formler i dette kapitlet er hentet fra Knivsflås forelesning 9 (Knivsflå, 2017-9).

7.1 Krav til egenkapital og minoritet

For å beregne egenkapitalkravet vil vi bruke kapitalverdimodellen (CAPM: "Capital Asset Pricing Model") (Mossin, 1966). Modellen forutsetter et perfekt diversifisert marked og eliminerer dermed selskapsspesifikk risiko. I tillegg forutsetter modellen at investorer er risikoaverse. I realiteten stemmer ikke forutsetningene, og kapitalverdimodellen har på grunnlag av dette vært sterkt kritisert (Roll, 1977). Modellen tar ikke hensyn til usystematisk risiko og risikovillige investorer, og vil dermed gi et for lavt avkastningskrav til egenkapitalen. Kapitalverdimodellen er på tross av dette et nyttig verktøy, så lenge man kjenner manglene ved modellen.

Egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, og det er essensielt at alle verdiene i kapitalverdimodellen er etter skatt størrelser. Poenget om at kapitalmarkedet ikke er perfekt

justeres for ved å legge til en illikviditetspremie. Denne illustrerer investors risiko for markedssvikt.

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * mrp + ilp$$

ekk = egenkapitalkravet, r_f = risikofri rente, s = effektiv selskapsskattesats

β_{EK} = egenkapitalbeta, mrp = markedsrisikopremie, ilp = illikviditetspremie

Videre vil vi fastsette de andre variablene i formelen ovenfor; risikofri rente etter skatt, markedsrisikopremien, egenkapitalbetaen og illikviditetspremien.

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen på en investering som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Møller & Kaldestad, 2016). Etersom det ikke finnes risikofrie investeringer må den risikofrie renten estimeres. To vanlige mål for risikofri rente er 10-årige norske statsobligasjoner og 3 måneders Nibor (Nibor3M), som er lånerenten banker i mellom. Ved bruk av norske 10-årige statsobligasjoner må det justeres for risikoen for konkurs. Den syntetiske ratingen til den norske stat er AAA og det benyttes en lang kredittrisiko-premie på 0,6% etter skatt (Knivsflå, 2017 - 9). Dersom man velger å bruke Nibor3M må det justeres for bankenes konkursrisiko, som i snitt er ratet til AA. Den kortsiktige konkursrisikopremien etter skatt er 0,4%.

I det norske markedet benytter 41% av bedriftene seg av 10-årige norske statsobligasjoner når de beregner risikofri rente. Det er derimot bare rundt 10% som benytter seg av Nibor3M (PWC, 2016). Damodaran argumenterer for å bruke 10-årige statsobligasjoner, ettersom dette er det nærmeste en kommer risikofrie investeringer (Damodaran, 2012). Knivsflå velger i sin modell å bruke Nibor3M (Knivsflå, 2017 - 9). Vi ser ingen store svakheter ved å bruke Nibor3M, og ettersom det er den som blir brukt i rammeverket vil vi bruke den. Når vi skal beregne fremtidskrav i kapittel 10 vil vi bruke 2/3 Nibor3M og 1/3 10-årige statsobligasjoner. Vi mener dermed det blir mest konsekvent å bruke Nibor3M på dette stadiet, da vi vektlegger den tyngst senere. Risikopremien inneholder konkursrisiko, tapsprosent for konkurs og risikoadministrasjon og er hentet fra Knivsflås forelesninger i MRR413/BUS440 i 2017 (Knivsflå, 2017 - 9). Nibor 3M er hentet fra Norges Bank (Norges Bank, 2013) frem til 9. desember 2013 og fra Oslo Børs for senere perioder (Oslo Børs, 2017). Beregningen av den risikofrie renten etter skatt vises i tabell 7-1.

Risikofri rente	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
NIBOR 3 mnd	0,029	0,022	0,018	0,017	0,013	0,011	0,018
Kreditrisikopremie	-0,006	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005
Skatt	-0,006	-0,005	-0,003	-0,003	-0,002	-0,001	-0,004
Risikofrirente etter skatt	0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009

Tabell 7-1 Risikofri rente for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Et moment vi ikke har nevnt i denne sammenheng er alternativet om å benytte EUIBOR, som er en ekvivalent rente til NIBOR i det europeiske bankmarkedet. Da laks hovedsakelig handles i EURO, og selskapet har bestemt seg for å benytte EURO som presentasjonsvaluta, kan det tenkes seg å være naturlig å benytte EUIBOR ved beregning av risikofri rente etter skatt. Ettersom vi fokuserer på det norske markedet i vår verdsettelse av Marine Harvest, vil vi følgelig vektlegge den norske risikofrie renten. Dette ses også i sammenheng med at alle bransjedeltakerne foreløpig også benytter NOK i sine årsrapporter.

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning i markedet og den risikofrie renten. En av forutsetningene i kapitalverdimodellen er at investorer er risikoaverse (Mossin, 1966). Det må dermed legges til en premie i avkastningskravet for å kompensere for denne risikoen.

Kaldestad & Møller mener markedets risikopremie ligger mellom 4 og 5% (Møller & Kaldestad, 2016). Damodaran har gjennom studier prøvd å estimere en implisitt risikopremie mellom 1960 og 2011, og kom frem til en premie på 3-5%. Den internasjonale markedsrisikopremien er relevant, ettersom vi har benyttet børsinformasjon fra utlandet i estimeringen av egenkapitalbeta. Som vi ser av Damodaran er den ganske lik som i Norge, og vi vil ikke legge mer vekt på det (Damodaran, 2017). PwC og NFF gjør en årlig undersøkelse av markedets risikopremie og mener den nå ligger på 5% (PWC, 2016). Vi har valgt å sette den gjennomsnittlige langsiktige markedsrisikopremien til 5%, og den gjennomsnittlige kortsiktige markedsrisikopremien til 4%. Dette vil variere over årene, slik en kan lese av tabell 7-2. Den langsiktige markedsrisikopremien vektlegges med $\frac{3}{4}$, mens den kortsiktige markedsrisikopremien vektlegges med $\frac{1}{4}$.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kortsiktig perspektiv	0,037	0,039	0,041	0,040	0,041	0,041
Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Langsiktig perspektiv	0,050	0,051	0,051	0,051	0,052	0,052
Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Løpende risikopremie	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049

Tabell 7-2 Markedets risikopremie på kort og lang sikt i perioden 2011-2016

7.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i en bedrifts egenkapital relativt til markedet (Gjesdal & Johnsen, 1999). En beta lik 1 medfører dermed den samme risikoen som markedsporteføljen. En beta under 1 gir en lavere risiko, hvor beta lik 0 er en risikofri investering. En beta høyere enn 1 tilsvarer en risiko som er høyere enn markedsporteføljen. Betaen er et tegn på hvordan aksjekursen til en bedrift utvikler seg i forhold til en markedsportefølje. En risikofri investering med beta lik 0 vil ikke ha noen bevegelse, og en beta større enn 1 vil ha større utslag enn markedsporteføljen.

Marine Harvest og de andre selskapene i bransjen er alle notert på Oslo Børs og vi bruker OSEBX, som er representativ for Oslo Børs, som markedsindeks. Vi skal gjennomføre en lineær regresjonsanalyse for alle de fire selskapene for å regne ut deres beta opp mot OSEBX. Kursdataen vi bruker er hentet fra Yahoo Finance og vi baserer regresjonsanalysen på månedlig avkastning justert for dividende og aksjesplitt i perioden 2011 til og med 2016 (Yahoo Finance, 2017f). Vi måler avkastningen logaritmisk slik at vi får en prosentvis avkastning.

Svakheten ved å bruke OSEBX som markedsindeks er at den ikke er perfekt diversifisert, slik det antas i kapitalverdimodellen. Oslo Børs er det vi kaller en oljetung børs. Statoil utgjør 19% av indeksen, og andre store firmaer som DNB og Telenor utgjør over 10% hver. OSEBX er altså ikke perfekt diversifisert og dette utgjør en svakhet ved regresjonen.

Flere meglerhus og teoretikere argumenterer for at egenkapitalbetaen vil konvergere mot 1 i fremtiden. Vi har dermed valgt å benytte oss av Blume-koeffisienten (Blume, 1975).

$$\beta^* = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3} * 1,000$$

$\beta^* = \text{beta justert}, \beta = \text{beta ujustert}$

Ved å bruke Blume-koeffisienten vil vi også oppnå en mer normalisert beta. Etter regresjonsanalysen og justeringen fikk vi betaverdiene, som vist i tabell 7-3, opp mot OSEBX. I appendiks er regresjonsanalysen presentert i sin helhet (Appendiks 17-1).

	MARINE HARVEST	SALMAR	LERØY	GRIEG	Vektet bransjegenomsnitt
Egenkapitalbeta β	-0,0621	0,7594	0,8684	1,1165	0,8883
Egenkapitalbeta justert β^*	0,2919	0,840	0,9122	1,0777	0,9255

Tabell 7-3 Egenkapitalbeta per 31.12.2016 basert på regresjonsanalyse av perioden 2011-2016

Vi ser av resultatene at Marine Harvest får en ujustert beta på -0,06. Dette tallet sier oss at Marine Harvest er en risikofri investering, som naturligvis ikke gir noen mening. Vi kan også se av regresjonsanalysen at forklaringskraften (R-kvadrat) er tilnærmet lik 0. Dette sier oss at avkastningen i Marine Harvest ikke kan forklares på noen måte av avkastningen på OSEBX. Oslo Børs er en meget oljetung børs, og man kan argumentere for at OSEBX-indeksen ikke er en godt diversifisert markedsportefolio. De siste årene har vi sett et stort fall i oljeprisene som har hatt stor påvirkning på Oslo Børs. Det har samtidig vært en høy vekst i lakseprisene, som har gitt et verdiløft i oppdrettsbransjen. Det må dermed være noe spesielt med Marine Harvest som gjør at aksjen oppfører seg så annerledes. Vi mener at denne betaen ikke gir noen informasjon om risikoen tilknyttet Marine Harvest og velger å ikke benytte den. Vi vil videre ta for oss andre metoder for å finne en egenkapitalbeta for Marine Harvest. Betaene for bransjen står som de er, da forklaringskraften er tilstrekkelig.

Som nevnt i kapittel 6.2 ble Marine Harvest listet på New York Stock Exchange (NYSE) i 2014. Etersom NYSE er bedre differensiert enn Oslo Børs vil vi gjennomføre en lik regresjonsanalyse av Marine Harvest opp mot NYSE i perioden 2014 til og med 2016. Av denne regresjonsanalysen får vi en ujustert egenkapitalbeta på 1,17 og en justert egenkapitalbeta på 1,11 (Appendiks 17.1). Her har vi også en forklaringskraft på nærmere 20%. Så vi kan altså si at det er en sammenheng mellom avkastningen på NYSE og Marine Harvest. Etersom vi lager en verdsettelse av Marine Harvest for det norske markedet kan vi ikke bruke denne betaen blindt. For det første har vi allerede brukt en markedsrisikopremie fra Norge og vi har beregnet bransjens beta opp mot Oslo Børs. Marine Harvest er det eneste

selskapet i oppdrettsbransjen listet på NYSE. Vi kan derimot bruke betaverdien fra NYSE som et referansepunkt, og dermed et utgangspunkt for videre drøftelse.

De andre selskapene i bransjen fikk betaverdier med forklaringskraft i regresjonsanalysen med OSEBX, og vi vil bruke en bransjebeta til å utarbeide en betaverdi for Marine Harvest. Dette kalles et betaestimat på basis av komparativ analyse, og benyttes normalt sett for bedrifter som ikke er børsnotert. Analysen utføres ved å finne en forretningsbeta, som er betaen til netto driftskapital. Dette gjør man ved å multiplisere bransjens egenkapitalbeta med bransjens egenkapitalprosent. Egenkapitalprosenten for bransjen er 69,3%, noe som leder til en forretningsbeta på 0,64. Deretter dividerer vi bransjens forretningsbeta med Marine Harvest sin egenkapitalprosent, og finner dermed egenkapitalbetaen til Marine Harvest. Den tidvektede egenkapitalprosenten til selskapet er på 59,5%, som er en del lavere enn bransjen.

Vi må videre anta at gjeldsbetaen er 0 for å kunne regne ut egenkapitalbetaen til Marine Harvest. Egenkapitalbetaen blir da 0.96 før justering og 0.97 etter justering med Blume-koeffisienten (Appendiks 17.2). Intuisjonen bak denne analysen er at alle virksomhetene i bransjen har samme forretningsbeta, og at forholdet egenkapital / gjeld er avgjørende for verdien av egenkapitalbetaen. En lavere egenkapital vi gi høyere risiko og dermed en høyere betaverdi. Høyere gjeldsandel gir høyere risiko, og en investor vil på bakgrunn av dette kreve et høyere avkastningskrav. Det økte avkastningskravet justeres gjennom en høyere betaverdi. Den utregnede egenkapitalbetaen ved hjelp av forretningsbetaen gir oss også et referansepunkt ved fastsettelsen av endelig egenkapitalbeta.

Damodaran har utviklet en generell forretningsbeta for forskjellige bransjer (Damodaran, 2017). Den mest representative kategorien for oppdrettsbransjen er «farming / agriculture» som har en forretningsbeta på 0.74. Dette gir en ujustert egenkapitalbeta på 1,07 og en justert på 1,045. Denne kategorien mener vi ikke er veldig representativ for oppdrettsbransjen og vi kommer ikke til å legge veldig stor vekt på denne betaen.

Vi har valgt å ikke benytte oss av betaer utledet av meglerhus, ettersom betaverdien deres baserer seg på 12 mnd kursinformasjon og ikke lengre tidsperioder. Etter å ha utelukket regresjonsanalysen opp mot OSEBX, sitter vi nå igjen med tre estimater på egenkapitalbetaverdien. Fra NYSE har vi et estimat på 1,11, og den komparative

bransjeanalysen ga oss en verdi på 0,97. Til slutt fant vi fra Damodarans bransjedata en verdi på 1,045. Vi konkluderer dermed med en egenkapitalbeta på 1,05 for Marine Harvest. En svakhet med denne fremgangsmetoden er at vi bruker forskjellig estimatgrunnlag for Marine Harvest og bransjen, men vi mener dette kompenseres for ved å bruke bransjen i stor grad når vi estimerer egenkapitalbetaen til Marine Harvest.

7.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien er det økte avkastningskravet en investor krever for å investere i et marked som ikke er perfekt (Kaldestad & Møller, 2016). Illikviditetspremien omfatter markedssvikt, innlåsing i aksje, skatter og usystematisk risiko. Marine Harvest er en av de mest omsatte aksjene på Oslo Børs, og dette taler for en veldig lav illikviditetspremie. Ettersom Marine Harvest også er listet på NYSE har vi valgt å sette illikviditetspremien for majoriteten til 0%. Minoriteten risikerer i betydelig større grad enn majoriteten å bli innlåst i aksjen. Vi vil derfor operere med en annen illikviditetspremie for minoriteten, og har valgt å sette denne til 3%.

7.2 Finansielle krav

Det neste vi skal utarbeide er de finansielle kravene til Marine Harvest. Dette utarbeides for å få innsikt i kredittrisikoen selskapet står overfor, ved å fremvise risikoen for at selskapet ikke klarer å betale tilbake utestående gjeld. Denne risikoen påvirkes også av markedet, noe som innebærer at markedsrisiko vil være en del av kredittrisikoen. Ettersom kredittrisiko er systematisk risiko vil långiver kreve en ekstra premie for å påta seg denne risikoen (SNL, 2017a). De finansielle kravene vi skal finne i de neste delkapitlene er krav knyttet til gjeld, eiendeler og netto driftskapital.

7.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet fastsettes til risikofri rente etter skatt samt et tillegg for kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien består av sannsynligheten for konkurs og tapspremien ved konkurs.

$$fgk = r_f * (1 - s) + p * t * (1 - s)$$

$fgk =$ finansielt gjeldskrav, $r_f =$ risikofri rente, $p =$ sannsynlighet for konkurs, $t =$ tapsprosent ved konkurs, $s =$ skattesats

$$fgk = r_f + krp_L$$

$krp_L =$ langsiktig kredittrisikopremie

Slik som formelen fremstår er den risikofrie renten etter skatt. Følgelig må også kredittrisikopremien være en etter skatt størrelse. Formlene er basert på Knivsflås rammeverk, og det samme er utregningen av kredittrisikopremien. Den totale gjelden til Marine Harvest består av om lag 2/3 langsiktig gjeld og 1/3 kortsiktig gjeld. Det vil derfor være mest naturlig å bruke den langsiktige kredittrisikopremien i tabell 7-4. Oppsettet tar utgangspunkt i den syntetiske ratingen vi kom frem til i delkapittel 6.3.

Rating	Kort KRP etter skatt	Langt tillegg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,01
BBB	0,01	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,04	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,21	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,28

Tabell 7-4 Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, 2017-9)

Ved hjelp av disse estimatene og den tidligere presenterte syntetiske ratingen kan vi regne ut det finansielle gjeldskravet (Tabell 7-5).

Krav til finansiell gjeld		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Syntetisk rating		A	BBB	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	$(1-s)r_f$	0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009
Kredittrisikopremie	Krp	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
Finansielt gjeldskrav etter skatt	Fgk	0,027	0,026	0,019	0,018	0,015	0,014	0,019

Tabell 7-5 Finansielt gjeldskrav etter skatt for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Analysen viser at kredittrisikopremien har vært stabil rundt 1%, men grunnet avviket i 2012 blir den gjennomsnittlige premien litt høyere. Den risikofrie renten synker hvert år, og følgelig gjør også det finansielle gjeldskravet etter skatt, selv i 2012. Dette skyldes at styringsrenten har vært avtakende i perioden. Det gjennomsnittlige gjeldskravet til Marine Harvest på 1,9% må anses som unormalt, da det tidvektede snittet for rentekostnader tilsvarer 3,47%. Dette innebærer at utsteder knytter en høyere risiko til selskapet enn det vi har lagt grunnlag for i vår analyse.

Det kan se ut som at oppsettet vi benytter for fundamental verdsettelse undervurderer kravet og risikoen ved Marine Harvest. I årsrapporten for 2015 kommer det også informasjon om lånebetingelsene på de rentebærende lånene. Det er derimot kun for obligasjonslånet på 1250 millioner NOK det oppgis hvilken rente som ligger til grunn i låneavtalen. Denne var på NIBOR + 3,5%, noe som tyder på en rimelig stiv finansiering. Ut ifra faktisk betalte rentekostnader må selskapet ha bedre betingelser på de andre utestående lånene.

Tabellen for kredittrisikopremie viser også at rammeverket til Knivsflå er veldig sensitiv for endringer i rating. Endringer i syntetisk rating fra BBB til BB vil få store konsekvenser for det finansielle gjeldskravet. Dette er ikke et problem for Marine Harvest, da den syntetiske ratingen er relativt stabil gjennom analyseperioden, men for bransjen som helhet vil det kunne få konsekvenser for hvor pålitelige estimatene er. Grieg f.eks. varierer voldsomt i syntetisk rating, og gjør det særdeles dårlig i 2012 (CCC -rating). Selskapet vektet riktignok lavest, men det vil uansett dra opp kredittrisikopremien i bransjen. Konsekvensene av at rammeverket påvirkes i stor grad av inputverdier vil få betydning for hva det endelige verdiestimatet blir.

7.2.2 Finansielt eiendelskrav

Det neste kravet vi skal beregne er kravet for de finansielle eiendelene. Dette vil være det selskapet kan forvente å få i avkastning på de finansielle eiendelene. De finansielle eiendelene er her gruppert i kontanter, fordringer og investeringer. Postene står overfor ulike risiko og dermed ulike avkastningskrav. Det finansielle eiendelskravet vil være et vektet snitt av kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet.

$$fek = kk * \frac{KON}{FE} + fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE}$$

*fek = finansielt eiendelskrav, kk = kontantkravet, fk = fordringskravet, ik = investeringskravet,
FE = finansielle eiendeler, KON = kontanter og kontantekvivalenter, FOR = finansielle fordringer, INV = finansielle investeringer*

$$kk = r_f * (1 - s)$$

$$fk = (r_f * (1 - s) + krp_{FOR})$$

krp_{FOR} = kredittrisikopremie fordringer

$$ik = r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp$$

β_{INV} = Investeringsbeta

Over er formelen for utregningen av finansielt eiendelskrav presentert, samt utdypning av formlene for de ulike kravene. For utregningen av det finansielle egenkapitalkravet har vi fortatt noen forutsetninger. Den første er at vi antar at fordringene innehar en BBB-rating, fordi dette anses som snittet på Oslo Børs, og derav snittet for den generelle fordringstaker. Marine Harvest har ingen finansielle fordringer basert på den grupperingen vi har foretatt, men forutsetningen vil være relevant for bransjen. Hvorvidt det benyttes en kortsiktig kredittrisikopremie avhenger av opphavet til de finansielle fordringene, og dette vurderes for hvert enkelt selskap før det vektet til bransjen. Den neste forutsetningen omhandler investeringskravet. En beta lik 1 benyttes på investeringer til børs- og markedsindeks, og i mangel på ytterligere informasjon setter vi også beta lik 1 for investeringene til Marine Harvest og bransjen. Illikviditetspremien settes til 0, selv om en kunne argumentert for innlåsing i de ikke-børsnoterte, mindre, selskapene Marine Harvest historisk sett har hatt investeringer i. Mangel på informasjon setter også her begrensninger for eventuell fravikelse fra indeksbetaen på 1. I tabell 7-6 er utregningen av finansielt eiendelskrav fremvist.

Krav til finansielle eiendeler		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kontantkrav		0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,008
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,698	0,196	0,269	0,866	0,964	0,921	0,690
Fordringskrav		0,027	0,022	0,019	0,018	0,015	0,014	0,018
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investeringskrav		0,062	0,058	0,055	0,055	0,053	0,052	0,055
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,302	0,804	0,731	0,134	0,036	0,079	0,310
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,031	0,049	0,043	0,015	0,007	0,008	0,023

Tabell 7-6 Finansielt eiendelskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Vi ser at det gjennomsnittlige finansielle eiendelskravet er 2,3% for selskapet i perioden 2011-2016. Det som også er verdt å merke seg er bevegelsen i de finansielle eiendelene. I

2011 og 2014-2016 er andelen kontanter og kontantekvivalenter høy, og dermed blir også det finansielle eiendelskravet lavere her. I 2012 og 2013 blir det finansielle eiendelskravet høyt, som følge av at aksjene i Morpol fremdeles var å anse som en investering i 2012 etter IFRS. I 2013 måtte Marine Harvest selge virksomheten sin på Shetland og Orknøyene, som en direkte konsekvens av oppkjøpet av Morpol. EU-restriksjoner krevde dette solgt for å godkjenne oppkjøpet av Morpol. I 2013 hadde man enda ikke funnet en kjøper og eiendelene ble derfor klassifisert som «holdt for salg». Dermed ble investeringsvekten høy også for dette året.

7.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Det siste finansielle kravet vi skal finne er det netto finansielle gjeldskravet. Her benytter vi oss av de tidligere utregnede kravene for finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav.

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

*nfgk = netto finansielt gjeldskrav, fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansielle gjeld
NFG = netto finansiell gjeld, fek = finansielt eiendelskrav, FE = finansielle eiendeler*

Krav til netto finansiell gjeld		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav etter skatt	<i>fgk</i>	0,027	0,026	0,019	0,018	0,015	0,014	0,019
Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	<i>FG/NFG</i>	1,065	1,153	1,250	1,160	1,087	1,069	1,130
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,031	0,049	0,043	0,015	0,007	0,008	0,023
Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	<i>FE/NFG</i>	0,062	0,133	0,228	0,157	0,085	0,069	0,123
Finansielt netto gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,027	0,024	0,014	0,019	0,016	0,014	0,018

Tabell 7-7 Netto finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Det fremkommer av tabell 7-7 at gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav i perioden er 1,8%. Det har vært en nedgang i alle år unntatt 2014, noe som skyldes en kraftig reduksjon i finansielle eiendeler fra 2013 til 2014. I forrige delkapittel tok vi for oss diskusjonen og komplikasjonene oppkjøpet av Morpol skapte for selskapet. Her vil det også få følger for det netto finansielle gjeldskravet, da det baserer seg på de tidligere kravene.

7.2.4 Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta

Videre ønsker vi å avdekke netto finansiell gjeldsbeta, da vi trenger denne i beregningen av netto driftskapitalbeta og den årlige egenkapitalbetaen for selskapet. For å finne netto

finansiell gjeldsbeta må vi først identifisere den finansielle gjeldsbetaen og den finansielle eiendelsbetaen.

Finansiell gjeldsbeta

Den finansielle gjeldsbetaen finner en ved å se på markedsrisikodelen multiplisert med kredittrisikopremien, for så å dividere med markedsrisikopremien.

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

β_{FG} = finansiell gjeldsbeta, mrd = markedsrisikodel, krp = kredittrisikopremie, mrp = markedsrisikopremie

I regnestykket over vil kun markedsrisikodelen være ukjent. Dette tallet vil ligge mellom 0 og 1, og tilsvarende den konkursrisikoen som oppstår i markedet generelt (Knivsflå, 2017-9). I vår beregning har vi brukt et vektet snitt på forklaringskraften, R^2 , fra de andre bransjedeltakerne. Dette skyldes som forklart ovenfor problematikken ved å sammenligne avkastningen for Oslo Børs med Marine Harvest i tidsperioden 2011-2016. I delkapittel 7.1.3 tok vi for oss den estimerte egenkapitalbetaen for NYSE, og det kunne således vært naturlig å benytte forklaringskraften vi fant her. Ved fastsettelsen av endelig egenkapitalbeta vektla vi derimot forretningsbetaen tyngst, og derav indirekte bransjen. På bakgrunn av dette velger vi derfor å benytte bransjen som utgangspunkt for markedsrisikodelen for Marine Harvest, da denne tar utgangspunkt i OSEBX. Forklaringskraften justeres så med 1/3, for å reflektere gjeldsavkastningen. De andre tallene kjenner vi fra tidligere, og vi kan nå finne den finansielle gjeldsbetaen (Tabell 7-8).

Finansiell gjeldsbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Syntetisk rating		A	BBB	A	A	A	A	A
Lang kredittrisikopremie	<i>Krp</i>	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
Markedspremien	<i>Mrp</i>	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
Finansiell gjeldsbeta når $mrd=1$	<i>krp/mrp</i>	0,219	0,303	0,214	0,214	0,209	0,209	0,226
Markedsrisikodel EK	<i>mrdEK</i>	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114
Justeringsfaktor til gjeld	<i>Faktor</i>	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
Markedsrisikodel FG	<i>mrdFG</i>	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
Finansiell gjeldsbeta	<i>Bfg</i>	0,008	0,011	0,008	0,008	0,008	0,008	0,009

Tabell 7-8 Finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Finansiell eiendelsbeta

Den totale finansielle eiendelsbetaen finner vi ved å se på summen av de ulike finansielle eiendelsbetaene, multiplisert ved deres respektive andel.

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} * \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE}$$

β_{FE} = finansiell eiendelsbeta, FE = finansielle eiendeler, KON = kontanter, FOR = fordringer, INV = investeringer

Her har vi allerede fastsatt investeringsbetaen til 1 i delkapittelet om finansielle eiendelskrav, og vi velger her å forutsette at betaen til kontanter er 0. Dette betyr at vi kun mangler betaverdien til fordringer, da forholdstallene også er kjent fra tidligere.

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_{FOR} * mrd}{mrp}$$

β_{FOR} = fordringsbeta, krp_{FOR} = kredittrisikopremie fordringer, mrd = markedsrisikodel, mrp = markedsrisikopremie

Formelen er for å finne fordingsbetaen er vist ovenfor. Vi vet allerede kredittrisikoen for fordringene, og det samme gjelder for markedsrisikopremien. Det betyr at vi kun mangler markedsrisikodelen i ligningen. Denne settes til samme verdi som vi benyttet under beregningen av den finansielle gjeldsbetaen. Dette gir oss finansiell eiendelsbeta (Tabell 7-9).

Finansiell eiendelsbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gj.snitt
Kotantbeta	B_{kon}	-	-	-	-	-	-	
Kotantvekt	KON/FE	0,698	0,196	0,269	0,866	0,964	0,921	0,690
Fordringsbeta	B_{for}	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Fordringsvekt	FOR/FE	-	-	-	-	-	-	0,000
Investeringsbeta	B_{inv}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	INV/FE	0,302	0,804	0,731	0,134	0,036	0,079	0,310
Finansiell eiendelsbeta	B_{fe}	0,302	0,804	0,731	0,134	0,036	0,079	0,310

Tabell 7-9 Finansiell eiendelsbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Netto finansiell gjeldsbeta

Vi har nå alt vi trenger for å regne ut den netto finansielle gjeldsbetaen, og vi legger verdiene inn i formelen under.

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

β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta, FG = finansiell gjeld, NFG = netto finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler

Netto finansiell gjeldsbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	β_{fg}	0,008	0,011	0,008	0,008	0,008	0,008	0,009
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,065	1,153	1,250	1,160	1,087	1,069	1,130
Finansiell eiendelsbeta	β_{fe}	0,302	0,804	0,731	0,134	0,036	0,079	0,310
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,062	0,133	0,228	0,157	0,085	0,069	0,123
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{nfe}	- 0,010	- 0,094	- 0,157	- 0,012	0,006	0,003	-0,039

Tabell 7-10 Netto finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Utrekningen av den netto finansielle gjeldsbetaen gir et gjennomsnitt på -4%. Dette skyldes årene 2012 og 2013, hvor det finansielle eiendelsleddet har vært betraktelig høyere enn gjeldsleddet (Tabell 7-10). Problematikken rundt finansielle eiendeler for de nevnte årene har vi vært inne på tidligere.

7.3 Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta

Neste ledd er utregningen av netto driftskapitalbeta og den årlige egenkapitalbetaen. Formelen for driftskapitalbetaen er vist under.

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

*β_{NDK} = netto driftskapitalbeta, NDK = netto driftskapital, EK = egenkapital
 MI = minoritetsinteresser, NFG = netto finansiell gjeld*

Den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen for perioden er vist i delkapittelet 7.1.3 og vi forutsetter videre at betaen til minoritetsinteressene er lik denne verdien. Beta for netto driftskapital fant vi i forrige delkapittel. Vi har derfor alle leddene i ligningen på gjennomsnittlig basis, men vi ønsker å finne de årlige verdiene for egenkapitalbeta. Dette leddet vil være nødvendig i den videre beregningen av egenkapitalkravene. For å avdekke den årlige egenkapitalbetaen benyttes forutsetningen om at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen (Miller & Modigliani, 1958). Netto driftskapitalbeta vil derfor være konstant, og det eneste leddet som er ukjent er den årlige egenkapitalbetaen. Vi har derfor en ligning med en ukjent, og vi bruker gjennomsnittlig egenkapitalbeta på 1,05 til å beregne verdien for de enkelte årene (Tabell 7-11).

Netto driftsbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	β_{ek}	0,962	0,960	0,998	1,072	1,096	1,136	1,050
EK/NDK		0,622	0,652	0,651	0,563	0,544	0,526	0,584
Egenkapitalbeta	β_{ek}	0,962	0,960	0,998	1,072	1,096	1,136	1,050
MI/NDK		0,005	0,004	0,003	0,001	0,000	0,000	0,002
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{nfg}	-0,010	-0,094	-0,157	-0,012	0,006	0,003	-0,039
NFG/NDK		0,372	0,336	0,339	0,435	0,455	0,474	0,411
Netto driftskapitalbeta	β_{ndk}	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599

Tabell 7-11 Netto driftskapitalbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016

7.4 Egenkapital- og minoritetskrav

Vi er nå i stand til å beregne både kravet for egenkapital og minoritetsinteressene (tabell 7-12).

Egenkapitalkrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Risikofrirente etter skatt	$rf(1-s)$	0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,008
Justert beta	β^*	0,962	0,960	0,998	1,072	1,096	1,136	1,051
Risikopremie etter skatt	mrp	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
Illikviditetspremie	llp_{maj}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Egenkapitalkrav etter skatt	ekk	0,061	0,057	0,055	0,059	0,058	0,058	0,058
Ekstra illikviditetspremie	llp_{min}	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav etter skatt	mik	0,091	0,087	0,085	0,089	0,088	0,088	0,088

Tabell 7-12 Egenkapital- og minoritetskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Beregningene viser at egenkapitalkravet til majoriteten har vært stabil rundt 6%, noe som vises ved gjennomsnittet for perioden. Det har vært små endringer i perioden, men ingen trender. For minoriteten vil det samme gjelde, men her tillegges illikviditetspremien som vi tidligere har vært inne på. Følgelig er også kravet her høyere. Det gjennomsnittlige minoritetskravet er på 8,8%, en verdi som er ilagt en premie på 3%.

7.5 Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav

De siste to kravene vi ønsker å finne er for selskapet som helhet, henholdsvis krav til netto drift og krav til sysselsatt kapital. Vi vil først regne ut netto driftskrav, som består av egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav.

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

ndk = netto driftskrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, NDK = netto driftskapital, mik = minoritetskrav, MI = minoritetsinteressene, $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, NFG = netto finansiell gjeld

Netto driftskrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	Ekk	0,061	0,057	0,055	0,059	0,058	0,058	0,058
EK/NDK		0,622	0,652	0,651	0,563	0,544	0,526	0,584
Minoritetskrav	Mik	0,091	0,087	0,085	0,089	0,088	0,088	0,088
MI/NDK		0,005	0,004	0,003	0,001	0,000	0,000	0,002
Netto finansielt gjeldskrav	$Nfgk$	0,027	0,024	0,014	0,019	0,016	0,014	0,018
NFG/NDK		0,372	0,336	0,339	0,435	0,455	0,474	0,411
Netto driftskrav	Ndk	0,048	0,045	0,041	0,041	0,039	0,037	0,041

Tabell 7-13 Netto driftskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Grunnet det lave netto finansielle gjeldskravet vil følgelig også netto driftskrav være lavt (Tabell 7-13). Dette kommer også til å gjelde for det sysselsatte kapitalkravet. Drøftelsen rundt netto finansielt gjeldskrav har vi vært inne på tidligere, og det vil følgelig ikke utdypes. Det som er vært å bemerke seg er at verdiestimatet vi skal komme frem til ved den fundamentale verdivurderingen kan bli overvurdert. Dette fordi risikoen forbundet med gjelden, som inngår i netto driftskapital, er undervurdert.

Det sysselsatte kapitalkravet tar for seg de samme leddene, men nå deles forholdstallene på sysselsatt kapital og ikke netto driftskapital (Tabell 7-14). I tillegg er netto finansielt gjeldskrav byttet ut med finansielt gjeldskrav, altså verdien før justeringen for finansielle eiendeler.

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + fgk * \frac{FG}{SSK}$$

ssk = sysselsatt kapitalkrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, SSK = sysselsatt kapital

mik = minoritetskrav, fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld

Sysselsatt kapitalkrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,061	0,057	0,055	0,059	0,058	0,058	0,058
EK/SSK		0,608	0,624	0,604	0,527	0,524	0,509	0,557
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,091	0,087	0,085	0,089	0,088	0,088	0,088
MI/SSK		0,005	0,004	0,003	0,001	0,000	0,000	0,002
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,027	0,026	0,019	0,018	0,015	0,014	0,019
FG/SSK		0,388	0,371	0,394	0,472	0,476	0,491	0,441
Krav til sysselsatt kapital	<i>ssk</i>	0,048	0,045	0,041	0,040	0,038	0,036	0,040

Tabell 7-14 Sysselsatt kapitalkrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016

7.6 Oppsummering av historiske avkastningskrav

I tabell 7-15 er en oppsummering av kravene vi har avdekket gjennom beregningene i kapittel 7. Disse tallene legger grunnlaget for analysen av lønnsomhet i neste kapittel, og vil således være viktige for videre analyse.

Oppsummering		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	ekk	0,061	0,057	0,055	0,059	0,058	0,058	0,058
Minoritetskrav	mik	0,091	0,087	0,085	0,089	0,088	0,088	0,088
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,027	0,026	0,019	0,018	0,015	0,014	0,019
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,027	0,024	0,014	0,019	0,016	0,014	0,018
Netto driftskrav	ndk	0,048	0,045	0,041	0,041	0,039	0,037	0,041
Krav til sysselsatt kapital	sskk	0,048	0,045	0,041	0,040	0,038	0,036	0,040
Finansielt eiendelskrav	fek	0,031	0,049	0,043	0,015	0,007	0,008	0,023

Tabell 7-15 Oppsummering historiske avkastningskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Marine Harvest har et høyere avkastningskrav enn bransjen for minoriteten, egenkapitalen og de finansielle eiendelene. For gjelden og driften som helhet har Marine Harvest et lavere krav enn bransjen. Det kan, uten å analysere forholdene bak tallene, se ut som at utstedere tillegger en lavere kredittrisikopremie for Marine Harvest enn for bransjen som helhet.

I kapittelet har vi derimot illustrert svakheter ved rammeverket, noe som vil få konsekvenser ved beregningen av det endelige verdiestimatet. Vi så spesielt problematikken rundt det finansielle gjeldskravet, som er for lavt sett i sammenheng med hvilken risiko långiver faktisk setter på Marine Harvest. Dette skyldes igjen at kredittrisikoen forbundet med selskapet muligens er undervurdert ved den syntetiske ratingen i kapittel 6. En ser dermed hvilke betydninger inputverdier vil ha for beregningen av nøkkeltall, og derav det endelige verdiestimatet.

Vi velger dermed å ta med oss risikoen for undervurderte krav i den videre analysen, for å unngå å overestimere verdien til selskapet.

8 Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet skal vi beregne lønnsomheten til Marine Harvest. Dette vil vi gjøre ved hjelp av rentabilitetsmålinger, hvor rentabilitet er den prosentvise avkastningen du får av en kapital. Rentabilitet brukes til å måle lønnsomhet i en virksomhet eller sammenligne lønnsomheten mellom bedrifter (SNL, 2017c). Da vi regnet ut historiske avkastningskrav i kapittel 7 var det for å ha et sammenlikningsgrunnlag til lønnsomhetsanalysen.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Da vi normaliserte resultat og balanse var formålet å identifisere poster i regnskapet som vi kan benytte i fremtidsrettede analyser. Vi vil derfor kun benytte det normaliserte resultatet i denne lønnsomhetsanalysen. Ettersom kravene vi utledet i kapittel 7 er etterskuddskrav er det viktig at vi også analyserer etterskuddsrentabilitet. Dette får vi ved å benytte oss av gjennomsnittlig kapital i nevneren. Her gjør vi en forenkling ved å si at inntektene kom jevnt i løpet av inntektsåret, i mangelen på bedre estimater.

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

Dersom rentabiliteten er høyere enn kravet vil det eksistere superprofitt (Kaldestad & Møller, 2016). Superprofitt er et tegn på en strategisk fordel. I neste delkapittel skal vi analysere eventuell superprofitt Marine Harvest genererer, og derav hvorvidt selskapet besitter en strategisk fordel. Videre dekomponerer vi superprofitten for å se hvor den strategiske fordelene stammer fra.

Alle formlene som er presentert i dette kapitlet er hentet fra forelesning 10 og 11 i Knivsflås rammeverk (Knivsflås, 2017-10 & 11)

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Det første vil vi analysere er Marine Harvest sin egenkapitalrentabilitet. Dette er avkastningen investorene har på investert kapital. Ved å sammenlikne denne med egenkapitalkravet vil vi finne egenkapitalens superrentabilitet.

$$ekr = \frac{NRE}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

ekr = egenkapitalrentabilitet, NRE = netto resultat til EK, EK = egenkapital, ΔEK = endringen i egenkapitalen gjennom året

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto resultat til egenkapital	<i>NRE</i>	1 777	313	2 205	2 850	2 096	4 790	
Justert EK	<i>EK*</i>	9 835	10 684	11 714	10 310	12 394	9 993	
Egenkapitalrentabilitet		0,181	0,029	0,188	0,276	0,169	0,479	0,201

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Som vi ser av tabell 8-1 er egenkapitalrentabiliteten meget varierende for selskapet. Variasjonen skyldes blant annet en meget volatil laksepris. Med unntak av 2012 holder egenkapitalrentabiliteten seg høy gjennom hele perioden. Videre skal vi sammenlikne denne med egenkapitalkravet for å finne superrentabiliteten.

Strategisk fordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Egenkapitalrentabilitet	<i>Ekr</i>	0,181	0,029	0,188	0,232	0,153	0,368	0,201
Egenkapitalkrav	<i>Iekk</i>	0,061	0,057	0,055	0,059	0,058	0,058	0,058
Strategisk fordel (superrentabilitet)	<i>SF = ekr-ekk</i>	0,120	-0,027	0,133	0,174	0,095	0,309	0,143

Tabell 8-2 Strategisk fordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016

I tabell 8-2 ser vi at Marine Harvest har en tidvektet gjennomsnittlig superrentabilitet på 14,3%. Dette er en høy superrentabilitet, og Marine Harvest sitter på en stor strategisk fordel. Vi ser også at Marine Harvest har en strategisk fordel i alle årene utenom 2012, som var et meget dårlig år for bransjen. Videre vil vi analysere hvorvidt denne strategiske fordelten stammer fra bransjen Marine Harvest operer i, eller om den kommer av interne faktorer i Marine Harvest.

Egenkapitalrentabiliteten kan splittes opp i tre; ekstern bransjefordel, intern ressursfordel og egenkapitalfordel (Knivsflå, 2017 - 10). Superprofitten stammer dermed enten fra

lønnsomheten i bransjen($ekr_B - ekk_B$), at selskapet skaper høyere rentabilitet enn resten av bransjen($ekr - ekr_B$) eller at de har lavere egenkapitalkrav enn bransjen($ekk_B - ekk$).

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}, ekk = \text{egenkapitalkrav}$

8.1.1 Ekstern bransjefordel

Ved å se på egenkapitalrentabiliteten og kravet i bransjen generelt vil vi se om det foreligger en ekstern bransjefordel i oppdrettsbransjen. Dersom rentabiliteten er større enn kravet eksisterer det er ekstern bransjefordel.

Ekstern bransjefordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	ekr_B	0,148	0,040	0,181	0,172	0,113	0,269	0,159
Egenkapitalkrav i bransjen	ekk_B	0,061	0,057	0,055	0,052	0,049	0,050	0,053
Superrentabilitet i bransjen	$ekr_B - ekk_B$	0,088	-0,016	0,126	0,119	0,064	0,219	0,106

Tabell 8-3 Ekstern bransjefordel i perioden 2011-2016

Som vi ser av tabell 8-3 besitter oppdrettsbransjen superrentabilitet, og dermed en klar strategisk fordel. Vi ser de samme trendene i bransjen som for Marine Harvest. Dette viser at mye av superrentabiliteten til Marine Harvest skyldes en ekstern bransjefordel.

8.1.2 Intern ressursfordel

Videre vil vi analysere den resterende superprofitten til Marine Harvest, som stammer fra en intern ressursfordel. En intern ressursfordel kan enten skyldes at bedriften klarer å skape høyere rentabilitet enn resten av bransjen, eller at bedriften har et lavere egenkapitalkrav enn bransjen. Vi vil starte med å sammenligne egenkapitalkravet til Marine Harvest med bransjen.

Egenkapitalkravfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Egenkapitalkrav i bransjen	ekk_B	0,0606	0,0565	0,0549	0,0522	0,0487	0,0504	0,0530
Egenkapitalkrav	ekk	0,0607	0,0565	0,0553	0,0585	0,0577	0,0582	0,0578
Egenkapitalkravfordel	$ekk_B - ekk$	-0,000	0,000	-0,000	-0,006	-0,009	-0,008	-0,005

Tabell 8-4 Egenkapitalfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016

I tabell 8-4 ser vi at Marine Harvest har et marginalt høyere egenkapitalkrav enn bransjen. Dette medfører en marginal strategisk ulempe. Det økte egenkapitalkravet og den medførende

strategiske ulempen stammer fra en marginalt høyere risiko ved å investere i Marine Harvest enn i bransjen.

Videre vil vi se på rentabiliteten til Marine Harvest sammenlignet med bransjen. Differansen i rentabilitet vil vise om Marine Harvest har evnen til å skape mer verdi per investerte krone.

Rentabilitetsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Egenkapitalrentabilitet	Ekr	0,180	0,029	0,188	0,232	0,153	0,368	0,201
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	ekr_B	0,148	0,040	0,181	0,172	0,113	0,269	0,159
Rentabilitetsfordel	$ekr-ekr_B$	0,031	-0,011	0,008	0,060	0,040	0,099	0,042

Tabell 8-5 Rentabilitetsfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016

I tabell 8-5 ser vi at Marine Harvest har en rentabilitetsfordel sammenlignet med resten av bransjen. Rentabilitetsfordelen viser oss at Marine Harvest forvalter egenkapitalen på en mer effektiv måte.

8.1.3 Oppsummering egenkapitalrentabilitet

Etter å ha dekomponert egenkapitalrentabiliteten kan vi sette den sammen igjen og se hvor de strategiske fordelene kommer fra.

Strategisk fordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Superrentabilitet i bransjen	ekr_B-ekk_B	0,088	-0,016	0,126	0,119	0,064	0,219	0,106
Rentabilitetsfordel	$ekr-ekr_B$	0,031	-0,011	0,008	0,060	0,040	0,099	0,042
Egenkapitalkravfordel	ekk_B-ekk	-0,000	0,000	-0,000	-0,006	-0,009	-0,008	-0,005
Strategisk fordel	SF	0,119	-0,028	0,133	0,173	0,095	0,310	0,143

Tabell 8-6 Strategisk fordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016

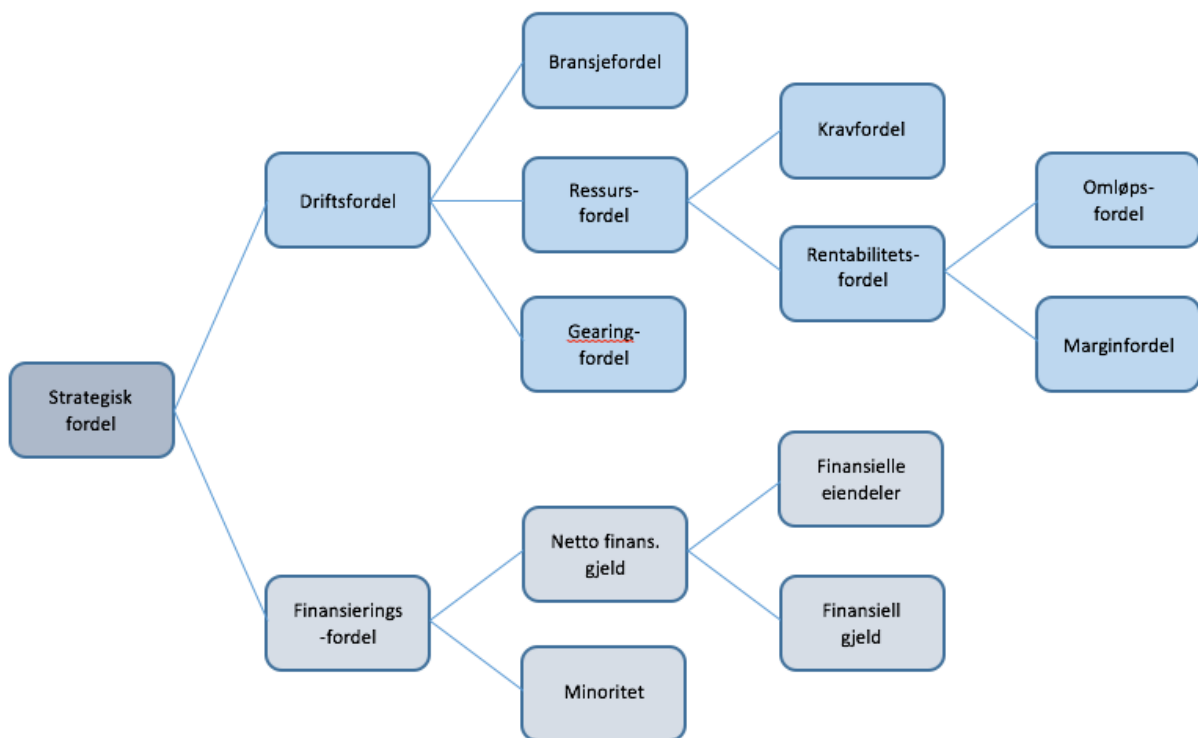
Vi ser at den strategiske fordelene på 14,3% hovedsakelig stammer fra en ekstern bransjefordel på 10,6%. I tillegg har Marine Harvest en rentabilitetsfordel på 4,2% og en marginal egenkapitalkravulempa på 0,5%.

Dette stemmer godt overens med den strategiske analysen vi gjorde i kapittel 4. Bransjen besitter store fordeler som aktørene profiterer på, noe vi også avdekket i PORTER-analysen (delkapittel 4.2.2). Marine Harvest har i tillegg noen midlertidige strategiske fordeler, som kommer til uttrykk gjennom rentabilitetsfordelen i tabell 8-6. Basert på SVIMA-analysen i delkapittel 4.3 stammer dette fra de midlertidige strategiske ressursene

innovasjonskompetanse og egen fôrproduksjon. Selskapet har heller ingen betydelige strategiske ulemper sammenlignet med resten av bransjen, noe som fører til at rentabilitetsfordelen i sum blir positiv. Egenkapitalulempen er så marginal at det ikke er mulig å tilegne den noen teoretisk bakgrunn.

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I kapittel 8.1.3 konkluderer vi med at Marine Harvest besitter en strategisk fordel. Videre vil vi dekomponere denne strategiske fordelen for å avdekke kildene. I kapittel 8.1 dekomponerte vi egenkapitalrentabiliteten. Fremover vil beregne rentabiliteten til netto driftskapital, slik at vi også kan finne strategiske fordeler knyttet til finansiering. Vi vil bruke Knivsfåls rammeverk under dekomponeringen, illustrert ved figur 8-1 (Knivsfåls, 2017 - 10).



Figur 8-1 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Knivsfåls, 2017 - 10)

Første steget i analysen er å identifisere hvilken del av den strategiske fordelen som stammer fra en driftsfordel og hvilken del som stammer fra en finansieringsfordel. Vi benytter oss av netto driftskapital (NDR) som mål for kapital, da vi oppnår et skille mellom drift og

finansiering, som er ønskelig. En nettodriftsrentabilitet som er høyere enn kravet vil være positivt for investorene, og på samme måte som en gjeldsrentabilitet som er lavere enn kravet. Ved en strategisk lønnsomhetsanalyse er det viktig å huske at det ligger mange subjektive vurderinger bak utregningen av kravene. Det er derfor viktig å være bevisst på hvilken bakgrunn man utarbeidet kravene på når man ser resultatene av analysen.

8.3 Driftsfordel

Det første vi vil ta for oss i rammeverket for analysen av lønnsomhet er driftsfordelen selskapet innehar. Driftsfordelen ses på som hovedårsaken til oppnåelsen av strategisk fordel, og kan kobles direkte til den strategiske analysen vi gjorde i kapittel 4. Man deler inn driftsfordelen i en strategisk driftsfordel og en gearingfordel. Det er den strategiske driftsfordelen som vil være mest interessant å se på, og det er følgelig den vi vil dekomponere videre. Gearingfordelen vil kun være en forhøyning av driftsfordelen, dersom rentabiliteten til netto driftskapital er høyere enn kravet. Dette vil vi ta for oss etter analysen av strategisk driftsfordel. Den strategiske fordelen fra drift kan dekomponeres i en bransjefordel, en ressursfordel og en kravfordel.

$$\textit{Strategisk fordel drift} = ndr - ndk$$

$$SFD = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

$$SFD = \textit{strategisk fordel drift}, ndr = \textit{netto driftsrentabilitet}, ndk = \textit{nettodriftskrav}$$

I henhold til rammeverket vil vi i de påfølgende delkapitlene sammenligne netto driftsrentabilitet, driftsmargin og omløpet av netto driftseiendeler hos Marine Harvest med bransjen. Problematikken rundt hvorvidt de komparative selskapene er tilnærmet like Marine Harvest vil være viktig å nevne i denne sammenheng. Det fundamentale rammeverket bygger på at selskapene har tilnærmet lik virksomhetsoppbygning, noe vi tidligere har bekreftet at de til dels har. Verdikjeden og produktspekter skiller seg som nevnt i delkapittel 2.6, men alle selskapene er involvert i hele oppdrettsfasen. Poenget er at rammeverket legger til grunn en forutsetning som ikke er oppnåelig, da det er umulig å finne to helt identiske selskaper. Da vi har valgt å benytte Knivsflås rammeverk vil vi dekomponere basert på hans metoder, men vi kommer allikevel til å foreta egne forutsetninger ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Vi skal videre benytte Du Pont-modellen, som er en lønnsomhetsanalyse utarbeidet av et selskap med samme navn, for å dekomponere den strategiske fordelen til Marine Harvest.

8.4 Strategisk driftsfordel

For å finne selskapets rene driftsfordel tar vi differansen mellom netto driftsrentabilitet og det tilhørende kravet. Ved beregningen av netto driftsrentabilitet benytter vi gjennomsnittlig kapital i nevneren.

$$ndr = \frac{NDR}{NDK_{IB} + (\Delta NDK - NDR)/2}$$

ndr = netto driftsrentabilitet, NDR = netto driftsresultat, NDK = netto driftskapital, ΔNDK = endring i netto driftskapital gjennom året

Ren driftsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,129	0,030	0,143	0,147	0,094	0,207	0,128
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,048	0,045	0,041	0,041	0,039	0,037	0,041
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,081	-0,016	0,102	0,106	0,055	0,170	0,087

Tabell 8-7 Ren driftsfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016

I perioden ser vi fra tabell 8-7 at den tidvektede rene driftsfordelen er 8,7%. Vi ser at bunnåret 2012 har negativt fortegn, mens 2016 er vesentlig høyere enn de andre årene. Videre blir vi å analysere den rene driftsfordelen i en bransjefordel og en ressursfordel, for å finne ut hva det er som driver fordelen.

8.4.1 Bransjefordel drift

Den ene årsaken til at selskapet oppnår en driftsfordel kan være at bransjen i seg selv genererer superprofitt. For å finne ut om det er tilfellet har vi sett på differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav i bransjen.

Bransjefordel drift		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto driftsrentabilitet i bransjen	<i>Ndrb</i>	0,092	0,021	0,111	0,108	0,075	0,166	0,099
Netto driftskrav bransje	<i>Ndkb</i>	0,052	0,053	0,044	0,043	0,043	0,039	0,045
Bransjefordel drift	<i>BDF = ndr - ndkb</i>	0,040	- 0,033	0,067	0,065	0,033	0,127	0,054

Tabell 8-8 Bransjefordel drift i perioden 2011-2016

Av tabell 8-8 ser vi at det tidvektede snittet for perioden er på 5,4%, noe som betyr at resterende driftsfordel stammer fra ressursene. Bransjefordelen kan knyttes til Porteranalysen i delkapittel 4.2.2. Vi så her at inngangsbarrierene var høye, hvor blant annet konsesjoner begrenser antall aktører i markedet. Det var også lave utgangsbarrierer, moderat konkurranse fra substitutter og økende etterspørsel. Summen av dette leder til en bransjefordel.

8.4.2 Ressursfordel drift

Den andre årsaken til at selskapet oppnår en driftsfordel er knyttet til selskapets interne ressurser. Dette er en særegen selskapsfordel, da et eventuelt avvik fra null vil bety at selskapet har en ulempe eller en fordel ved interne ressurser, relativt til sine konkurrenter. Ressursfordelen vil bestå av en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Det første vi tar for oss er kravfordelen.

Driftskrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto driftskrav i bransje	<i>ndkb</i>	0,052	0,038	0,034	0,034	0,032	0,028	0,035
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,048	0,045	0,041	0,041	0,039	0,037	0,041
Rentekravfordel	$KR = ndkb - ndk$	0,004	- 0,007	- 0,007	- 0,007	- 0,007	- 0,009	- 0,006

Tabell 8-9 Rentekravfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016

Fra tabell 8-9 fremkommer det at Marine Harvest har en minimal ulempe ved rentekravet på 0,6%. Ulempen er relativt liten, men det er bekymringsfullt at den øker over perioden.

Rentabilitet		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto driftsrentabilitet	<i>Ndr</i>	0,129	0,030	0,143	0,147	0,094	0,207	0,128
Netto driftsrentabilitet i bransjen	<i>Ndrb</i>	0,092	0,021	0,111	0,108	0,075	0,166	0,099
Rentabilitetsfordel	$RF = ndr - ndr b$	0,037	0,009	0,032	0,039	0,019	0,041	0,030

Tabell 8-10 Rentabilitetsfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016

Rentabilitetsfordelen er derimot positiv på 3% tidvektet over perioden. I motsetning til rentekravfordelen er rentabilitetsfordelen svært volatil, noe som tyder på at rentabiliteten for både Marine Harvest og bransjen svinger mye (Tabell 8-10).

Rentabilitetsfordelen kan forklares ved funnene fra SVIMA-analysen i delkapittel 4.3, der vi konkluderte med at Marine Harvest besitter midlertidige fordeler relativt til bransjen. Det at fordelene kun er 3% kan skyldes SVI-analysen i samme kapittel, der vi blant annet fant ulemper relativt til bransjen i form av kostnadsoptimering og merkevarebygging. Det er derfor videre ønskelig å dekomponere rentabilitetsfordelen ytterligere for å analysere årsaken til denne fordelene.

8.4.3 Omløpsfordel og marginfordel

Etter å ha identifisert driftsfordelen skal vi videre dekomponere denne til en omløpsfordel og en marginfordel. Dersom en bedrift har lavere kostnader per inntjent krone vil de besitte en marginfordel. En marginfordel indikerer kostnadseffektivitet. En omløpsfordel betegner en

bedrift som klarer å skape høyere inntekter per investerte krone. Omløpsfordelen indikerer dermed at en bedrift ikke binder opp like mye egenkapital i driften.

$$ndr = ndm * onde$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndm = netto driftsmargin, onde = omløpet til netto driftseiendeler

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B$$

$$onde = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI \text{ per kg}}{NDE \text{ per kg}}$$

DI = driftsinntekter, NDE = netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) er et mål på hvor stor omsetning bedriften klarer å skape per investerte krone.

Marginfordel

Som nevnt ovenfor stammer marginfordeler fra lavere kostnader per krone omsatt. For å finne selskapets marginfordel vil vi først trekke bransjens netto driftsmargin (ndm_B) fra Marine Harvest sin netto driftsmargin (ndm). Da får vi en uvektet marginfordel. Deretter bruker vi omløpet til netto driftseiendeler (onde) som vekt slik at vi får en vektet marginfordel.

$$\text{Marginfordel} = (ndm - ndm_B) * onde$$

ndm = netto driftsmargin, onde = omløpet til netto driftseiendeler

Marginfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto driftsmargin	<i>Ndm</i>	0,127	0,031	0,132	0,126	0,085	0,157	0,111
Netto driftsmargin i bransjen	<i>Ndmb</i>	0,083	0,020	0,091	0,081	0,057	0,110	0,075
Marginfordel - uvektet	<i>ndm-ndmb</i>	0,044	0,011	0,041	0,045	0,028	0,047	0,036
Omløp til netto driftseiendeler	<i>Onde</i>	1,020	0,956	1,080	1,171	1,105	1,316	1,126
Marginfordel - vektet	<i>MF = (ndm-ndmb)*onde</i>	0,045	0,011	0,045	0,052	0,031	0,062	0,041

Tabell 8-11 Marginfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016

I tabell 8-11 ser vi at Marine Harvest har en marginfordel sammenlignet med bransjen. Dette indikerer at de er mer kostnadseffektive enn bransjen. I den strategiske analysen trakk vi frem kostnadseffektivitet som en svakhet ved Marine Harvest. Om vi ser på bransjen som helhet så er det ikke en svakhet. Det er derimot store forskjeller innad i bransjen, og spesielt SalMar som vi nevner i den strategiske analysen er mer kostnadseffektive enn Marine Harvest. For å dekomponere denne strategiske marginfordelen vil vi utføre en «common size»-analyse.

En «common size»-analyse er en fordeling av driftsinntektene på kostnader og driftsresultat. Vi får dermed oversikt over hvor stor andel av inntektene som må til for å dekke en kostnad i regnskapet. Analysen er gjennomført for både Marine Harvest og bransjen.

Marine Harvest	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet MHG	Tidvektet Bransje
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Varekostnader	52,06 %	62,51 %	52,08 %	53,57 %	56,88 %	50,77 %	54,64 %	57,73 %
Lønn og pensjonskostnader	13,50 %	15,64 %	13,93 %	13,01 %	13,72 %	12,53 %	13,64 %	10,26 %
Andre driftskostnader	12,79 %	13,99 %	13,45 %	13,12 %	14,24 %	13,46 %	13,56 %	14,74 %
Avskrivninger	4,13 %	4,38 %	3,97 %	3,79 %	4,49 %	4,06 %	4,13 %	3,49 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	17,52 %	3,48 %	16,57 %	16,51 %	10,67 %	19,17 %	14,03 %	13,78 %
Driftsrelatert skattekostnad	4,78 %	0,95 %	4,52 %	4,51 %	2,91 %	5,23 %	3,83 %	3,49 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	12,74 %	2,53 %	12,05 %	12,01 %	7,76 %	13,94 %	10,20 %	10,30 %
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-0,05 %	0,57 %	1,16 %	0,59 %	0,75 %	1,78 %	0,88 %	0,94 %
Netto driftsresultat	12,69 %	3,10 %	13,21 %	12,59 %	8,51 %	15,72 %	11,08 %	11,24 %

Tabell 8-12 "Common size"-analyse for Marine Harvest i perioden 2011-2016, samt tidvektet snitt for MHG og bransjen

I tabell 8-12 ser vi kostnadene som en prosent av driftsinntektene. Vi ser at forskjellene er marginale. Differansen mellom Marine Harvest og bransjen er såpass liten at en videre analyse på dette punktet ikke har noe for seg. Det er rom for manøvrering i regnskapsproduksjon, slik at en differanse mellom Marine Harvest og bransjen på et så marginalt nivå ikke vil si noe om den virkelige driften. Vi kan dermed konkludere med at Marine Harvest har en marginfordel mot bransjen, men ikke hvilke poster dette stammer fra.

Omløpsfordel

En bedrift besitter en omløpsfordel dersom den klarer å omsette mer for hver krone investert enn sine konkurrenter. Ved utregning av omløpsfordel finner vi differansen mellom Marine Harvest og bransjens omløp til netto driftseiendeler (onde). Ved utregning av omløpsfordel benytter vi bransjens netto driftsmargin som vekt.

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

onde = omløpet til netto driftseiendeler, *ndm* = netto driftsmargin

Omløpsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Omløpshastighet til netto driftskapital	<i>Onde</i>	1,020	0,956	1,080	1,171	1,105	1,316	1,126
Omløpet til bransjen	<i>Ondeb</i>	1,115	1,053	1,225	1,328	1,325	1,502	1,284
Omløpsfordel - uvektet	<i>onde-ondeb</i>	-0,095	-0,097	-0,145	-0,158	-0,220	-0,186	-0,158
Netto driftsmargin i bransjen	<i>Ndmb</i>	0,083	0,020	0,091	0,081	0,057	0,110	0,075
Omløpsfordel - vektet	<i>OMF = (onde-ondeb)*ndmb</i>	-0,008	-0,002	-0,013	-0,013	-0,013	-0,021	-0,012

Tabell 8-13 Omløpsfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016

I tabell 8-13 ser vi at Marine Harvest har en omløpsulempe på 1,2%. Dette er et tegn på at selskapet har mer egenkapital knyttet opp til produksjonen, og at de dermed ikke investerer egenkapitalen like effektivt.

8.4.4 Oppsummering strategisk driftsfordel

Etter å ha dekomponert den strategiske driftsfordelen vil vi oppsummere funnene i tabell 8-14.

Oppsummering strategisk driftsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,040	-0,033	0,067	0,065	0,033	0,127	0,054
Marginfordel – vektet	<i>MF</i>	0,045	0,011	0,045	0,052	0,031	0,062	0,041
Omløpsfordel	<i>OF</i>	-0,008	-0,002	-0,013	-0,013	-0,013	-0,021	-0,012
Rentabilitetsfordel	<i>RF</i>	0,037	0,009	0,032	0,039	0,019	0,041	0,030
Rentekravfordel	<i>KR</i>	0,004	-0,007	-0,007	-0,007	-0,007	-0,009	-0,006
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,041	0,002	0,024	0,032	0,011	0,032	0,023
Strategisk driftsfordel	<i>DF</i>	0,081	-0,031	0,092	0,097	0,044	0,159	0,077

Tabell 8-14 Oppsummering driftsfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Marine Harvest besitter en strategisk driftsfordel på 7,7%. Vi ser at majoriteten av fordelene kommer fra en bransjefordel, mens den resterende strategiske driftsfordelen kommer fra en rentabilitetsfordel.

8.5 Gearingfordel drift

Den strategiske fordelene består også av en gearingfordel, som vil være positiv så lenge rentabiliteten til total kapitalen er større enn det tilhørende kravet. Gearingen består av selskapets fremmedfinansiering, som igjen består av minoritetsinteressene og netto finansiell gjeldsgrad (Gjesdal & Johnsen, 1999).

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad

$$\text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}}, \text{mig} = \frac{\text{MI}}{\text{EK}}$$

Denne fordelten stammer fra andre finansieringsfordeler enn egenkapitalen. Selskapet vil derimot ikke øke sin verdi ved høyere gearing, selv om rentabiliteten er høyere enn kravet. Dette skyldes at en høyere gearing betyr et høyere gjeldskrav, noe som implisitt betyr at risikoen i selskapet har økt. Avkastningskravene selskapet da må forholde seg til vil følgelig øke i takt med gjelden.

Gearingfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto driftsrentabilitet	<i>Ndr</i>	0,129	0,030	0,143	0,147	0,094	0,207	0,128
Netto driftskrav	<i>Ndk</i>	0,048	0,045	0,041	0,041	0,039	0,037	0,041
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,081	- 0,016	0,102	0,106	0,055	0,170	0,087
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	0,598	0,516	0,521	0,773	0,836	0,901	0,718
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,007	0,007	0,004	0,002	0,001	0,001	0,003
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,049	- 0,008	0,054	0,082	0,046	0,153	0,068

Tabell 8-15 Gearingfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Vi ser av tabell 8-15 at Marine Harvest har en positiv tidvektet gearingfordel, og det eneste unntaket i perioden er 2012. Da hadde selskapet en minimal ulempe. Dette betyr at det er fordelaktig for selskapet å geare opp virksomheten med belånte midler, men som vi var inne på i forrige avsnitt vil dette også kunne øke avkastningskravene grunnet lavere egenkapitalprosent.

8.6 Oppsummering driftsfordel

I de foregående delkapitlene har vi nå presentert selskapets strategiske fordel. Nedenfor er helheten av analysen presentert i tabell 8-16.

Oppsummering driftsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,040	-0,034	0,067	0,065	0,032	0,127	0,054
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,041	0,003	0,025	0,032	0,012	0,032	0,024
Driftsfordel	<i>DF</i>	0,081	-0,031	0,092	0,097	0,044	0,159	0,077
Gearing fordel drift	<i>GFD</i>	0,049	-0,008	0,054	0,082	0,046	0,153	0,068
Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	0,131	-0,039	0,145	0,179	0,090	0,312	0,145

Tabell 8-16 Oppsummering av driftsfordel til marine Harvest i perioden 2011-2016

Marine Harvest har en bransjefordel på 5,4%, men også en ressursfordel på 2,4%. Dette samstemmer med den strategiske analysen i kapittel 4, hvor vi så at Marine Harvest hadde midlertidige fortrinn på konkurrentene. Vi ser også at det er lønnsomt for selskapet å bedrive gjeldsfinansiering, til tross for at avkastningskravet i så tilfelle vil øke. Den samlede driftsfordelen lander dermed på 14,5%.

8.7 Finansieringsfordel

I tillegg til driftsfordelen vil, som tidligere nevnt, den strategiske fordelene også kunne innebære en finansieringsfordel. Denne vil bestå av en potensiell fordel i netto finansiell gjeld eller i minoritetsinteressene (Knivsflå, 2017-10)

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

*nfgk = netto finansiert gjeldskrav, nfggr = netto finansiell gjeldsrentabilitet, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad
mik = minoritetsinteressekrav, mir = minoritetsinteresserentabilitet, mig = minoritetsinteressegrad*

Eventuell fordel vil oppstå dersom kravet til netto finansiell gjeld eller minoritetsinteressene er lavere enn kravet. Dette betyr at utsteder av lån og minoritetsinteressen «taper» penger til Marine Harvest, og det motsatte vil gjelde dersom rentabilitetene overgår kravene.

Delkapittelet vil først ta for seg eventuelle finansieringsfordeler ved gjeld og eiendeler, for derav å få innblikk i netto finansiell gjeld. Til slutt ser vi på minoritetsinteressene og om finansieringen deres utgjør en ulempe eller fordel for majoriteten.

8.7.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Vi starter med å identifisere finansieringsfordelen for finansiell gjeld. Dette finner vi ved å multiplisere differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrentabilitet, multiplisert med den finansielle gjeldsgraden i selskapet. Dersom kravet er større enn rentabiliteten betyr dette at Marine Harvest har gunstige finansieringsbetingelser for sine utestående lån. Dette vil derimot være en ulempe for långiver, da de ville vært tjent med en rentabilitet høyere enn kravet.

$$\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} = (fgk - fgr) * fgg$$

$$fgk = \text{finansielt gjeldskrav}, fgr = \text{finansiell gjeldsrentabilitet}, fgg = \text{finansiell gjeldsgrad}$$

$$fgr = \frac{NFK}{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2} \quad fgg = \frac{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

$$NFK = \text{netto finanskostnader}, FG = \text{finansiell gjeld}, \Delta FG = \text{endring i finansiell gjeld gjennom året}$$

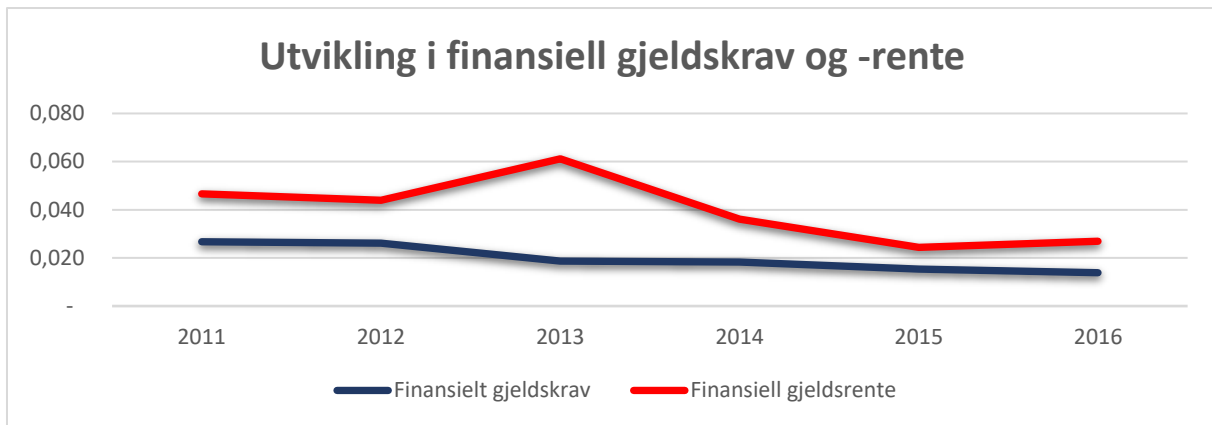
$$EK = \text{egenkapital}, NRE = \text{netto resultat til EK}, \Delta EK = \text{endring i egenkapitalen gjennom året}$$

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Finansielt gjeldskrav	<i>Fgk</i>	0,027	0,026	0,019	0,018	0,015	0,014	0,019
Finansiell gjeldsrente	<i>Fgr</i>	0,047	0,044	0,061	0,036	0,024	0,027	0,038
Finansiell gjeldsrentefordel	<i>fgk-fgr</i>	- 0,020	- 0,018	- 0,043	- 0,018	- 0,009	- 0,013	- 0,019
Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	0,638	0,595	0,652	0,897	0,909	0,964	0,805
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG = (fgk-fgr)*fgg</i>	- 0,013	- 0,011	- 0,028	- 0,016	- 0,008	- 0,013	- 0,014

Tabell 8-17 Finansieringsfordel til finansiell gjeld for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Tabell 8-17 viser at det finansielle gjeldskravet har vært lavere enn rentabiliteten over perioden. Den største differansen finner vi i 2013. Det at finansieringsfordelen fremstår som et negativt tall betyr at selskapet har en finansieringsulempe på den finansielle gjelden.

Forskjellene reduseres etter 2013, noe som vises figur 8-2.



Figur 8-2 Utvikling i finansielt gjeldskrav og finansiell rente for Marine Harvest i perioden 2011-2016

I delkapittel 7.2.1 var vi inne på at det finansielle gjeldskravet mest sannsynlig er undervurdert, og følgelig vil kravet mest sannsynlig være nærmere den finansielle gjeldsrenten enn grafen uttrykker. Følgelig vil ulempen som oppstår fra finansielt gjeldskrav ikke vektlegges i stor grad i den videre analysen.

8.7.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Det andre tallet vi trenger for å identifisere finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld er finansieringsfordelen til de finansielle eiendelene. Dette finner vi ved å ta differansen mellom den finansielle rentabiliteten og det finansielle kravet, multiplisert med den finansielle eiendelsgraden. I dette tilfellet vil det være gunstig å ha en høy rentabilitet, siden det nå er snakk om selskapets eiendeler.

$$\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} = (fer - fek) * feg$$

fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansiell eiendelsgrad

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2} \quad feg = \frac{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

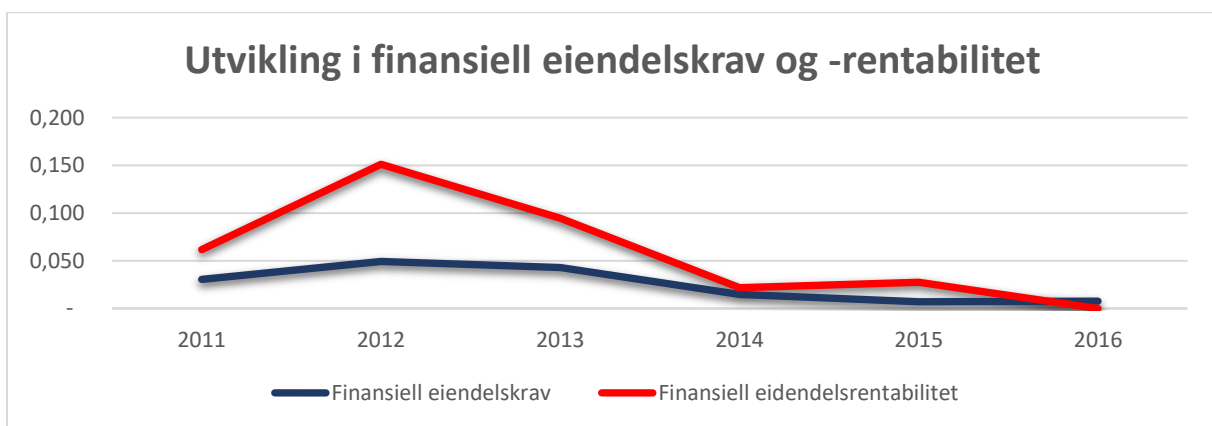
NFI = netto finansinntekter, FE = finansielle eiendeler, ΔFE = endring i finansielle eiendeler gjennom året

EK = egenkapital, NRE = netto resultat til EK, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Finansiell eiendelsrentabilitet	Fer	0,062	0,151	0,094	0,022	0,028	-	0,053
Finansielt eiendelskrav	Fek	0,031	0,049	0,043	0,015	0,007	0,008	0,023
Finansiell eiendelsrentabilitet	$fer-fek$	0,031	0,102	0,052	0,007	0,021	- 0,008	0,030
Finansiell eiendelsgrad	Feg	0,037	0,069	0,119	0,121	0,071	0,062	0,083
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	$FFFE = (fer-fek)*feg$	0,001	0,007	0,006	0,001	0,001	- 0,000	0,002

Tabell 8-18 Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Vi ser av tabell 8-18 at finansieringsfordelen er tilnærmet lik null over perioden. Dette skyldes ikke at kravet og rentabiliteten er lik, men at finansielle eiendeler utgjør en veldig liten del av kapitalen i selskapet. I 2012 og 2013 har det, som vi var inne på i kapittel 7, vært store endringer i de finansielle eiendelene. Det er naturlig å tenke seg at dette førte til særskilte finansielle inntekter for disse årene, noe som gjenspeiles i den enorme forskjellen mellom rentabiliteten og kravet. I de andre årene består de finansielle eiendelene hovedsakelig av kontanter og kontantekvivalenter, og følgelig er også rentabiliteten mye lavere. Dette illustreres i figur 8-3, hvor 2014-2016 viser en klar tendens til konvergens. For 2016 må det nevnes at tilgangen på regnskapsinformasjon har vært begrenset, og det opplyses ikke i kvartalsrapporten om størrelsesorden på de finansielle inntektene.



Figur 8-3 Utvikling i finansielt eiendelskrav og finansiell rentabilitet for Marine Harvest i perioden 2011-2016

8.7.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Vi har i de to foregående delkapitlene regnet ut finansieringsfordelen for gjeld og eiendeler. Det gjør oss nå i stand til å regne ut finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld, da dette er summen av de to beregnede tallene. I dette tilfellet vil det være lønnsomt for selskapet om kravet er større enn rentabiliteten, da selskaper som regel har større gjeldsgrad enn eiendelsgrad for finansielle elementer.

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} = (nfgk - nfgr) * nfgg$$

nfgk = netto finansielt gjeldskrav, nfgr = netto finansiell gjeldsrentabilitet, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

$$nfgr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2} \quad nfgg = \frac{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

NFK = netto finanskostnader, NFI = netto finansinntekter, NFG = netto finansiell gjeld, ΔNFG = endring i netto finansiell gjeld gjennom året, EK = egenkapital, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året, NRE = netto resultat til EK

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,027	0,024	0,014	0,019	0,016	0,014	0,018
Netto finansiell gjeldsrente	<i>nfggr</i>	0,046	0,031	0,055	0,039	0,024	0,029	0,036
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>nfgk-nfggr</i>	- 0,019	- 0,007	- 0,041	- 0,020	- 0,008	- 0,014	- 0,018
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	0,598	0,516	0,521	0,773	0,836	0,901	0,718
Finansieringsfordel netto finansielle gjeld	$FFNFG = (nfgk - nfggr) * nfgg$	- 0,012	- 0,004	- 0,022	- 0,015	- 0,007	- 0,013	- 0,012

Tabell 8-19 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Vi ser av tabell 8-19 at finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld er -1,2% over perioden på seks år. Selskapet har da en liten finansieringsulempe, som stammer fra finansieringsulempen ved finansiell gjeld. I henhold til drøftelsen rundt ulempen ved finansiell gjeld vil vi følgelig ikke legge stor vekt på denne. Det er også naturlig at denne ulempen vil konvergere mot null i fremtiden dersom det eksisterer effektive kapitalmarkeder.

8.7.4 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Det siste vi mangler for å fastslå en eventuell total finansieringsfordel eller finansieringsulempe for Marine Harvest er finansieringsfordel minoritet. Dette vil være minoritetskrav minus minoritetsrentabiliteten, multiplisert med minoritetsgraden. Her vil det lønne seg for selskapet om kravet er større enn rentabiliteten. Da vil minoriteten også dele på risikoen for eventuelle økonomiske tap i datterselskaper. I motsatt tilfelle vil majoriteten ønske å skvise ut minoriteten, da minoritetens andel av risikoen ikke gjenspeiler rentabiliteten den oppnår (Knivsfå, 2017-10).

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} = (mik - mir) * mig$$

mik = minoritetsinteressekrav, *mir* = minoritetsinteresserentabilitet, *mig* = minoritetsinteressegrad

$$mir = \frac{NMR}{MI_{IB} + (\Delta MI - NMR)/2} \quad mig = \frac{MI_{IB} + (\Delta MI - NMR)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

NMR = netto resultat minoritet, *MI* = minoritetsinteresser, ΔMI = endring i minoritetsinteresser gjennom året
EK = egenkapital, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året, *NRE* = netto resultat til EK

Finansieringsfordel minoritet		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,091	0,087	0,085	0,089	0,088	0,088	0,088
Minoritetsrentabilitet	<i>mir</i>	0,078	0,057	0,166	0,195	0,049	- 0,281	0,034
Minoritetsrentabilitetsfordel	<i>mik-mir</i>	0,013	0,030	- 0,080	- 0,107	0,038	0,369	0,054
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,007	0,007	0,004	0,002	0,001	0,001	0,003
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	0,000	0,000	- 0,000	- 0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 8-20 Finansieringsfordel minoritet for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Minoritetsrentabilitetsfordelen er positiv på 5,4%, noe som kan indikere en fordel for selskapet (Tabell 8-20). Vi ser at den beregnede finansieringsfordelen for minoritetsinteressene er lik null. Dette skyldes at minoritetens andel av total kapitalen har et tidvektet snitt på 0,3%. Vi antar videre at minoritetsgraden kommer til å være liten, og dermed også at finansieringsfordelen fra minoritetsinteressene kommer til å fortsette å være tilnærmet lik null.

8.7.5 Oppsummering finansieringsfordel

Vi har nå identifisert alle tallene som inngår i finansieringsfordelen for selskapet (Tabell 8-21). Marine Harvest har en finansieringsulempe på 1,2%, noe vi så stammet fra en ulempe ved den finansielle gjelden. Som tidligere nevnt forventer vi at denne finansieringsulempen kommer til å gå mot null, og da vil også den totale finansieringsfordelen gå mot null i fremtiden.

Finansieringsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	- 0,013	- 0,011	- 0,028	- 0,016	- 0,008	- 0,013	- 0,014
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	0,001	0,007	0,006	0,001	0,001	- 0,000	0,002
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	- 0,012	- 0,004	- 0,022	- 0,015	- 0,007	- 0,013	- 0,012
Finansieringsfordel minoritet	<i>FFMI</i>	0,000	0,000	- 0,000	- 0,000	0,000	0,000	0,000
Finansieringsfordel	<i>FF</i>	- 0,011	- 0,003	- 0,022	- 0,015	- 0,007	- 0,013	- 0,012

Tabell 8-21 Finansieringsfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016

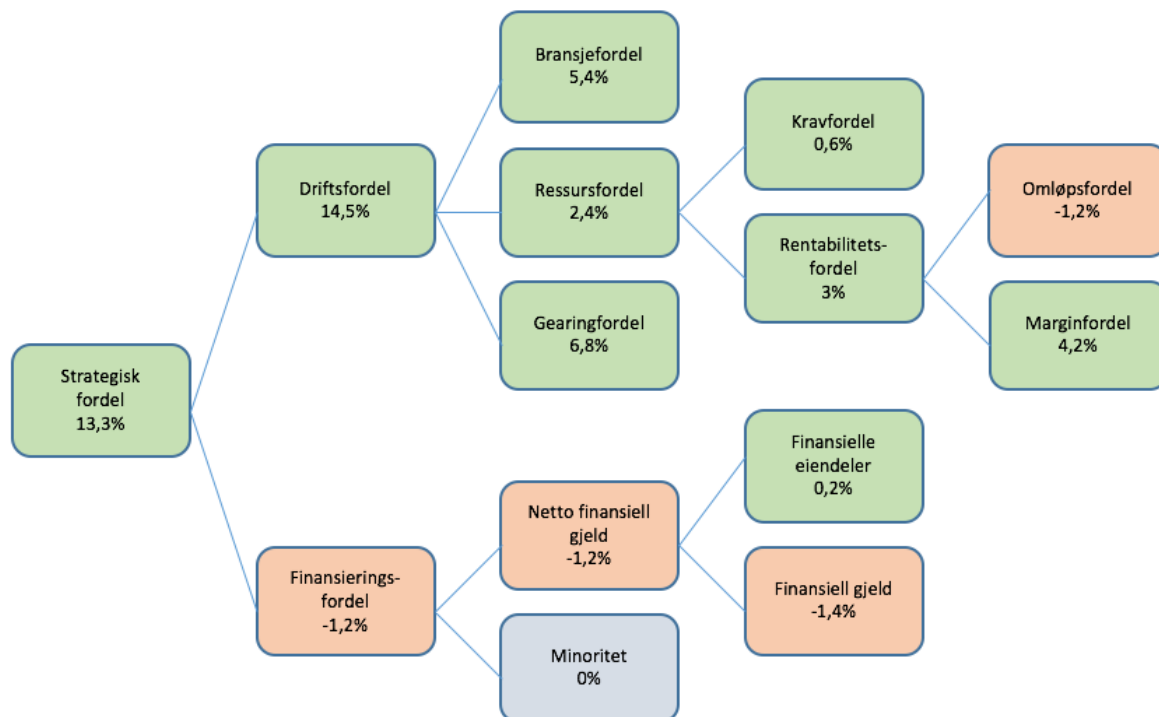
8.8 Oppsummering analyse av lønnsomhet

Vi har gjennom kapittel 8 forsøkt å avdekke og dekomponere lønnsomheten til Marine Harvest. Ved de ulike stegene i analysen vår har vi analysert både driftsfordelen og finansieringsfordelen til selskapet. Kapittelet har også vist oss volatiliteten til de ulike komponentene i analysen, noe som fører til at vi ikke kan basere oss kun på resultatene fra kapittel 8. Spesielt rekordåret 2016 får stor påvirkning på den tidvektede fordel, noe som kan være uheldig for kvaliteten av fremtidsregnskapet i kapittel 9. Problematikken rundt dette kommer vi tilbake til i neste kapittel. I tabell 8-22 er den strategiske fordel oppsummert.

Oppsummering strategisks fordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidvektet
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,040	-0,034	0,067	0,065	0,032	0,127	0,054
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,041	0,003	0,025	0,032	0,012	0,032	0,024
Driftsfordel	<i>DF</i>	0,081	-0,031	0,092	0,097	0,044	0,159	0,077
Gearing fordel drift	<i>GFD</i>	0,049	-0,008	0,054	0,082	0,046	0,153	0,068
Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	0,131	-0,039	0,145	0,179	0,090	0,312	0,145
Finansieringsfordel	<i>FF</i>	-0,011	-0,003	-0,022	-0,015	-0,007	-0,013	-0,012
Strategisk fordel	<i>SF</i>	0,119	-0,043	0,123	0,164	0,084	0,299	0,133

Tabell 8-22 Oppsummering av strategisk fordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Vår kvantitative analyse av Marine Harvest sin strategiske fordel forsterker det inntrykket vi fikk av den kvalitative analysen i kapittel 4. Driftsfordelen stammer hovedsakelig fra en ekstern bransjefordel. De høye inngangsbarrierene fører til en høy lønnsomhet i bransjen generelt og konsesjonssystemet sørger for at nye aktører ikke kan etablere seg i bransjen. En økende etterspørsel etter laks har ført til en høy laksepris. Vi ser også en intern ressursfordel for Marine Harvest. I kapittel 4 fant vi ut at Marine Harvest besitter midlertidige strategiske fordeler, som ressursfordelen kan stamme fra.



Figur 8-4 Dekomponert strategisk fordel for Marine Harvest, vektet snitt for perioden 2011-2016

Dekomponeringen av den strategiske fordelen er illustrert ved figur 8-4. I vår strategiske lønnsomhetsanalyse fant vi en stor gearingfordel i driften. Vi mener denne verdien er høyere enn virkeligheten. Bakgrunnen for dette er at vi mener kravene vi fant i kapittel 7 er for lave. Det er dermed vanskelig å estimere den virkelige verdien av denne gearingfordelen. Usikkerheten i utarbeidelsen av kravene er noe vi vil ta hensyn til ved utarbeidelse av fremtidskrav i kapittel 10.

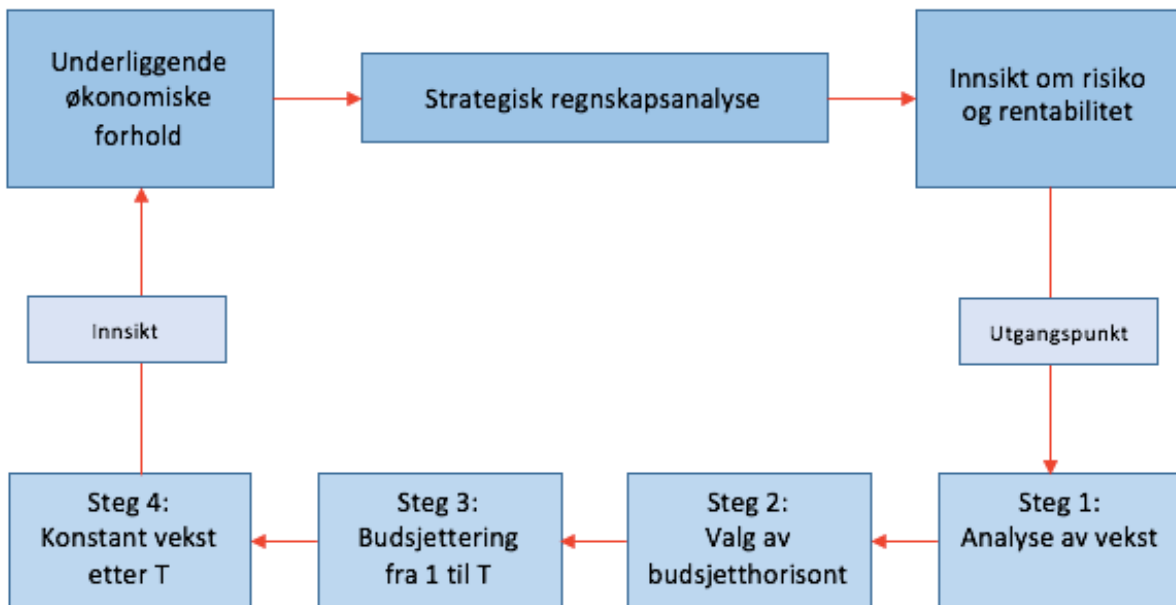
9 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet utarbeides fremtidsregnskapet til Marine Harvest. Vi vil først presentere rammeverket for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Videre vil vi drøfte detaljnivå og budsjettthorisont. Til slutt vil vi budsjettere de ulike driverne i fremtidsregnskapet.

Beregningene og prognosene vil her basere seg på den strategiske regnskapsanalysen vi utarbeidet i kapittel 4 til 8.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket vi benytter for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet består av fire steg (Knivsflå, 2017-13). Analysene gjort i den strategiske regnskapsanalysen på risiko og rentabilitet vil være grunnlaget for utarbeidelsen. Kravene i kapittel 7 vil være aktuelle her, selv om de har størst betydning for utarbeidelse av fremtidskravene i kapittel 10. Årsaken til at kravene fra kapittel 7 er aktuelle, er fordi den fremtidige veksten i noen tilfeller vil konvergere mot de historiske kravene. Det første steget i rammeverket er analysen av driftsinntektsveksten, da en ofte anser dette som den grunnleggende budsjettdriveren. Det neste steget tar for seg valget av budsjettthorisont, som avgjør hvor lang tid vi antar det tar før Marine Harvest når «steady state». I det tredje steget estimeres de ulike budsjettdriverne fra tidspunkt 1 til T. Her vil tidspunkt 1 tilsvare det første budsjettåret, altså 2017, mens tidspunkt T viser til terminalleddet (steady state). Til slutt vil vi i steg 4 fremvise et fullstendig fremtidsregnskap som benyttes ved fundamental verdsettelse i kapittel 11. I figur 9-1 er rammeverket, og også progresjonen i dette kapitlet illustrert.



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap (Knivsflå, 2017-13)

Hvordan bestemme fremtidig vekst?

I de tidligere analysene har vi avdekket de historiske verdiene for selskapet og vist hvor syklisk bransjen har vært. Spørsmålet videre blir derfor hvorvidt den historiske utviklingen er et godt estimat på fremtiden. Ved analyser av sykliske markeder er det normalt å argumentere for at nåværende utvikling også vil gjelde i fremtiden. Spesielt i tilfeller hvor verdsetter har tilknytning til bransjen eller selskapet, og dermed er forutinntatt, kan dette føre til en overvurdering av framtidutsiktene. Dette understøttes av Penman, ved at risikoen for å overestimere muligheter og undervurdere utfordringer er høy i dagens marked (Penman, 2013). Han mener også at et fremtidsregnskap som baseres på historiske verdier, men som justeres opp eller ned der spesifikke forhold tilsier det, vil gi det beste verdiestimatet. Det er viktig å understreke at denne metoden også kritiseres, ved blant andre Damodaran, som hevder at de historiske verdiene kun i begrenset grad er en pekepinn for fremtiden (Damodaran, 2012). I følge hans studier er det kun 40% av veksten i inneværende år som korrelerer med veksten i tidligere år, og fremtidsregnskap basert på historisk vekst i alt for liten grad tar hensyn til eksterne faktorer.

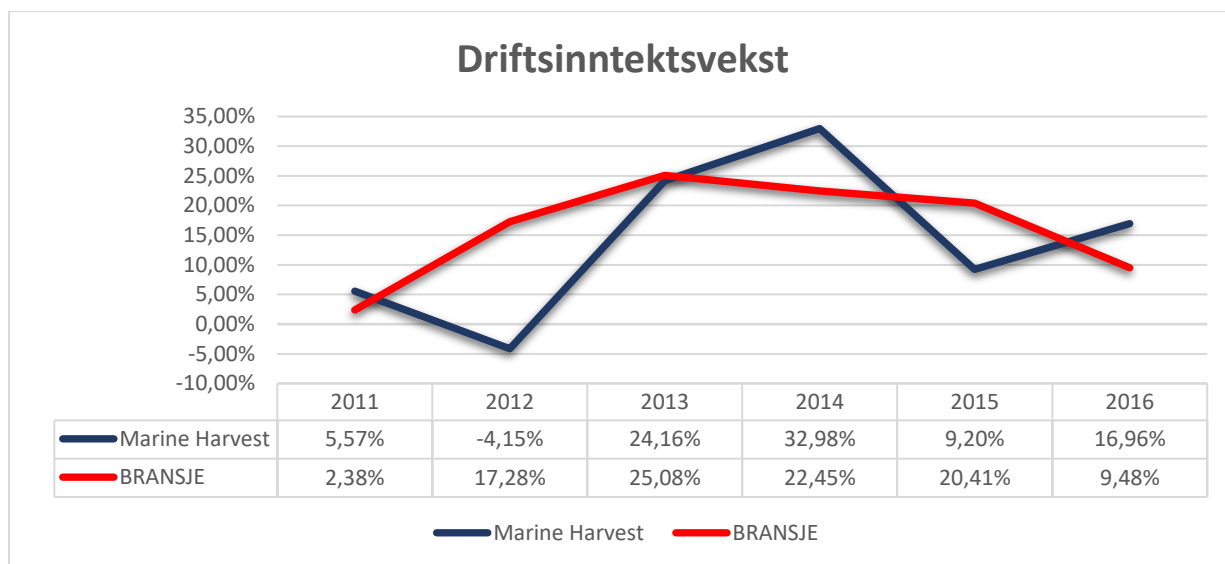
Selv om tilnærmingen til Penman og Damodaran er ulik, vil resultatene ofte samstemme. Vi velger derfor å budsjettere basert på de historiske verdiene, samtidig som vi justerer for andre forhold som taler for å øke eller senke verdien.

9.2 Vekstanalyse

Som nevnt i foregående delkapittel vil estimatene på framtidig vekst basere seg på den historiske veksten. Vi vil derfor i dette delkapittelet ta for oss den historiske utviklingen i driftsinntekstveksten og egenkapitalveksten til selskapet.

9.2.1 Historisk driftsinntekstvekst

Det første vi tar for oss er den historiske utviklingen i driftsinntektene. Dette vil være den viktigste driveren for resultatet, ved siden av driftskostnadene, og følgelig legger veksten her i stor grad grunnlaget for resultatveksten. Ved utregningen av driftsinntekstveksten (DIV) ser vi på endringene i driftsinntekter relativ til det foregående året.



Figur 9-2 Historisk nominell driftsinntektsvekst for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

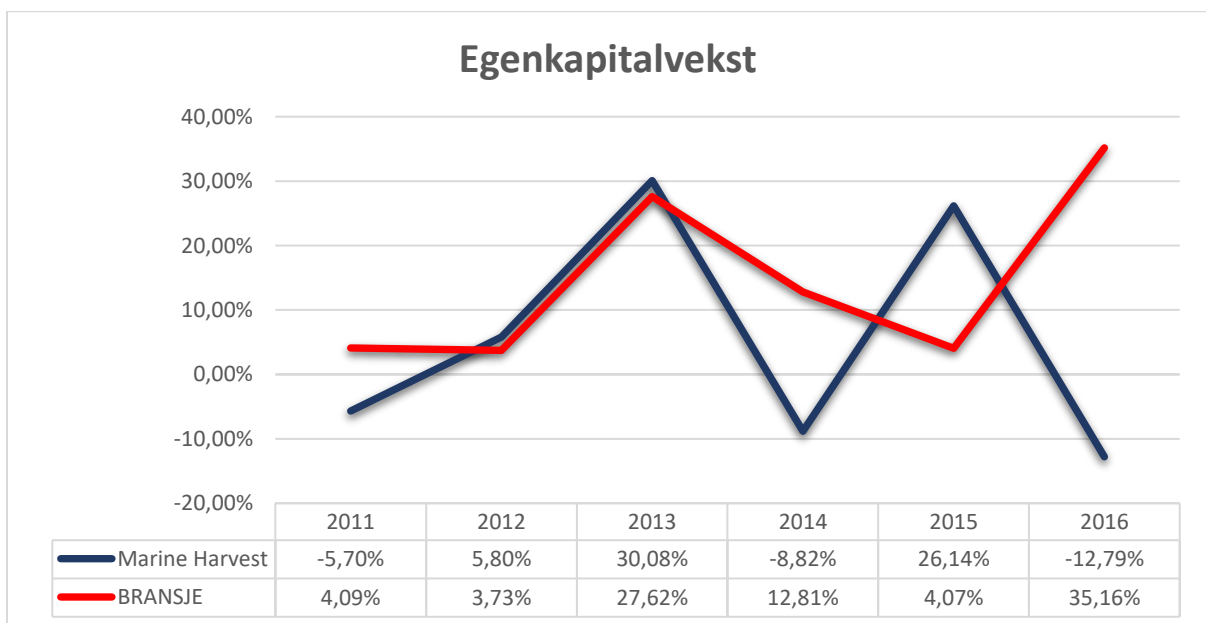
I figur 9-2 ser vi at både bransjen og Marine Harvest opplever svingninger i driftsinntekstveksten i analyseperioden. Det ser derimot ut til at volatiliteten i driftsinntektene er større i selskapet enn i bransjen. Spesielt 2012 skiller seg ut i negativ forstand, da alle bransjedeltakerne i denne perioden økte driftsinntektene sine betraktelig. Året etterpå har derimot selskapet stor vekst. Dette kan skyldes at Marine Harvest valgte å la fisken stå lengre i sjøen, som følge av en veldig lav laksepris i 2012. En slik fleksibilitet vil de inneha på grunn av størrelse, ulike lokasjoner og ulike generasjoner laks. De mindre selskapene vil være mer presset til å «selge unna» på 4 - 5kg, fremfor å vente til laksen er maksimale vekt på 6 kg.

For perioden har Marine Harvest en gjennomsnittlig tidvektet nominell driftsinntektsvekst på 15,39%, mot bransjens 17,06%. Selskapet gjør det dermed litt dårligere enn bransjen. Dette

skyldes hovedsakelig at de andre aktørene er mindre enn Marine Harvest, og det vil dermed være naturlig at veksten er større hos bransjen. Når det kommer til driftsinntekstveksten for både bransjen og Marine Harvest, er veksten relativt høy sammenlignet med andre bransjer. Dette kan understøttes ved å se på den nominelle verdensveksten. I analyseperioden har reell verdensvekst vært på om lag 3% (The World Bank, 2017), og om en omgjør dette til nominellvekst har den vært på litt over 6% (The World Bank, 2017). Bransjer med en inntektsvekst over gjennomsnittet har historisk hatt en tendens til å vende tilbake til snittet over tid (Healy, Palepu, & Peek, 2013).

9.2.2 Historisk egenkapitalvekst

Det neste vi skal se på er veksten til egenkapitalen i perioden. Dette vil være en god indikasjon for investorer på hva de eventuelt kan forvente å hente ut i utbytte fra selskapet. Veksten styres av to faktorer; resultatet og innskudd av kapital. Analysen av egenkapitalveksten vil derfor belyse vekstens opprinnelse. For fremtidsregnskapet vil den normaliserte veksten være det interessante, men det kan allikevel være interessant å se på den fullstendige veksten for analyseperioden. For å beregne egenkapitalveksten ser en på utviklingen i egenkapitalen relativt til det foregående året.



Figur 9-3 Historisk egenkapitalvekst for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016

Veksten i egenkapital for bransjen og Marine Harvest har vært relativt lik frem til 2013. Fra og med 2014 er forskjellene store mellom selskapet og bransjen. En ser også at mønsteret i

figur 9-3 ikke ligner mønsteret i figur 9-2, noe som kan tyde på at det har vært en del unormale resultatelementer i analyseperioden.

De unormale elementene vil vi, som tidligere nevnt, ikke ønske å ta med når vi skal projisere den fremtidige verdien. Vi velger derfor å se på den normaliserte egenkapitalveksten, da dette gir et mer rettvissende bilde på den økonomiske utviklingen i selskapet. Dette analyseres ved å se på de to største faktorene som driver veksten, nemlig rentabiliteten til egenkapitalen og utdelingsforholdet.

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

ekv = normalisert egenkapitalvekst, (1 - eku) = tilbakeholdsgraden, ekr = egenkapitalrentabilitet

År		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalutdeling	eku	1,590	- 2,712	- 0,729	1,187	- 0,660	1,031	-0,049
Egenkapitalrentabilitet intern	NRE/EK	0,205	0,171	0,028	0,154	0,218	0,127	0,151
Normalisert egenkapitalvekst	ekv	- 0,121	0,634	0,049	-0,029	0,362	- 0,004	0,158

Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst for Marine Harvest i perioden 2011-2016

Normaliseringen viser i tabell 9-1 at det til tross for justeringen for unormale elementer svinger en del i egenkapitalveksten. Den gjennomsnittlige veksten for perioden var 15,8%, noe som hovedsakelig skyldtes egenkapitalrentabilitet innad i selskapet og ikke kapitalinnskudd.

9.3 Valg i forbindelse med utarbeidelsen av fremtidsregnskapet

Før vi kan prognostisere de fremtidige budsjettverdiene må vi gjøre noen valg for fremtidsregnskapet. Valgene gjelder lengden på budsjettperioden, detaljnivået på fremtidsregnskapet og hvilken type fremskrivningsteknikk vi kommer til å benytte.

9.3.1 Budsjettthorisont

Budsjettthorisonten tilsier hvor lang tid vi forventer det tar før selskapet når «steady state». I steady state vil alle driverne ha konstant vekst, og således være «låste» (Kaldestad & Møller, 2016). Det er hovedsakelig to forhold som vil påvirke hvor lang tid denne tilpasningen vil ta; tid til «steady state» i bransjen og kvaliteten på regnskapsrapporteringen for Marine Harvest.

Tiden det tar til «steady state» avhenger av hvor i livssyklusen bransjen befinner seg. I henhold til drøftelsene i kapittel 4 ser det ut til at bransjen går mot en stabilisering av veksten. Restriksjoner sørger for at inngangsbarrierene er høye, noe som gjør at bransjedeltakerne på mange måter er «satt». Konsolideringstrenden de siste årene understreker dette, ved at de store aktørene kjøper opp de mindre. Det har samtidig vært stor vekst i bransjen i de siste årene, da det lave tilbudet har presset lakseprisene til rekordhøye nivåer. Vi ser dermed at konsolideringstrenden vil trekke i retning av en kort budsjettthorisont, men samtidig vil muligheten for vekst i bransjen trekke i retningen av en lengre budsjettperiode. Det er f.eks. ikke nødvendigvis slik at veksten til Marine Harvest vil gå på bekostning av de andre bransjedeltakerne på sikt, så lenge bransjen som helhet vokser mer enn selskapet selv.

Karakteristikken til oppdrettsbransjen er også noe som vil kunne tale for en lengre budsjettperiode. Eksempelvis gjør den nye, grønne, konsesjonsordningen det vanskelig å forutse hvordan tilbudet kommer til å være i fremtiden. Kombinert med at oppdrettssyklusen er lang er det uvisst hva det faktiske vekstpotensialet er for bransjen på sikt. Bransjen kjennetegnes også av å være syklisk, slik at en budsjettthorisont burde få med både oppturer og nedturer. I sum taler karakteristikken ved bransjen for en lengre budsjettthorisont.

Regnskapskvaliteten vil også være et moment som taler for en kortere eller lengre budsjettperiode. I vårt tilfelle fører Marine Harvest etter IFRS, noe som betyr at de fører et verdibasert regnskap. Dette betyr at verdiendringer fanges opp raskt via regnskapsinformasjonen, og selskapets regnskapskvalitet taler dermed for en kortere budsjettthorisont.

I henhold til *akademia* (Koller, Goedhart, Wessels, & Company, 2010) anbefales det å benytte en budsjettperiode på 10-15 år, da en kortere periode vil kunne lede til urimelige antagelser om veksten i steady state. Dette understøtter argumentasjonen om å benytte en lengre budsjettperiode. Problematikken rundt å lage prognoser for enkeltposter taler i motsatt retning. Dette poengteres av Penman, som hevder at en kortere budsjettperiode fører til at det er mindre distanse mellom estimatene og analysen som ligger til grunn for estimatene (Penman, 2013).

Selv om regnskapskvaliteten taler for en kortere periode blir karakteristikkene ved oppdrettsbransjen avgjørende for vårt valg av en lengre budsjettperiode. Spesielt usikkerheten rundt bransjens utvikling taler for at steady state ikke inntreffer i løpet av kort tid. Følgelig velger vi en budsjettthorisont på 12 år for Marine Harvest, hvor budsjettperioden blir fra 2017 til 2028. Her vil 2028 tilsvare T, altså det året konstant vekst («steady state») inntreffer. Vi vil også budsjettere to år etter «steady state», som vil være T+1 og T+2. Ved prognostiseringen av driverne vil vi også estimere et midtledd (M), som viser til hva veksten vil bli på mellomlang sikt. Vi har satt M til regnskapsåret 2022.

9.3.2 Detaljnivå

Hvor detaljert fremtidsregnskapet skal være vil avhenge av budsjettthorisonen vi valgte i forrige delkapittel. Ved en kortere budsjettperiode er det normalt å ha et høyere detaljpreg, hvor en ser på enkeltposter fremfor samlede drivere. Grunnet den lange budsjettthorisonen velger vi å se på samlede drivere, og har således et lavt detaljpreg på fremtidsregnskapet. Et mindre detaljert fremtidsregnskap vil også lede til at vi gjør færre antagelser om fremtiden, og samtidig vil analytikere ha større mulighet for å vurdere antagelsene vi bygger vurderingene våre på (Healy, Palepu, & Peek, 2013). Vi har valgt å se på ni drivere over de 12 budsjettårene.

9.3.3 Fremskrivningsteknikk

Fremskrivningsteknikken vi har benyttet for budsjettperioden baserer seg på en lineær fremgangsmåte. En lineær fremskrivningsteknikk kan virke noe simpel, da den historiske utvikling ikke har vært kjennetegnet av en slik utvikling. Samtidig ønsker man å unngå såkalt «overfitting», da risikoen for feil øker med graden av presisjon. Av praktiske formål velger vi derfor å benytte en lineær fremskrivningsteknikk.

Utgangspunktet for driverne er generell bransjevekst og de interne ressursene Marine Harvest besitter, som diskutert i kapittel 4. På kort- og mellomlang sikt vil de fremtidige verdiene basere seg i stor grad på antagelser basert på nettopp disse faktorene. På lang sikt vil det være vanskeligere å forutsi hva driverne skal være. Det som vil være sikkert er at makroomgivelser vil påvirke driverne, samtidig som at veksten ikke kan overstige summen av realvekst og global inflasjon (Knivsflå, 2017-13). Det foreligger stor usikkerhet ved fremtidsregnskapet

vårt for Marine Harvest og vi ønsker derfor å gjennomføre en simulerings- og sensitivitetsanalyse i kapittel 11.

9.4 Budsjett drivere i budsjettperioden

I dette delkapittelet skal vi presentere de ni budsjettdriverne som skal legge grunnlaget for fremtidsregnskapet. Vi vil estimere disse budsjettdriverne på kort, mellomlang og lang sikt. I utviklingen til «steady state» vil de fleste budsjettdriverne bevege seg mot et bransjegjennomsnitt, med mindre det foreligger varige strategiske fordeler eller ulemper for Marine Harvest. Bransjen vil til gjengjeld bevege seg mot gjennomsnittet for verdensøkonomien, gitt at det ikke foreligger tilsvarende strategiske fordeler eller ulemper for bransjen som helhet.

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten er en av driverne som får stor innvirkning på den fremtidige størrelsen til selskapet. I predikeringen av fremtidig driftsinntektsvekst vil vi bruke både kvantitative og kvalitative metoder. Den viktigste forklaringsfaktoren for driftsinntektsvekst i Marine Harvest er lakseprisene. Gjennom en analyse av laksepriser og driftsinntektsvekst i analyseperioden vår får vi en korrelasjon på 0,58. Vi har også sett gjennom hele analyseperioden at høye laksepriser gir høy lønnsomhet i bransjen. Høye laksepriser påvirker driftsinntektsveksten på to måter, den gir høyere inntekter per kilo og den gir også bedriftene insentiver til å selge laks i en tidligere fase av oppdrettssyklusen.

Som beste estimat for lakseprisene fremover i tid har vi brukt forward prisene fra fishpool.no per 31.12.2016 (Fish Pool ASA, 2017b). De predikerer en laksepris på 68,80 kroner per kilo for 2017. Etter toppåret i 2017 predikerer de en sterk nedgang frem til 2020 og en stabilisering av lakseprisene på 45 kroner. En laksepris på 45 kroner kiloet er følgelig også den prisen vi har lagt til grunn fra og med midtleddet.

Den andre store faktoren for driftsinntektsvekst er produksjonsvolum. Bransjen opplever i dag store problemer med lus og det deles ut få nye konsesjoner. Dette kan tyde på en begrenset vekst i fremtiden. I kapittel 4 diskuterte vi mulig disruptiv teknologi innenfor oppdrettsbransjen og det finnes flere scenarier der en stor produksjonsvekst vil være mulig.

Det er derimot ingen sannsynlighetsovervekt for dette, og vår prognose for produksjonsvolumet er at det vil bli en lav og stabil vekst fremover. I 2017 vil vi derimot se en nedgang i produksjonsvolum, ettersom mye laks ble slaktet tidlig i oppdrettssyklusen for å dekke etterspørselen i slutten av 2016. Bakgrunnen for dette var å utnytte de høye lakseprisene.

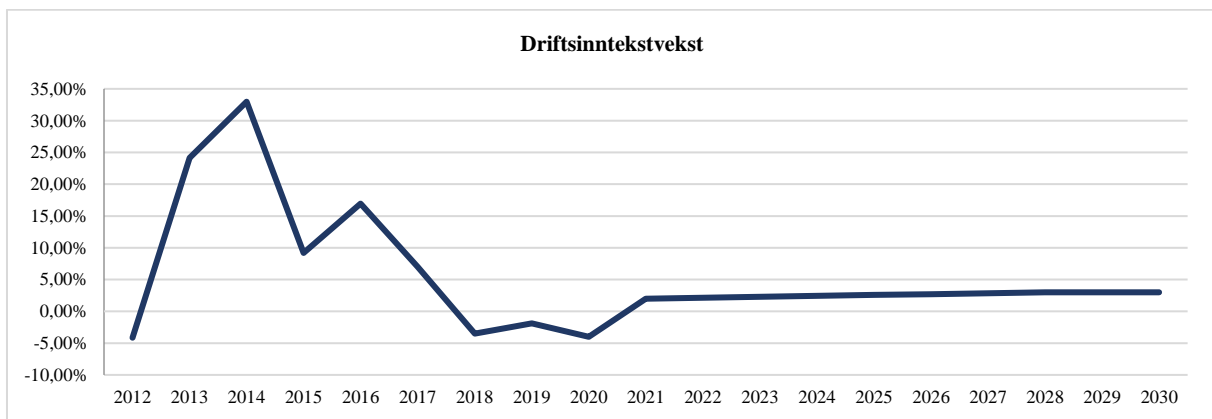
Vi vil fastsette driftsinntektsveksten fremover basert på analysene vedrørende pris og volum i fremtiden. Med en betydelig vekst i lakseprisene (14,02%) og en forventet nedgang i slaktevolum projiserer vi en vekst i driftsinntektene på 7% for 2017. For budsjettåret 2018 projiserer vi et markant fall i lakseprisene, samt en moderat vekst i slaktevolum. Vi ser dermed for oss en driftsinntektsvekst på - 3,5% for 2018. Ved fastsettelsen av driftsinntektsvekst på mellomlang sikt (2018-2022) har vi valgt å gå bort fra lineær fremskrivningsteknikk, ettersom vi mener det ikke passer for den utviklingen vi ser for oss fremover. I 2020 vil, i henhold til forwardprisen, lakseprisen falle med 20% og vi setter følgelig veksten til -4,0%. For 2021 antar vi at selskapet i større grad klarer å tilpasse seg den nye prisen, og veksten genereres følgelig kun av forespeilet vekst i volum. Denne setter vi til 2,0% for 2021. Videre vil vi bruke den lineære fremskrivningsmetoden for veksten på lang sikt.

På lang sikt antar vi at bedriften er i «steady state» og den nominelle veksten kan da ikke bli høyere enn inflasjonen pluss forventet realvekst i verden. World Bank Group opererer med en forventet realvekst over tid på 3,5 (The World Bank, 2017), IMF opererer derimot med 3,3% (Knivsflå, 2017 - 14). Vi har dermed valg å sette realveksten i verden til 3,4%. I Europa har veksten stagnert i nyere tid, og da dette utgjør det største markedet for Marine Harvest, vil det være naturlig å følge utviklingen her tett. Det er derimot vanskelig å forutse hvordan veksten til selskapet og oppdrettsbransjen kommer til å ta utvikle seg i fremtiden. Slik som vi drøftet i delkapittel 4.2.1, er det gode muligheter for at nye markeder, som Kina og Russland, åpner seg for selskapet. Veksten i disse markedene er betraktelig høyere enn veksten i det vestlige Europa.

Verdensøkonomien hadde i 2016 en inflasjon på 1,61% (The World Bank, 2017). Norge hadde en betydelig høyere inflasjon på 3,6% (Norges fiskeri- og kysthistorie, 2017). For å predikere hva inflasjonen vil være i tiden fremover mener vi at inflasjonsmålet til norske

myndigheter er det eneste håndfaste. Den ligger også et sted mellom inflasjonen i verden og Norge og er et mål vi mener er realistisk. En realvekst over tid på 3,4% og en inflasjon på 2,5 gir dermed en øvre vekstgrense i «steady state» på 5,9%. Dette er beregnet ved de høyeste verdiene og er derfor kun et mål for maksimal nominell driftsinntekstvekst. Basert på vår analyse av bransjen i kapittel 4 mener vi at en nominell langsiktig driftsinntekstvekst på 3,0% er et godt estimat.

Utviklingen for veksten er illustrert i figur 9-4.



Figur 9-4 Prognose for nominell driftsinntekstvekst i prosent for Marine Harvest i perioden 2011-2016

9.4.2 Netto driftseiendeler

Den neste driveren vi ønsker å projisere er netto driftseiendeler, som gjøres ved hjelp av omløpet til netto driftseiendeler (onde) og driftsinntektene .

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t} \leftrightarrow NDE_t = \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}}$$

NDE = netto driftseiendeler, DI = driftsinntekter, onde = omløpet til netto driftseiendeler

Formelen forutsetter at økte driftsinntekter medfører økte netto driftseiendeler. Vi mener at netto driftseiendeler i større grad er en konsekvens av finansieringsstruktur og mener at dette er en svakhet ved formelen. Det er derimot vanskelig å projisere fremtidig finansieringsstruktur. Vi vil benytte oss av formelen, i mangelen av informasjon om fremtidig finansieringsstruktur. Dersom resultatet av formelen bryter med hvordan vi mener finansieringsstrukturen i Marine Harvest skal være, vil vi foreta justeringer.

Driftsinntektene er budsjettert tidligere så vi vil her projisere omløpet til netto driftseiendeler (onde). Etter rammeverket skal omløpet til netto driftseiendeler gå mot bransjegjennomsnittet, dersom bedriften ikke har klare omløpsfordeler (Knivsflå, 2017 – 14). I analysen i kapittel 8.4.3 fant vi at Marine Harvest har en knapp omløpsulempe i forhold til bransjen i analyseperioden. Vi mener dermed at omløpet til driftseiendeler i Marine Harvest vil konvergere mot bransjegjennomsnittet og stabilisere seg lik bransjen i «steady state». Omløpet til netto driftseiendeler i 2017 har vi beregnet ved å bruke netto driftseiendeler i 2016 og den projiserte driftsinntekten i 2017. Videre har vi gjort estimater når vi budsjetterer fremtidig omløp til netto driftseiendeler. Vi mener omløpet til driftseiendeler vil synke frem til 2022, i takt med de synkende lakseprisene. Det vil deretter stige svakt frem mot «steady state» hvor det vil stabilisere seg. Vi har kommet frem til at omløpet til netto driftseiendeler settes til 1,286 på lang sikt, som tilsvarte bransjesnittet i delkapittel 8.4.3. Prognosen for budsjetterperioden er presentert i tabell 9-2.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	DI	34 892	33 671	33 040	31 718	32 352	33 046	33 801	34 622	35 512	36 476	37 518	38 644	39 803	40 997
Omløpet til netto driftseiendeler t+1	onde t+1	1,250	1,225	1,200	1,175	1,150	1,173	1,195	1,218	1,241	1,263	1,286	1,286	1,286	1,286
Netto driftseiendeler	NDE	27 914	27 486	27 533	26 994	28 132	28 180	28 277	28 425	28 623	28 873	29 174	30 049	30 951	31 880

Tabell 9-2 Prognose for netto driftseiendeler ved driftsinntekter og ONDE for Marine Harvest i perioden 2017-2030

9.4.3 Netto driftsresultat

Videre i budsjetteringen skal vi projisere netto driftsresultat. Netto driftsresultat er et produkt av faktorene driftsinntekter og netto driftsmargin. Driftsinntektene er budsjettert i 9.4.1 og vi vil her fokusere på netto driftsmargin.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

NDR = netto driftsresultat, ndm = netto driftsmargin, DI = driftsinntekter

Forskjellig driftsstruktur innad i bransjen medfører at en ikke nødvendigvis må anta at netto driftsmargin vil konvergere mot et bransjesnitt. Vi benytter den strategiske regnskapsanalysen fra kapittel 8 for å undersøke om det ligger faktorer til grunn som kan medføre en høyere netto driftsmargin enn bransjen på sikt. I delkapittel 8.3.4 kom vi frem til at Marine Harvest har en uvektet marginfordel på 3,6%. Denne skyldes lavere kostnader i Marine Harvest enn bransjen. I delkapittel 4.3.4 ble kostnadseffektiviteten til Marine Harvest sett på som en mulig strategisk ulempe. Dette var i stor grad vis-a-vis SalMar som er markedsledende på kostnadseffektivitet. Både Lerøy og Grieg er derimot mindre kostnadseffektive enn Marine

Harvest, som gjør at bransjen i helhet har vesentlig lavere netto driftsmargin enn Marine Harvest.

De siste årene med høye laksepriser har gitt høye driftsmarginer for Marine Harvest og resten av bransjen. Vi tror netto driftsmargin vil synke i takt med at lakseprisen normaliserer seg. Det er predikert enda høyere laksepriser i 2017, og dermed mener vi at netto driftsmargin vil stige dette året. Deretter vil prisen synke og netto driftsmarginer vil følgelig synke på lang sikt. Vi budsjetterer med en netto driftsmargin i 2017 på 18% som er meget høyt. Dette forsvarer vi ved å peke på de høye forwardprisene og det faktumet at mye laks ble solgt prematurt i slutten av 2016, som vil medføre at volumet i 2017 holder seg lavt. I de følgende årene frem til 2022 vil den fallende lakseprisen føre til en lavere netto driftsmargin i Marine Harvest. Vi mener den vil synke ned til 9,5%. Årsaken til at vi ikke er enda mer pessimistiske i målet på netto driftsmargin, skyldes at selskapet til tross for dårlig laksepris i 2011 oppnådde en netto driftsmargin på 12,7%. Prisen har med andre ord mye å si for størrelsesorden til netto driftsmargin, men selskapet er allikevel tilpasningsdyktig til nye markedssituasjoner som et eventuelt prisfall. På lang sikt vil Marine Harvest og resten av oppdrettsbransjen tilpasse seg en lavere laksepris og bli mer kostnadseffektive. Dette gjør at netto driftsmargin øker til 10,5% på lang sikt. Vi konvergerer her ikke mot bransjesnittet, ettersom resten av bransjen vil oppleve en lignende utvikling. Marine Harvest vil ha en lavere marginfordel i fremtiden, men vi antar likevel at de vil gjøre det litt bedre enn bransjen. De mindre kostnadseffektive bedriftene i bransjen må effektivisere for å tilpasse seg.

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Det neste vi skal se på er utviklingen i netto finansiell gjeld i budsjettperioden. For å estimere dette tallet må vi først prognostisere utviklingen i finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Finansiell gjeldsdel

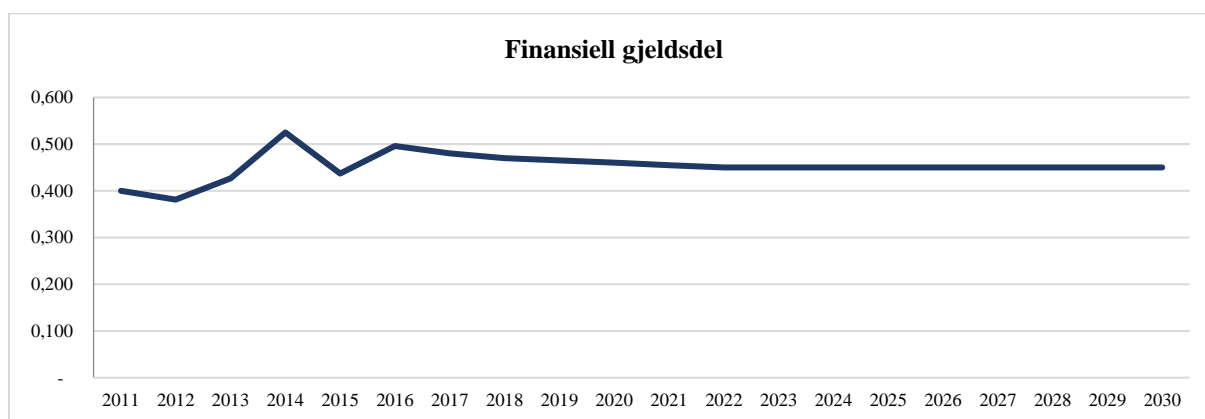
Når vi skal beregne den framtidige finansielle gjelden benytter vi netto driftseiendeler og den finansielle gjeldsdelen. Ved å multiplisere disse vil vi finne den finansielle framtidige gjelden.

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

FG = finansiell gjeld, fgd = finansiell gjeldsdel, NDE = netto driftseiendeler

For 2016 var den finansielle gjeldsdelen 49,6% for Marine Harvest. I forhold til selskapets vektete gjennomsnitt og bransjens snitt er dette et litt høyt nivå. Vi antar derfor at selskapet vil bevege seg til en skjønnsmessig terminalverdi på 45%. Dette er litt høyere enn gjennomsnittet i analyseperioden, som var i overkant av 44%. Samtidig er det lavere enn bransjegjennomsnittet på 46,1%. Allerede ved verdien på mellomlangsikt (2022) antar vi at gjeldsdelen er tilsvarende terminalverdien. Det blir derfor en lineær reversering fra 2017-2022, mot terminalverdien på 45%.

Begrenset informasjon om finansiering av prosjekter og når eventuelle nyinvesteringer skal ta sted gjør det vanskelig for oss å fastsette en annen gjeldsdel enn det den historisk har vært. Prognosen for perioden er vist i figur 9-5.



Figur 9-5 Prognose for finansiell gjeldsdel for Marine Harvest i perioden 2017-2030

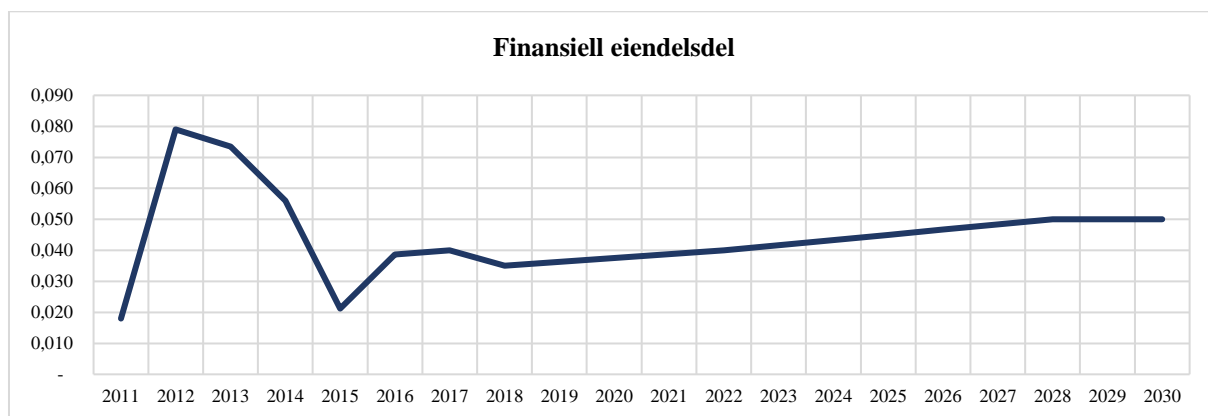
Finansiell eiendelsdel

For å finne finansielle eiendeler benytter vi samme metode som under beregningen av den finansielle gjeldsdelen. Forskjellen her vil være at finansiell gjeldsdel er byttet ut med den finansielle eiendelsdelen.

Over perioden har den gjennomsnittlige finansielle eiendelsdelen vært på 4,8%, og eiendelene består hovedsakelig av kontanter og kontantekvivalenter. For bransjen har dette tallet vært noe høyere, med en verdi på 11,1%. I 2016 var den finansielle eiendelsdelen på 3,9%, og vi antar skjønnsmessig at verdien skal øke til 5,0% i terminalleddet. Dette vil være tilnærmet 50% av bransjen, og nærmere den historiske verdien for Marine Harvest. For 2018 antar vi at vi får en nedgang i finansielle eiendeler som en følge av nedgangen i driftsinntekter i samme år.

Deretter øker den lineært mot verdien på 4,0% på mellomlangsikt, før den videre øker til

5,0% i terminalleddet. Rasjonale bak valget er tanken om at kontanter kun skal brukes til kontantgenererende vekst ved optimal selskapsstyring (Knivsflå, 2017-14). Vi forutsetter derfor at det ikke er ønskelig for selskapet å ha en stor andel kontanter, og dermed konvergerer de ikke fullstendig mot bransjegjennomsnittet selv om de nærmer seg i mindre grad. Prognosen for perioden er vist i figur 9-6.



Figur 9-6 Prognose for finansiell eiendelsdel for Marine Harvest i perioden 2011-2030

Oppsummering netto finansiell gjeld

Nå er vi i stand til å budsjettere netto finansiell gjeld. Dette er fremvist i tabell 9-3.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	NDE	26 937	26 971	26 432	27 534	28 735	28 824	28 964	29 156	29 400	29 698	30 049	30 951	31 880	32 836
Finansiell gjeldsdel	Fgd	0,48	0,47	0,465	0,46	0,455	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Finansiell gjeld	FG	12 930	12 676	12 291	12 666	13 075	12 971	13 034	13 120	13 230	13 364	13 522	13 928	14 346	14 776
Finansiell eiendelsdel	Fed	0,040	0,035	0,036	0,038	0,039	0,040	0,042	0,043	0,045	0,047	0,048	0,050	0,050	0,050
Finansiell eiendeler	FE	1 077	944	958	1 033	1 113	1 153	1 207	1 263	1 323	1 386	1 452	1 548	1 594	1 642
Netto finansiell gjeld	NFG	11 852	11 732	11 333	11 633	11 961	11 818	11 827	11 857	11 907	11 978	12 070	12 380	12 752	13 134

Tabell 9-3 Prognose for netto finansiell gjeld for Marine Harvest i perioden 2017-2030

9.4.5 Netto finansresultat

Netto finanskostnader

De budsjetterte finanskostnadene er et produkt av finansiell gjeld (FG) og finansiell gjeldsrente (fgr). Finansiell gjeld er estimert tidligere i kapittelet og vi vil dermed fokusere på finansiell gjeldsrente her.

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NFK = netto finanskostnad, fgr = finansiell gjeldsrente, FG = finansiell gjeld

I dette delkapittelet forutsetter vi et marked hvor finansiell gjeldsrente vil være lik det finansielle gjeldskravet til kreditorene. Vi henter dermed det fremtidige finansielle gjeldskravet fra kapittel 10 og bruker det som mål på finansiell gjeldsrente.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjelds-rente/krav	fgr=fgk	0,022	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,041	0,041
Finansiell gjeld	FG IB	13 126	12 930	12 676	12 291	12 666	13 075	12 971	13 034	13 120	13 230	13 364	13 522	13 928	14 346
Finanskostnad	FK	290	313	317	318	338	360	386	418	451	485	520	557	574	591

Tabell 9-4 Prognose for finanskostnader for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Som vi ser av tabell 9-4 gir forutsetningen om at fgr=fgk en lav gjeldsrente. Den faller fra 2,7% i 2016 til 2,2% i 2017. Etter vurderingene i kapittel 4.2.1 tror vi ikke på en synkende rente, noe som heller ikke er tilfellet i prognoseperioden.

Netto finansinntekter

Netto finansinntekter beregnes etter samme logikk som kostnadene. Finansinntekter er et produkt av finansielle eiendeler (FE) og finansiell eiendelsrentabilitet (fer).

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

NFI = netto finansinntekter, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, FE = finansielle eiendeler

Her antas et effektivt marked hvor finansiell eiendelsrentabilitet tilsvarer det finansielle eiendelskravet (fek), hentet fra kapittel 10. Det gir oss disse budsjetterte finansinntektene.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell eiendelsrent.	Fer	0,008	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,021	0,022	0,022	0,022
Finansielle eiendeler	FE IB	1 025	1 067	930	1 038	1 162	1 305	1 420	1 460	1 506	1 560	1 622	1 694	1 780	1 842
Finansinntekter	FI	8	8	8	9	11	13	17	21	25	29	33	38	40	41

Tabell 9-5 Prognose for finansinntekter for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Som vi ser av tabell 9-5 får vi økende finansinntekter, delvis på grunn av økte finansielle eiendeler, men hovedsakelig på grunn av en økt finansiell eiendelsrentabilitet. Vi ser at rentabiliteten er lavere i 2017 enn den var i 2014 og 2015 (hhv. 2 og 1%).

Netto finansresultat

Basert på de to forrige delene kan vi sette sammen inntekter og kostnader til et netto finansresultat (Tabell 9-6).

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjelds-rente/krav	fgr=fgk	0,022	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,041	0,041
Finansiell gjeld	FG IB	13 126	12 930	12 676	12 291	12 666	13 075	12 971	13 034	13 120	13 230	13 364	13 522	13 928	14 346
Finanskostnad	FK	290	313	317	318	338	360	386	418	451	485	520	557	574	591
Finansielt eiendelskrav	fek	0,008	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,021	0,022	0,022	0,022
Finansielle eiendeler	FE IB	1 025	1 077	944	958	1 033	1 113	1 153	1 207	1 263	1 323	1 386	1 452	1 548	1 594
Finansinntekter	FI	8	8	8	9	10	11	14	17	21	24	29	33	35	36
Netto finanskostnader	NFK	282	305	310	309	328	348	372	401	430	460	492	525	539	555

Tabell 9-6 Prognose for netto finanskostnader for Marine Harvest i perioden 2017-2030

9.4.6 Minoritetsinteresser

Avslutningsvis skal vi se på driverne for minoriteten. Det første vi ser på er utviklingen i minoritetsandelen i datterselskapene til Marine Harvest, før vi tar for oss minoritetsresultatet i neste avsnitt. Minoritetsinteressene beregnes ved å multiplisere minoritetsinteressdelen med netto driftseiendeler i samme periode.

For Marine Harvest ser vi at minoritetsinteressene har sunket fra 0,7% til 0,1% over perioden. Dette utgjør med andre ord en veldig liten del andel av netto driftseiendeler. Det vil være optimalt å presse ut minoritetsinteressene dersom kravet er lavere enn rentabiliteten, da selskapet «taper» penger på å ha minoriteten til stede. Det motsatte var tilfellet for Marine Harvest over perioden, og en skulle dermed tro at selskapet ønsket å ha minoriteten til stede for å hjelpe til med å dekke risiko og eventuelle tap. Slik har utviklingen ikke vært, og det vil dermed være naturlig å se for seg at Marine Harvest ønsker å fjerne minoritetsinteressene for godt i fremtiden. Til gjengjeld har bransjegjennomsnittet i perioden vært i underkant av 6%, noe som tyder på at Marine Harvest skiller seg fra konkurrentene på akkurat dette området. Utviklingen frem mot en minoritetsinteresse på null er presentert i tabell 9-6. Vi vil her kun ha med utviklingen frem til mellomledet i budsjettperioden, 2022, da minoritetsdelen er null fra og med 2022 (Tabell 9-7).

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftskapital	NDK	26 685	26 583	26 797	27 333	28 207	28 401
Minoritetsdel	mid	0,0002	0,0001	0,000075	0,00005	0,000025	0,00
Minoritetsinteresser	MI	5	3	2	1	1	0

Tabell 9-7 Prognose for minoritetsinteresser for Marine Harvest i perioden 2017-2022

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Det andre vi ser på er utviklingen i netto minoritetsresultat. Dette finnes ved å benytte minoritetsrentabiliteten for inneværende år og multiplisere med minoritetsandelen for inngående balanse. Vi ser her at rentabiliteten gradvis fases ut i takt med minoritetsinteressene. Årsaken til at nedgangen blir lineær over perioden skyldes at vi har fastsatt mellomledet til null, da minoritetsdelen er null i 2022. Følgelig er det heller ikke her hensiktsmessig å budsjettere lengre enn 2022 (Tabell 9-8).

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Minoritet	MI IB	8	5	3	2	1	1
Minoritetsrentabilitet	Mir	0,200	0,100	0,075	0,050	0,025	0,000
Minoritetsresultat	MIR	1,64	0,53	0,20	0,10	0,03	0,00

Tabell 9-8 Prognose for minoritetsresultat for Marine Harvest i perioden 2017-2022

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskap

Ved å ta i bruk de 9 budsjettdriverne, som er estimert på kort, mellomlang og lang sikt, kan vi lage et fremtidsregnskapet for perioden 2017 til 2030. I tabell 9-9, 9-10, 9-11 og 9-12 presenteres fremtidsregnskapet.

9.5.1 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskap		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	DI	34 892	33 671	33 040	31 718	32 352	33 046	33 801	34 622	35 512	36 476	37 518	38 644	39 803	40 997
Netto driftsresultat	NDR	6 281	4 041	3 758	3 410	3 276	3 139	3 267	3 404	3 551	3 708	3 877	4 058	4 179	4 305
Netto finansinntekt	NFI	5	6	7	8	9	11	15	19	24	29	35	42	44	46
Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	6 286	4 047	3 765	3 417	3 285	3 151	3 282	3 424	3 575	3 738	3 912	4 099	4 224	4 350
Netto finanskostnad	NFK	-184	-183	-184	-183	-194	-206	-235	-268	-301	-336	-371	-462	-476	-490
Netto minoritetsresultat	NMR	-2	-1	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Netto resultat til egenkapital	NRE	6 100	3 864	3 581	3 234	3 091	2 945	3 047	3 156	3 274	3 402	3 541	3 637	3 748	3 860
Unormalt resultat til egenkapital	UNRE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	FNR	6 097	3 864	3 581	3 234	3 091	2 945	3 047	3 156	3 274	3 402	3 541	3 637	3 748	3 860
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	5 386	3 707	3 719	2 431	2 217	2 712	2 916	2 994	3 080	3 176	3 281	3 046	3 191	3 286
Endring egenkapital	ÆEK	711	157	-139	802	874	233	131	162	194	226	260	591	557	574

Tabell 9-9 Prognostisert fremtidsregnskap for Marine Harvest i perioden 2017-2030

9.5.2 Fremtidsbalanse

Fremtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	NDE	26 937	26 971	26 432	27 534	28 735	28 824	28 964	29 156	29 400	29 698	30 049	30 951	31 880	32 836
Finansielle eiendeler	FE	1 077	944	958	1 033	1 113	1 153	1 207	1 263	1 323	1 386	1 452	1 548	1 594	1 642
Sysselsatte eiendeler	SSE	28 014	27 915	27 390	28 566	29 849	29 977	30 171	30 419	30 723	31 084	31 502	32 499	33 473	34 478
Egenkapital	EK	15 079	15 236	15 097	15 899	16 773	17 006	17 137	17 299	17 493	17 720	17 980	18 571	19 128	19 702
Minoritetsinteresser	MI	5	3	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiell gjeld	FG	12 930	12 676	12 291	12 666	13 075	12 971	13 034	13 120	13 230	13 364	13 522	13 928	14 346	14 776
Sysselsatt kapital	SSK	28 014	27 915	27 390	28 566	29 849	29 977	30 171	30 419	30 723	31 084	31 502	32 499	33 473	34 478

Tabell 9-10 Prognostisert fremtidsbalanse for Marine Harvest i perioden 2017-2030 ved sysselsatt kapital

Fremtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	NDE	27 914	27 486	27 533	26 994	28 132	28 180	28 277	28 425	28 623	28 873	29 174	30 049	30 951	31 880
Egenkapital	EK	15 079	15 236	15 097	15 899	16 773	17 006	17 137	17 299	17 493	17 720	17 980	18 571	19 128	19 702
Minoritetsinteresser	MI	5	3	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto finansiell gjeld	NFG	11 852	11 732	11 333	11 633	11 961	11 818	11 827	11 857	11 907	11 978	12 070	12 380	12 752	13 134
Netto driftskapital	NDK	26 937	26 971	26 432	27 534	28 735	28 824	28 964	29 156	29 400	29 698	30 049	30 951	31 880	32 836

Tabell 9-11 Prognostisert fremtidsbalanse for Marine Harvest i perioden 2017-2030 ved Netto driftskapital

9.5.3 Frikontantstrøm

Fri kontantstrøm		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	6 281	4 041	3 758	3 410	3 276	3 139	3 267	3 404	3 551	3 708	3 877	4 058	4 179	4 305
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i netto driftseiendeler	<i>ANDE</i>	-460	-34	539	-1 102	-1 201	-89	-140	-192	-244	-297	-352	-901	-929	-956
Fri kontantstrøm fra drift	<i>FKD</i>	5 821	4 006	4 298	2 307	2 074	3 051	3 127	3 213	3 307	3 411	3 525	3 156	3 251	3 348
Netto finansinntekter	<i>NFI</i>	5	6	7	8	9	11	15	19	24	29	35	42	44	46
Unormale netto finansresultat	<i>UNFR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansielle eiendeler	<i>AFE</i>	-53	133	-14	-74	-81	-39	-54	-57	-60	-63	-66	-95	-46	-48
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	<i>FKS</i>	5 774	4 146	4 290	2 241	2 003	3 022	3 088	3 175	3 271	3 377	3 493	3 103	3 249	3 346
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-184	-183	-184	-183	-194	-206	-235	-268	-301	-336	-371	-462	-476	-490
Endring i finansiell gjeld	<i>AFG</i>	-196	-253	-386	375	409	-104	63	86	110	134	158	406	418	430
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-2	-1	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Unormalt netto minoritetsresultat	<i>UNMR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i minoritetsinteresser	<i>AMI</i>	-3	-3	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	5 389	3 707	3 719	2 431	2 217	2 712	2 916	2 994	3 080	3 176	3 281	3 046	3 191	3 286

Tabell 9-12 Prognostisert fri kontantstrøm for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Når vi har estimert selskapets fremtidskrav vil vi finne den estimerte fremtidige strategiske fordelene. Den strategiske fordelene vil vise oss hvor den fremtidige lønnsomheten i Marine Harvest ligger.

10 Fremtidskrav

I dette kapitlet skal vi estimere Marine Harvest sine fremtidige avkastningskrav. I kapittel 7 regnet vi ut de historiske avkastningskravene til Marine Harvest, og brukte de kombinert med den historiske avkastningen for å finne en historisk strategisk fordel. Formålet ved å finne de fremtidige avkastningskravene er å bruke dem opp mot den fremtidige avkastningen vi estimerte i kapittel 9, for å finne en fremtidig strategisk fordel.

Ettersom formler og fagterminologi er mye av det samme som i kapittel 7, og begrep som *egenkapitalbeta* og *risikofri rente* er forklart tidligere, vil vi ikke gjenta dette. En viktig forskjell fra kapittel 7 er at vi nå beregner vektningen av kapitalene på inngående balanse og ikke gjennomsnittlig kapital.

Fremtidskravene vi utarbeider i dette kapitlet skal gjennom en konvergeringsprosess i kapittel 11 og er en svært viktig faktor i verdiestimatet. Det er viktig å notere seg at resonnementene vi gjør her vil ha stor påvirkning på det endelige verdiestimatet.

Videre i kapitlet skal vi utarbeide fremtidskravene til selskapets egenkapital og minoritet, finansielt eiendels- og gjeldskrav og netto finansielt gjeldskrav.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

Vi bruker, som i kapittel 7, kapitalverdimodellen (CAPM) for å beregne kravene til egenkapitalen. Videre antar vi at minoritetskravet er tilsvarende kravet til egenkapitalen. For å bruke kapitalverdimodellen må vi beregne de fremtidige verdiene til komponentene i modellen; risikofri rente, markedspremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie.

10.1.1 Risikofri rente

De siste årene har vi hatt en historisk lav rente. I følge teorien vil renten alltid være tilbakevendende mot gjennomsnittet (Healy, Palepu, & Peek, 2013). Som vi diskuterte i PESTEL-analysen i delkapittel 4.2.1 kan mye tyde på at vi nå går inn i en periode der rentenivået vil stabilisere seg på et lavt nivå. Dette skyldes politiske insentiver og en global økonomi hvor lavt rentenivå er et mye brukt pengepolitisk virkemiddel.

I vår analyse av risikofri rente på mellomlang sikt vurderer vi det slik at Nibor3M vil holde seg relativt lav fremover. Vi mener den risikofrie renten vil øke litt, og på mellomlang sikt vil den risikofrie renten være 1,5%. For å estimere den langsiktige risikofrie renten vil vi bruke en formel for å kombinere Nibor3M og norske tiårige statsobligasjoner (Knivsflå, 2017 – 15).

$$\text{Normal rente i } T = \frac{3}{4} * \text{Gjennomsnittlig 3M Nibor} + \frac{1}{4} * 10\text{årig statsobligasjonsrente i dag}$$

Gjennomsnittet til Nibor3M er 4% på de siste 20 årene (Norges Bank, 2017a). Renten på tiårige statsobligasjoner er i dag på 1,7% (Norges Bank, 2017b). Dette gir oss en normal rente i terminalleddet på 3,275%. Dette rentenivået er høyere enn i dag, men vil være et lavt nivå å stabilisere seg på. Vi mener dette er et troverdig estimat for et fremtidig rentenivå.

Ettersom den utregnede renten er før skatt og egenkapitalkravet er etter skatt må vi også gjøre risikofri rente til en etter skatt-størrelse. I statsbudsjettet for 2017 er det vedtatt at selskapsskattesatsen skal settes til 24%, og det er videre forventet at den vil bli satt ned til 23% i 2018. Det kan tyde på at selskapsskattesatsen skal helt ned mot 20% på lang sikt for å tilpasse seg den europeiske standarden. Vi har derimot ingen klare tegn på dette og velger å sette selskapsskattesatsen til 23% på lang sikt.

Vi ser ingen grunn til at ratingen på lånene banker i mellom skal endres på sikt. Vi beholder dermed ratingen AA, som gir kreditrisikopremie på 0,5%. Dette gir oss risikofri rente som presentert i tabell 10-1 nedenfor.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gjennomsnittelig bankrating		AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR 3 mnd		0,011	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,030	0,033	0,033	0,033
Kreditrisikopremie bank	Krp	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005
Skattesats	S	0,240	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230
Risikofrirente etter skatt	(1-s)*rf	0,004	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021

Tabell 10-1 Prognostisert risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2030

Denne utregningen gir oss en fremtidig risikofri rente på 2,1% som er betydelig høyere enn 0,4% som vi har i dag. Dette skyldes en høyere normalrente på lang sikt.

10.1.2 Markedets risikopremie

Vi ser ingen grunn til at markedets risikopremie skal endres betydelig fremover. Den er beregnet på av Damodaran til å ha vært på 4,8% og vi mener dette forsvarer at den vil holde seg der på lang sikt (Damodaran, 2017). Vi har dermed valgt å sette risikopremien til 4,8% på lang sikt (Tabell 10-2).

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedsrisikopremie	mrp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 10-2 Prognostisert markedsrisikopremie i perioden 2017-2030

10.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen for en bedrift er ikke konstant. Forretningsbetaen, betaen til netto driftskapital, skal derimot holde seg konstant. Vi kan bruke denne til å estimere egenkapitalbetaen til Marine Harvest fremover. Vi beregnet forretningsbetaen til Marine Harvest i kapittel 7 og fikk en betaverdi på 0,599. Denne vil vi bruke kombinert med egenkapitalvekten for å beregne fremtidig egenkapitalbeta. Den fremtidige egenkapitalbetaen vil dermed endres i takt med egenkapitalandelen.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	βEK	1,103	1,068	1,058	1,042	1,027	1,011	0,997	0,995	0,993	0,992	0,990	0,988	0,986	0,986
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,543	0,560	0,565	0,574	0,582	0,591	0,600	0,601	0,602	0,603	0,603	0,604	0,605	0,605
Netto finansiell gjeldsbeta	βNFG	0,000	0,002	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	0,005	0,006	0,006	0,006
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,457	0,440	0,435	0,426	0,418	0,409	0,400	0,399	0,398	0,398	0,397	0,396	0,395	0,395
Minoritetsbeta	βMI	1,103	1,068	1,058	1,042	1,027	1,011	0,997	0,995	0,993	0,992	0,990	0,988	0,986	0,986
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forretningsbeta	βNDK	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599	0,599

Tabell 10-3 Prognostisert egenkapitalbeta beregnet fra forretningsbeta i perioden 2017-2030

Som vi ser av tabell 10-3 synker egenkapitalbetaen i Marine Harvest i takt med at egenkapitalvekten stiger.

10.1.4 Illikviditetspremie

Vi forutsetter at illikviditetspremien er konstant for hele budsjettperioden. I kapittel 7.1.4 fastsatte vi illikviditetspremien tilknyttet majoritetsaksjene til 0% og 3% for minoritet.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Ettersom selskapsskattesatsen har blitt redusert de siste årene og skal videre ned argumenterer Knivsfå for at dette vil medføre økt utbytteskatt (Knivsfå, 2017 – 15). Dette vil få konsekvenser for egenkapitalkravet. Ettersom de aller fleste investorene i Marine Harvest selv er selskaper unngår de skatteøkningen i dette leddet. De 20 største aksjonærene i Marine Harvest er selskaper. Vi ser også en trend i at flere enkeltpersoner som handler aksjer etablerer selskaper de handler under. Basert på dette har vi valgt å ikke ta hensyn til den økte utbytteskatten. I tabell 10-4 presenterer vi egenkapital- og minoritetskrav basert på utregningene gjort i foregående delkapitler.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofrirente etter skatt	$(1-s)^{*rf}$	0,004	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Egenkapitalbeta	βEK	1,103	1,068	1,058	1,042	1,027	1,011	0,997	0,995	0,993	0,992	0,990	0,988	0,986	0,986
Markedets risikopremie	mrp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Illikviditetspremie	ilp	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egenkapitalkrav	ekk	0,057	0,055	0,056	0,056	0,056	0,056	0,057	0,060	0,062	0,064	0,066	0,068	0,068	0,068
Illikviditetspremie minoritet	ilpMI	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav	mik	0,087	0,085	0,086	0,086	0,086	0,086	0,087	0,090	0,092	0,094	0,096	0,098	0,098	0,098

Tabell 10-4 Prognostisert egenkapital- og minoritetskrav i perioden 2017-2030

Som vi ser av tabell 10-4 så får vi et høyere egenkapitalkrav grunnet en økende risikofri rente, den økende egenkapitalbetaen virker med motsatt effekt. Samlet gir de et svakt økende egenkapitalkrav. Minoritetskravet øker i takt med egenkapitalkravet. Det er verdt å merke seg at vi mener minoritetsandelen i Marine Harvest vil være faset ut på mellomlang sikt, og minoritetskravet blir etter dette punktet kun med for illustrasjon.

10.2 Finansielle krav

Utarbeidelsen av de finansielle fremtidskravene har grunnlag i de historiske kravene vi beregnet i kapittel 7, men også med bakgrunn i de budsjetterte tallene vi fant i forrige kapittel. Kreditttrisikoen vil være en viktig komponent her, og vi må følgelig utarbeide en syntetisk rating for budsjettperioden.

10.2.1 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen bygger på de nevnte forholdstallene i delkapittel 6.3, mens tallmaterialet for øvrig er hentet fra fremtidsregnskapet i kapittel 9. For å prognostisere hva ratingen kommer til å være i fremtiden, må vi forutsette at likviditetsgrad 1 tilsvarer samme verdi som den hadde i 2016 for resten av perioden. Dette skyldes mangelen på detaljnivå i fremtidsregnskapet. De øvrige nøkkeltallene utarbeides ved hjelp av formlene presentert i kapittel 6. For årene 2029 og 2030 er rentedekningsgraden forskjellig fra det konstante leddet. Dette skyldes at vi ønsker å unngå endogenitet, og vi har derfor forskjøvet ratingen for nøkkeltallet med et år.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad 1	lg1	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24
Rating		A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	rdg	33,86	22,17	19,33	16,47	13,80	11,31	10,25	9,34	8,63	8,05	7,58	6,34	6,34	6,34
Rating		AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	ekp	0,40	0,41	0,41	0,42	0,42	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Rating		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	ndr	0,23	0,15	0,13	0,11	0,10	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10
Rating		AA	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittlig rating		AA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 10-5 Prognostisert syntetisk rating for Marine Harvest i perioden 2017-2030

I starten av budsjettperioden ser vi, av tabell 10-5, at Marine Harvest innehar på en rating på AA. Fra og med 2018 stabiliserer selskapet seg på en gjennomsnittlig rating på A. Dette samsvarer godt med den historiske ratingen til selskapet, som har vært A gjennom analyseperioden. Betydningen for kredittrisikopremien er dermed at konkurrisikoen anses for å være lik 1% (A-rating) på lang sikt, mens den er 0,6% (AA-rating) for 2017.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Nå som vi har avdekket hva kredittrisikopremien skal være fremover i tid kan vi fastsette det finansielle gjeldskravet. I henhold til Damodaran vil selskapets gjeldskostnad avhenge av tre faktorer; risikofri rente, kredittrisikopremie og skattefordel ved gjeldsfinansiering (Damodaran, 2012). Dette støttes også opp av Palepu (Healy, Palepu, & Peek, 2013). Følgelig velger vi å beregne det fremtidige finansielle gjeldskravet ved risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofrirente etter skatt	r_{fs}	0,004	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Kreditttrisikopremie selskap	K_{rpL}	0,008	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Finansielt gjeldskrav		0,012	0,014	0,015	0,016	0,017	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031

Tabell 10-6 Prognostisert finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Det finansielle gjeldskravet øker i takt med den risikofrie renten (Tabell 10-6). Den gjennomsnittlige risikofrie renten i analyseperioden fant vi ut i kapittel 7.2.1 var på 1,9%, noe som var en del lavere enn rentabiliteten på 3,47% i samme periode. I perioden ser vi at gjeldskravet ikke overstiger det gjennomsnittlige kravet i analyseperioden før i 2023. Nivået på kravet kan dermed anses å være noe lavt. Problematikken rundt dette har vi vært inne på tidligere, og det skyldes mest sannsynlig at utsteder ilegger Marine Harvest en høyere kredittpremie enn analysen vår predikerer.

For å korrigere for dette har vi skjønnsmessig valgt å ilegge det finansielle gjeldskravet en forhøyning på 1% i vår prognose. Dette for å kompensere for den eventuelle forskjellen vi per i dag har mellom finansiell gjeldsrente og finansielt gjeldskrav. Vi avviker her fra det rammeverket, ettersom vi mener at utregning ved hjelp av de tradisjonelle metodene kommer til kort ved dagens rentenivå. Prognosen vår for finansielt gjeldskrav vises i tabell 10-7.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofrirente etter skatt	$(1-s)*r_f$	0,004	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Selskapsrating		AA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Kreditttrisikopremie selskap	K_{rp}	0,008	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Finansielt gjeldskrav		0,012	0,014	0,015	0,016	0,017	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
Justering		0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Justert finansielt gjeldskrav		0,022	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,041	0,041

Tabell 10-7 Prognostisert justert finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

I fremtidsregnskapet har vi ikke spesifisert de finansielle eiendelene, og vi har derfor ikke mulighet til å forutsi hva forholdet mellom nøkkeltallene er. Dette fører til at vi ikke kan beregne eiendelskravet basert på egne prognoser, og vi forutsetter derfor at bransjegjennomsnittet er et godt estimat for hva de ulike vektene skal være i «steady state». Frem til terminalveksten forutsetter vi lineær vekst i mangel på informasjon om konvergeringsprosessen.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav		0,004	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Kontantvekt	KON/FE	0,921	0,927	0,932	0,938	0,944	0,949	0,955	0,961	0,966	0,972	0,978	0,989	0,989	0,989
Fordringskrav		0,014	0,014	0,015	0,016	0,017	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
Fordringsvekt	FOR/FE	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Investeringskrav		0,052	0,052	0,053	0,054	0,054	0,055	0,058	0,060	0,062	0,064	0,067	0,069	0,069	0,069
Investeringsvekt	INV/FE	0,079	0,074	0,069	0,064	0,060	0,055	0,050	0,045	0,040	0,036	0,031	0,021	0,021	0,021
Finansielt eiendelskrav	fek	0,008	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,021	0,022	0,022	0,022

Tabell 10-8 Prognostisert finansielt eiendelskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Vi ser av tabell 10-8 at det finansielle eiendelskravet går opp i perioden, noe som hovedsakelig skyldes at kontantkravet øker. Andelen kontanter øker også i perioden, noe som igjen betyr at andelen finansielle investeringer går ned. Fordringene utgjør 0% i 2017, og beveger seg mot bransjesnittet som er på 0,1%. Vi ser også at investeringskravet går opp i perioden, noe som også kan være med å forklare veksten i eiendelskravet.

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

I de foregående to delkapitlene utarbeidet vi det fremtidige finansielle gjeldskravet og eiendelskravet. Dette fører til at vi nå er i stand til å utarbeide netto finansielt gjeldskrav. Utregningen for netto finansielt gjeldskrav ble fremvist i kapittel 7.2.3, og gjentas følgelig ikke her. Nedenfor i tabell 10-9 er utregningen foretatt.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt eiendelskrav	fek	0,008	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,021	0,022	0,022	0,022
Finansiell eiendelsvekt	FEIB/NFGIB	0,085	0,091	0,080	0,085	0,089	0,093	0,098	0,102	0,107	0,111	0,116	0,120	0,125	0,125
Justert finansielt gjeldskrav	fgk	0,022	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,041	0,041
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFGIB	1,085	1,091	1,080	1,085	1,089	1,093	1,098	1,102	1,107	1,111	1,116	1,120	1,125	1,125
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,023	0,026	0,026	0,027	0,028	0,029	0,032	0,034	0,036	0,039	0,041	0,043	0,044	0,044

Tabell 10-9 Prognostisert netto finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Netto finansielt gjeldskrav øker med tilnærmet 2 prosentpoeng over perioden. Dette skyldes økningen i selskapets gjeld og finansielle gjeldskrav. Selv om eiendelskravet og vekten også øker er dette lavere enn tilsvarende økning for gjelden. Nettoeffekten blir derfor at kravet øker fra 2,2% til 4,1%. Problemet vil, som nevnt i delkapittel 10.2.2, være at det finansielle gjeldskravet vil være undervurdert. Vi mener risikoen for at kravet er for lavt er redusert ved korrigeringen vi foretok i samme delkapittel. Følgelig vil også risikoen for feil i det netto finansielle gjeldskravet være mindre.

10.3 Finansiell gjeldsbeta, finansielle eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta

Vi har til nå utarbeidet de fremtidige finansielle kravene, noe som gjør oss i stand til å regne ut de fremtidige finansielle betaverdiene. Metoden og forutsetningene vil her være lik de vi hadde i kapittel 7. Den samme markedsrisikodelen vil benyttes i beregningen av de fremtidige betaverdiene. Det første vi ser på er den finansielle gjeldsbetaen (Tabell 10-10).

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedets risikodel EK		0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114	0,114
Markedsrisikopremie	Mrp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Markedsrisikodel FG		0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,006	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008

Tabell 10-10 Prognostisert finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Det andre vi skal se på er den finansielle eiendelsbetaen. Her vil det være nødvendig å regne ut fordringsbetaen først, da kontantbetaen og investeringsbetaen er fastsatt fra før. Denne regnes ved bruk av kredittrisikopremie, markedsrisikodel og markedsrisikopremie. Disse er konstant over perioden, noe som leder til at fordringsbetaen også vil være konstant.

Utviklingen for den finansielle eiendelsbetaen er presentert i tabell 10-11.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantbeta	β_{KON}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontantvekt	KON/FE	0,921	0,927	0,932	0,938	0,944	0,949	0,955	0,961	0,966	0,972	0,978	0,989	0,989	0,989
Fordringsbeta	β_{FOR}	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Fordringsvekt	KON/FE	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Investeringsbeta	β_{INV}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	INV/FE	0,079	0,074	0,069	0,064	0,060	0,055	0,050	0,045	0,040	0,036	0,031	0,021	0,021	0,021
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,079	0,074	0,069	0,064	0,060	0,055	0,050	0,045	0,040	0,036	0,031	0,021	0,021	0,021

Tabell 10-11 Prognostisert finansiell eiendelsbeta for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Det siste vi regner ut er den netto finansielle gjeldsbetaen, ved bruk av de andre to fremtidige betaene (Tabell 10-12).

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,006	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Finansiell gjeldsvekt		1,085	1,091	1,080	1,091	1,102	1,113	1,125	1,127	1,130	1,132	1,134	1,137	1,139	1,139
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,079	0,074	0,069	0,064	0,060	0,055	0,050	0,045	0,040	0,036	0,031	0,021	0,021	0,021
Finansiell eiendelsvekt		0,085	0,091	0,080	0,091	0,102	0,113	0,125	0,127	0,130	0,132	0,134	0,137	0,139	0,139
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,000	0,002	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	0,005	0,006	0,006	0,006

Tabell 10-12 Prognostisert netto finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2017-2030

10.4 Selskapskrav

De siste to kravene vi ønsker å finne er for selskapet som helhet. Akkurat som i kapittel 7.5 gjelder dette kravet til sysselsatt kapital og netto driftskapital. Dette vil være de vektete kravene (WACC) for de som skal finansiere selskapet i fremtiden. Begge kravene vektet egenkapitalen, minoritetsinteressene og gjelden. Det som derimot skiller kravene er hvorvidt en benytter finansiell gjeld kontra netto finansiell gjeld. Sistnevnte vil være justert for finansielle eiendeler, og benyttes ved utarbeidelsen av kravet til netto driftskapital. Kravene er presentert i tabell 10-13 og 10-14.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsvekt	FG IB/SSK IB	0,477	0,462	0,454	0,449	0,443	0,438	0,433	0,432	0,431	0,431	0,430	0,429	0,429	0,429
Finansiell gjeldskrav	Fgk	0,022	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,041	0,041
Egenkapitalvekt	EK IB/SSK IB	0,522	0,538	0,546	0,551	0,557	0,562	0,567	0,568	0,569	0,569	0,570	0,571	0,571	0,571
Egenkapitalkrav	Ekk	0,057	0,055	0,056	0,056	0,056	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,067	0,069	0,069	0,069
Minoritetsinteresservekt	MI IB/SSK IB	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Minoritetskrav	Mik	0,087	0,085	0,086	0,086	0,086	0,086	0,088	0,090	0,092	0,095	0,097	0,099	0,099	0,099
Sysselsattkrav	Ssk	0,040	0,041	0,042	0,042	0,043	0,044	0,046	0,048	0,050	0,053	0,055	0,057	0,057	0,057

Tabell 10-13 Prognostisert sysselsatt driftskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto finansiell gjeldskrav	Nfgk	0,023	0,026	0,026	0,027	0,028	0,029	0,032	0,034	0,036	0,039	0,041	0,043	0,044	0,044
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG IB/NDK IB	0,457	0,440	0,435	0,429	0,423	0,416	0,410	0,408	0,407	0,405	0,403	0,402	0,400	0,400
Egenkapitalkrav	Ekk	0,057	0,055	0,056	0,056	0,056	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,067	0,069	0,069	0,069
Egenkapitalvekt	EK IB/NDK IB	0,543	0,560	0,565	0,571	0,577	0,584	0,590	0,592	0,593	0,595	0,597	0,598	0,600	0,600
Minoritetskrav	Mik	0,087	0,085	0,086	0,086	0,086	0,086	0,088	0,090	0,092	0,095	0,097	0,099	0,099	0,099
Minoritetsvekt	MI IB/NDK IB	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Netto driftskrav	Ndk	0,042	0,042	0,043	0,044	0,044	0,045	0,047	0,050	0,052	0,054	0,056	0,059	0,059	0,059

Tabell 10-14 Prognostisert netto driftskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030

Vi ser at kravet til den sysselsatte kapitalen øker fra 4,0% til 5,7%, mens kravet til netto driftskapital øker fra 4,2% til 5,9% over perioden. Det kan tenkes at kravene er for lave, da det fremdeles eksisterer risiko for at det finansielle gjeldskravet er underestimert.

Problematikken rundt dette har vært diskutert i tidligere kapitler og også i inneværende kapittel, og problemet vil forplante seg til det endelige verdiestimatet. For å løse dette vil vi i kapittel 11 oppjustere kravene basert på verdivekter, og dermed redusere risikoen for feil i det endelige verdiestimatet. Vi har nå avdekket alle de fremtidige fremtidskravene, og de er vist i sin helhet i tabell 10-15.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ndk	0,042	0,042	0,043	0,044	0,044	0,045	0,047	0,050	0,052	0,054	0,056	0,059	0,059	0,059
Ssk	0,040	0,041	0,042	0,042	0,043	0,044	0,046	0,048	0,050	0,053	0,055	0,057	0,057	0,057
ekk	0,057	0,055	0,056	0,056	0,056	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,067	0,069	0,069	0,069
mik	0,087	0,085	0,086	0,086	0,086	0,086	0,088	0,090	0,092	0,095	0,097	0,099	0,099	0,099
fgk	0,022	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,041	0,041
fek	0,008	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,021	0,022	0,022	0,022
nfgk	0,023	0,026	0,026	0,027	0,028	0,029	0,032	0,034	0,036	0,039	0,041	0,043	0,044	0,044

Tabell 10-15 Prognostiserte fremtidskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030

10.5 Strategisk fordel

Etter at vi har estimert fremtidskravene kan vi beregne den fremtidige strategiske fordelene ved å sette kravene opp mot fremtidsregnskapet. Som vi ser av tabell 10-16 har Marine Harvest en ren driftsfordel på 4,2% på lang sikt. I analysen av den historiske strategiske fordelene i kapittel 8 hadde vi tall for bransjen som gjorde at vi kunne differensiere mellom bransjefordel og intern ressursfordel. Ettersom vi ikke har fremtidsregnskap og –krav for bransjen har vi ikke den samme muligheten her. Basert på vår analyse i kapittel 4, mener vi at den rene driftsfordelen på lang sikt i stor grad stammer fra en bransjefordel. Marine Harvest sine ressursfordeler var kun midlertidige, vil ikke vedvare på lang sikt. Forholdene som gjør oppdrettsbransjen attraktiv mener vi derimot at vil vedvare.

På kort sikt ser vi at Marine Harvest har en stor strategisk fordel. Denne mener vi hovedsakelig stammer fra de midlertidige fordelene og den høye lakseprisen vi ser i dagens marked.

Gearingfordelen synker betraktelig på lang sikt. Dette er på grunn av justeringene vi gjorde under estimeringen av kravene tidligere i kapittelet. I fremtidsregnskapet er finansieringsfordelen lik null. Finansieringsfordel er i teorien en markedssvikt og vil i et perfekt marked ikke være tilstede. Vi så av den historiske lønnsomhetsanalysen at denne verdien var såpass lav det er ikke noe vi legger stor vekt på.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,235	0,150	0,132	0,114	0,097	0,081	0,083	0,086	0,088	0,091	0,093	0,096	0,096	0,096
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,037	0,037	0,038	0,039	0,040	0,040	0,043	0,045	0,047	0,050	0,052	0,054	0,054	0,054
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,198	0,113	0,094	0,075	0,057	0,040	0,040	0,041	0,041	0,041	0,041	0,042	0,042	0,042
Gearingfordel drift	GFD	0,167	0,089	0,072	0,056	0,041	0,028	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
Driftsfordel	<i>DF</i>	0,366	0,201	0,166	0,131	0,098	0,068	0,067	0,067	0,068	0,068	0,069	0,069	0,069	0,069
Finansieringsfordel	FF	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Strategisk fordel	<i>SFD</i>	0,366	0,201	0,166	0,131	0,098	0,068	0,067	0,067	0,068	0,068	0,069	0,069	0,069	0,069

Tabell 10-16 Strategisk fordel i perioden 2017-2030

Totalt vil Marine Harvest på lang sikt ha en strategisk fordel på 6,9% (Tabell 10-16). Etter vår analyse av oppdrettsbransjen ved hjelp av PESTEL og Porter femkraftsmodell i kapittel 4 er dette en strategisk fordel vi ser på som realistisk.

11 Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 presenterte vi de ulike verdsettelsesteknikkene og konkluderte med at den fundamentale metoden ville være best egnet for Marine Harvest, da dette vil gi det mest korrekte verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2016). For å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen vil vi benytte beregningene og utarbeidelsene i de tidligere kapitlene. I kapittel 12 foretar vi den komparative analysen for å supplere verdsettelsen, før vi i kapittel 13 gir vår endelige handlingsstrategi for selskapet. Dette vil være verdiestimatet basert på IFRS 13, og dens definisjon av virkelig verdi. Masterutredningen avsluttes i kapittel 13 med en handlingsstrategi, som gir innsikt i hvorvidt en skulle kjøpt, solgt eller holdt på aksjen per 31.12.2016.

For å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen vil vi først forsøke å verdsette egenkapitalverdien i selskapet. Dette gjennomføres, som nevnt i kapittel 3, ved enten å benytte egenkapitalmetoden eller selskapsmetoden. Førstnevnte verdsetter verdien til selskapet direkte, ved å se på kontantstrømmen til egenkapitalen. Selskapsmetoden verdsetter verdien indirekte ved å se på kontantstrømmen til selskapet som helhet, enten via sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Metodene skal gi identisk verdiestimat dersom de samme kravene og vektene er blitt benyttet. Hovedårsaken til at verdien ikke er sammenfallende skyldes at en ikke er konsistent i bruken av diskonteringsrente (Damodaran, 2012). Dette løser vi ved å gjennomføre en konvergeringsprosess på de budsjetterte vektene fra kapittel 9. Vi vil da få et endelig verdiestimat som er felles for alle metodene. Til slutt gjennomfører vi simuleringer ved hjelp av analyseverktøyet Crystal Ball i Excel. Dette for å teste usikkerheten til variablene, og dermed styrken til modellen og verdiestimatet vårt.

11.1 Egenkapitalmetoden

I de neste to delkapitlene vil vi presentere de ulike variantene av egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Vi begynner med egenkapitalmetoden. I kapittel 3 kom det frem at metoden inneholder fire modeller, som alle skal gi samme verdiestimat gitt forutsetningen om konsistens. Disse er utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt-, og superprofittvekstmodellen. I kapittel 3 var presentasjonen av modellene i egenkapitalmetoden noe overfladisk, og følgelig vil vi her utdype hvordan en gjennomfører hver enkelt metode.

11.1.1 Utbyttmodellen

Modellen omtales som grunnmodellen, ved en verdsettelse basert på egenkapitalmetoden. Verdien i dag vil være nåverdien av fremtidig forventet utbytte, for så å neddiskontere med selskapets egenkapitalkrav. For utregningen av horisontleddet benyttes en vekst lik veksten til egenkapitalen, ved bruk av Gordons formel. Dette vil være lik valget av driftsinntekstvekst, gitt forutsetningen om konstant vekst i utbytte.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, NBU = netto betalt utbytte, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

11.1.2 Fri kontantstrømmmodellen

Verdien i dag, ved hjelp av fri kontantstrømmmodellen, er nåverdien av kontantstrømmen til egenkapitalen diskontert med avkastningskravet. I likhet med utbyttmodellen gjelder forutsetningen for horisontleddet også her. I vårt tilfelle vil disse to modellene bli identiske, da utbytte er definert som fri kontantstrøm til egenkapitalen i modellen vår.

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

VEK = verdien til egenkapitalen, FKE = frikontantstrøm til egenkapitalen, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

11.1.3 Superprofittmodellen

I henhold til superprofittmodellen er verdien av selskapet lik dagens balanseførte verdi av egenkapitalen pluss nåverdien av fremtidig superprofitt. I likhet med de to ovennevnte modellene gjelder forutsetningene om konstant vekst også her.

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

VEK = verdien til egenkapitalen, EK = egenkapital, SPE = superprofitt til EK, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Den siste modellen etter egenkapitalmetoden er superprofittvekstmodellen. Modellen diskonteres med avkastningskravet, og horisontleddet innebærer samme forutsetninger som for de øvrige modellene. I motsetning til de andre modellene ser superprofittvekstmodellen på vekst. Det er kun dersom veksten overstiger kravet at selskapet oppnår superprofitt, og følgelig øker nåverdien.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \sum_{t=1}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, NRE = netto resultat til EK,

ΔSPE = superprofittvekst til EK, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

11.2 Selskapskapitalmetoden

Den andre metoden vi skal se nærmere på er selskapskapitalmetoden. I likhet med egenkapitalmetoden ble denne overfladisk gjennomgått i kapittel 3, og her vil vi dermed utdype modellen. I de følgende delkapitlene vil vi gjennomgå de to modellene som benyttes ved selskapskapitalmetoden, nemlig sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Ved å se på selskapet som helhet finner vi verdien til egenkapitalen indirekte, noe som løses tilnærmet likt for begge metodene.

11.2.1 Sysselsatt kapitalmodellen

Ved sysselsatt kapitalmodellen ser en på verdien av den sysselsatte kapitalen og subtraherer både verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteressene. På den måten beregnes verdien av egenkapitalen indirekte. En finner den sysselsatte kapitalen og minoritetsinteressene ved å benytte en av egenkapitalmodellene. Den sysselsatte kapitalen neddiskonteres så med kravet for sysselsatt kapital, mens den finansielle gjelden neddiskonteres med det finansielle gjeldskravet. Vi har tidligere stadfestet at vi forutsetter at gjeldskravet vil være lik gjeldsrenten. For minoriteten vil vi diskontere med minoritetskravet, som inneholder en illikviditetspremie.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

VEK = verdien til egenkapitalen, VSSK = verdien til sysselsatt kapital

VNG = verdien til finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene

11.2.2 Netto driftskapitalmodellen

Den andre modellen for selskapskapital er netto driftskapitalmodellen. Her beregnes verdien av egenkapitalen ved å se på verdien av netto driftskapital, subtrahert med verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene. I likhet med forrige modell diskonteres verdiene med de respektive kravene. Forskjellen her er at en benytter netto driftskapitalkrav for selskapskapitalen og netto finansielt gjeldskrav for gjeldskapitalen justert for finansielle eiendeler. For minoriteten vil en legge samme krav som i sysselsatt kapitalmodellen til grunn.

Her benyttes en av egenkapitalmodellene for å finne netto driftskapital og minoritetsinteressen.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

*VEK = verdien til egenkapitalen, VNDK = verdien til netto driftskapital
VNFG = verdien til netto finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene*

11.3 Verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

I det følgende vil vi presentere det første verdiestimatet på Marine Harvest. Dette er utarbeidet basert på budsjetterte vekter, og vil derfor ikke være vårt endelige verdiestimat. I tillegg er verdien for de ulike metodene, nevnt i delkapittel 11.2, ikke like. Dette innebærer at vi er nødt til å foreta en konvergeringsprosess for å få et felles verdiestimat. I tabell 11-1, 11-2 og 11-3 er de tre metodene og de tilhørende modellene presentert i sin helhet.

NBU-/FKE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NBU/FKE		5 286	3 578	3 587	2 298	2 073	2 558	2 764	2 842	2 927	3 022	3 125	2 942	3 083	3 175
/Diskonteringsfaktor		1,064	1,129	1,200	1,274	1,354	1,439	1,532	1,634	1,746	1,870	2,006	2,157	2,319	2,492
Nåverdi av FKE 1 til T+1	27 326	4 969	3 168	2 990	1 803	1 531	1 778	1 804	1 739	1 676	1 616	1 558	1 364	1 330	1 274
Nåverdi av horisontverdi T+2	30 498														
VEK	57 825														

SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balanseført EK	14 368														
SPE		5 082	2 802	2 501	2 159	1 953	1 738	1 799	1 863	1 932	2 009	2 092	2 183	2 249	2 316
/Diskonteringsfaktor		1,064	1,129	1,200	1,274	1,354	1,439	1,532	1,634	1,746	1,870	2,006	2,157	2,319	2,492
Nåverdi av SPE 1 til T+1	21 208	4 778	2 481	2 085	1 694	1 442	1 208	1 174	1 140	1 107	1 074	1 043	1 012	970	929
Nåverdi av horisontverdi T+2	22 249														
VEK	57 825														

Endring SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoresultat i år 1		5 997														
Kapitalisert verdi	94 211															
Superprofittvekst til EK	-	0	-2 276	-297	-340	-204	-213	59	59	61	63	65	68	42	43	45
/Diskonteringsfaktor			1,064	1,129	1,200	1,274	1,354	1,439	1,532	1,634	1,746	1,870	2,006	2,157	2,319	2,492
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	-2 744	0	-2 139	-263	-283	-160	-158	41	38	37	36	35	34	19	19	18
Kapitalisert verdi	-43 103															
Horisontverdi	428															
Kapitalisert verdi	6 717															
VEK	57 825															
VEK egenkapitalmetoden	57 825															

Tabell 11-1 Første verdiestimat for Marine Harvest ved bruk av egenkapitalmetoden

FKD	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm fra drift		5 821	4 006	4 298	2 307	2 074	3 051	3 127	3 213	3 307	3 411	3 525	3 156	3 251	3 348
/Diskonteringsfaktor		1,045	1,093	1,144	1,198	1,256	1,317	1,384	1,458	1,539	1,628	1,726	1,833	1,948	2,069
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	33 022	5 569	3 664	3 756	1 925	1 652	2 316	2 259	2 203	2 149	2 095	2 043	1 721	1 669	1 618
Horisontverdi T+2	53 112														
Verdi av NDK	86 134														
-Netto finansiell gjeld	-12 101														
-Verdi minoritet	-9														
VEK	74 024														

SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balansført NDK	26 477														
SPD		5 083	2 802	2 501	2 159	1 953	1 738	1 799	1 863	1 932	2 009	2 092	2 183	2 249	2 316
/Diskonteringsfaktor		1,045	1,093	1,144	1,198	1,256	1,317	1,384	1,458	1,539	1,628	1,726	1,833	1,948	2,069
Nåverdi av SPE 1 til T+1	22 913	4 863	2 563	2 186	1 802	1 555	1 319	1 299	1 277	1 256	1 234	1 213	1 191	1 155	1 120
Nåverdi av horisontverdi T+2	36 744														
Verdi av NDK	86 134														
-Netto finansiell gjeld	-12 101														
-Verdi minoritet	-9														
VEK	74 024														

Endring SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoresultat fra NDE i år 1		6 281														
Kapitalisert verdi	138 867															
Superprofittvekst til NDK			-2 283	-304	-347	-211	-221	51	50	51	53	54	56	29	30	31
/Diskonteringsfaktor			1,045	1,093	1,144	1,198	1,256	1,317	1,384	1,458	1,539	1,628	1,726	1,833	1,948	2,069
Nåverdi av endring SPE 2 til T+2	-2 877		-2 184	-278	-303	-176	-176	39	36	35	34	33	32	16	15	15
Kapitalisert verdi	-63 605															
Horisontverdi T+3	492															
Kapitalisert verdi horisont	10 872															
-Netto finansiell gjeld	-12 101															
-Verdi minoritet	-9															
VEK	74 024															
VEK NDK metoden	74 024															

Tabell 11-2 Første verdierestimat for Marine Harvest ved bruk av netto driftskapitalmetoden

FKS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm SSK		5 777	4 148	4 291	2 242	2 003	3 022	3 087	3 173	3 268	3 373	3 487	3 094	3 239	3 336
/Diskonteringsfaktor		1,040	1,083	1,128	1,176	1,226	1,280	1,339	1,403	1,474	1,551	1,636	1,729	1,828	1,932
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	33 741	5 553	3 831	3 805	1 907	1 633	2 361	2 306	2 261	2 217	2 174	2 131	1 789	1 772	1 727
Horisontverdi T+2	67 807														
Verdi av NDK	101 548														
-Finansiell gjeld	-13 126														
-Verdi minoritet	-9														
VEK	88 413														

SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balanseført SSK	27 502														
SPS		5 182	2 902	2 602	2 257	2 055	1 845	1 906	1 970	2 041	2 119	2 203	2 295	2 364	2 435
/Diskonteringsfaktor		1,040	1,083	1,128	1,176	1,226	1,280	1,339	1,403	1,474	1,551	1,636	1,729	1,828	1,932
Nåverdi av SPS 1 til T+1	24 552	4 981	2 680	2 307	1 920	1 676	1 441	1 424	1 404	1 385	1 366	1 347	1 327	1 294	1 261
Nåverdi av horisontverdi T+2	49 494														
Verdi av NDK	101 548														
-Finansiell gjeld	-13 126														
-Verdi minoritet	-9														
VEK	88 413														

Endring SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoreultat fra SSK i år 1		6 289														
Kapitalisert verdi	156 250															
Superprofittvekst til EK			-2 281	-304	-349	-208	-217	51	50	51	53	54	56	32	33	33
/Diskonteringsfaktor			1,040	1,083	1,128	1,176	1,226	1,280	1,339	1,403	1,474	1,551	1,636	1,729	1,828	1,932
Nåverdi av endring SPS 1 til T+1	-2 882		-2 193	-281	-310	-176	-177	40	37	36	36	35	34	18	18	17
Kapitalisert verdi	-71 615															
Horisontverdi	681															
Kapitalisert verdi	16 913															
Verdi av SSK	101 548															
-Finansiell gjeld	-13 126															
-Verdi minoritet	-9															
VEK	88 413															
VEK NDK metoden	88 413															

Tabell 11-3 Første verdiestimat for Marine Harvest ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden

Vi ser at metodene ikke gir samme verdi, samtidig som at horisontverdien utgjør en urovekkende høy andel av verdiestimatet. I og med at budsjettdriverne på lang sikt er svært usikre vil det følgelig eksistere stor risiko ved verdiestimatet. Dette er en klar svakhet ved rammeverket til Knivsflå.

I tabell 11-4 ser vi de ulike metodene og tilhørende modeller oppsummert. Verdiestimatet basert på netto driftskapitalmetoden ligger på 164,46 NOK per aksje mens det for sysselsatt kapitalmetoden ligger på 196,43 NOK per aksje. Til sammenligning er verdiestimatet basert på egenkapitalmetoden 128,47 NOK per aksje. Vi ser dermed at verdiestimatet er høyere for selskapsmetodene, noe som kan skyldes at WACC-kravene vi fant i delkapittel 7.5 er satt for lave.

Verdi av egenkapital	FK-modell	SP-modell	Endring SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metoden	57 825	57 825	57 825	57 825
NDK-metoden	74 024	74 024	74 024	74 024
SSK-metoden	88 413	88 413	88 413	88 413
Gjennomsnitt	73 421	73 421	73 421	73 421

Tabell 11-4 Oppsummering av første verdiestimat for Marine Harvest

11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

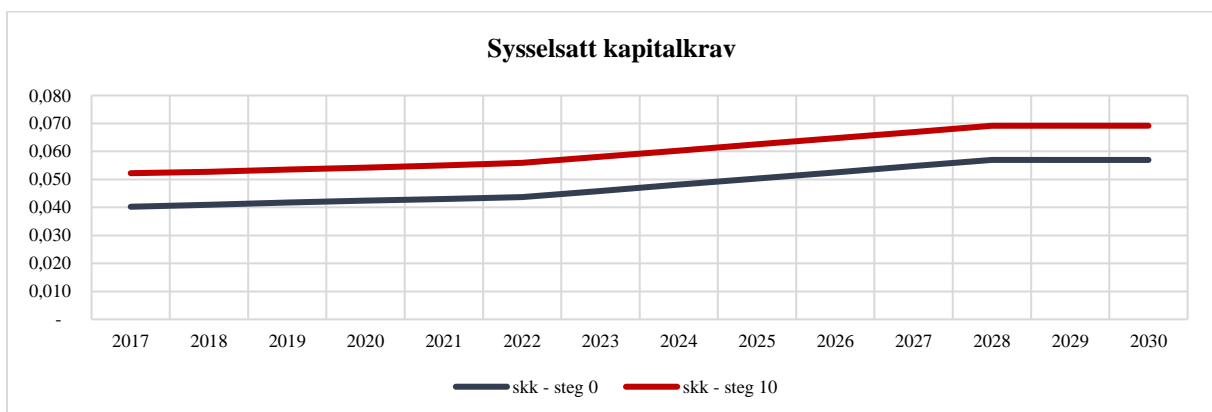
For å få et felles verdiestimat for alle de fundamentale verdsettelsesmetodene gjennomfører vi en konvergeringsprosess. I delkapittel 11.3 gjennomførte vi verdiestimeringen basert på budsjetterte vekter, men vi vil i det følgende gjennomføre estimeringen basert på verdivekter. Dette gjennomføres i flere steg, hvor avviket mellom metodene reduseres gjennom prosessen. I det første steget av konvergensens skal alle kravene vektet med verdiene fra det første verdiestimatet (Steg 0). De nye kravene benyttes så til å beregne et nytt verdiestimat for egenkapitalen. Dette gjennomføres helt til forskjellen mellom verdiestimatene er tilnærmet lik null (Knivsflå, 2017-15).

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metode	57824,6	58567,9	58609,5	58592,4	58593,6	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5
NDK-metode	74024,4	57102,5	58727,7	58580,8	58594,7	58593,4	58593,6	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5
SSK-metode	88413,1	56827,9	58749,5	58578,6	58594,9	58593,4	58593,6	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5
Gjennomsnitt	73420,7	57499,4	58695,6	58583,9	58594,4	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5	58593,5
Avvik i %	14,16 %	1,24 %	0,10 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,0000 %

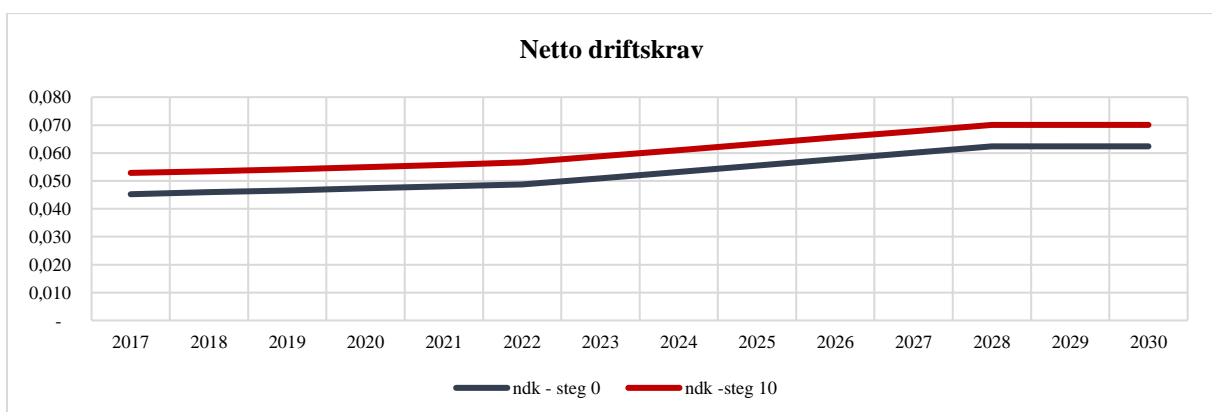
Tabell 11-5 Verdikonvergens av verdiestimatene etter EK-, NDK-, og SSK-metoden for Marine Harvest

Fra tabell 11-5 ser vi at avviket er på 14,16% etter steg 0, for deretter å synke til 1,24% etter steg 1. Allerede i steg 4 er avviket tilnærmet lik null, selv om en ser forskjell i tallverdiene for de ulike metodene. Vi velger derfor å gjennomføre 10 steg, for å forsikre oss om at verdiene faktisk har konvergere. Det endelige verdiestimatet etter konvergens er 130,18 NOK per aksje, med en markedsverdi på egenkapitalen på 58 593,5 millioner. Estimaten tar derimot ikke høyde for f.eks. konkurrisiko. Konkursrisikoen, samt andre usikkerhetsmomenter kommer vi tilbake til i delkapittel 11.4. I resterende del av dette delkapittelet vil vi ta for oss konvergeringen av kravene for egenkapitalen, netto driftskapital og sysselsatt kapital.

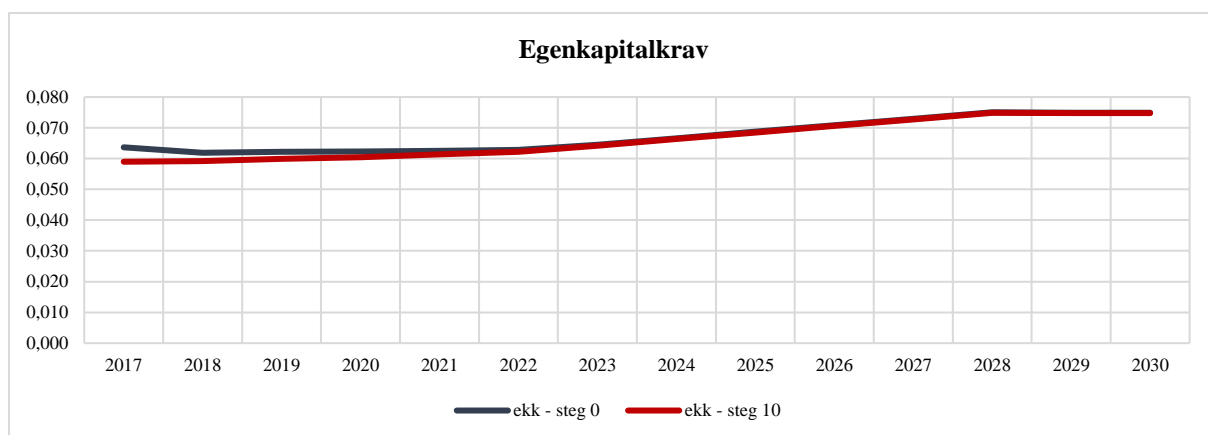
Vi kan lese av figurene 11-1 og 11-2 at både netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav beveger seg mot egenkapitalkravet. En ser dermed at argumentasjonen i kapittel 7.5 samstemmer med resultatene her. Av kravene er det sysselsatt kapitalkrav som får størst utslag i konvergeringsprosessen. Vi ser at egenkapitalkravet i figur 11-3 er tilnærmet lik verdien i steg 0, men med en liten forhøyning av kravene i starten av budsjettperioden. En kan dermed konkludere med at egenkapitalkravet er relativt korrekt predikert i budsjettperioden, mens netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav er satt for lave.



Figur 11-1 Konvergering av sysselsatt kapitalkrav for Marine Harvest



Figur 11-2 Konvergering av netto driftskrav for Marine Harvest



Figur 11-3 Konvergering av egenkapitalkrav for Marine Harvest

Risikoen for feil reduseres ved oppjusteringen av kravene, og vi kan ha mer tiltro til verdiestimatet enn ved steg 0. Det vil allikevel eksistere stor usikkerhet, noe som er årsaken til at vi i de følgende delkapitlene vil gjennomføre en analyse av usikkerheten ved verdiestimatet.

11.5 Analyse av usikkerhet

I verdsettelse av Marine Harvest har vi foretatt mange forutsetninger og basert deler av analysen på usikre tall. Punkttestimatet vårt er det vi mener er det mest sannsynlige scenarioet. I dette delkapittelet skal vi analysere usikkerheten ved verdiestimatet ved å se på konsekvensen av endringer i de viktigste driverne for verdien av selskapet. Vi vil estimere et intervall med sannsynlige verdier for driverne, og deretter gjennomføre en Monte Carlo-analyse ved hjelp av programmet Crystal Ball. Analysen benyttes for å avdekke konsekvensen av alternative scenarioer. Først vil vi estimere og justere det fundamentale verdiestimatet for konkursrisiko.

11.5.1 Konkursrisiko

En mangel ved den fundamentale verdsettelsen er at den ikke innregner risikoen for konkurs. Formelen som presenteres nedenfor benyttes for å justere for konkursrisikoen. I formelen multipliseres sannsynligheten for konkurs med verdien av selskapet, for deretter å trekke konkursrisikoen fra estimatet.

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * \text{Fundamental verdsettelse av EK} + p * \text{LVEK}$$

p = konkurssannsynlighet, LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapitalen

Ved bruk av denne formelen antar vi at verdien av selskapet ved konkurs er lik null. Kreditorerne tar som regel de resterende verdiene. Etter aksjeloven §1-2 kan ikke aksjonærene holdes ansvarlig og verdien kan dermed ikke gå under null. Kredittratingen til Marine Harvest er i fremtidsregnskapet er beregnet til å være A. Dette tilsvarer en beregnet konkurssannsynlighet på 0,1%. Den estimerte aksjekursen før konkurrisiko er 130,183 NOK.

$$\text{Verdiestimat} = (1-0,001) * 130,183 + 0,001*0 = 130,053$$

Etter å ha innregnet konkurrisiko i det fundamentale verdiestimatet får vi en estimert aksjekurs på 130,053 NOK.

11.5.2 Crystal ball

For å synliggjøre usikkerheten ved verdiestimatet på 130,053 NOK per aksje vil vi benytte tilleggsprogrammet Crystal Ball i Excel. Programmet gjennomfører en simulering hvor flere av verdidriverne endres samtidig. Dette innebærer at de blir gjort om til stokastiske variabler. Vi vil da få en sannsynlighetsfordeling av verdiestimatet fremfor et punktestimat, ved hjelp av en Monte Carlo-simulering.

Kritiske risikofaktorer

Alle budsjett- og verdidriverne vil være usikre. Følgelig burde en også gjøre alle driverne om til stokastiske verdier. Dette vil være veldig komplisert i praksis, og vi velger derfor å forenkle analysen til kun å ta for seg de viktigste driverne. Vi har valgt ut seks drivere vi mener er essensielle for den fremtidige verdien av Marine Harvest. Av disse er det tre driftsrelaterte drivere; driftsinntekstvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. Det vil være de driftsrelaterte driverne som vil påvirke verdiestimatet i størst grad. I tillegg har vi tre finansrelaterte drivere. Dette er; risikofri rente, egenkapitalbeta og markedets risikopremie, som alle vil ha innvirkning på kravet og dermed også kursestimatet.

I kapittel 9 utarbeidet vi fremtidsregnskapet, og presiserte her forutsetningen om lineær vekst mellom budsjettpunktene på kort-, mellomlang- og lang sikt. Ved simuleringen vil vi kun endre budsjettpunktene år 1, år 2, M (midtleddet) og T (terminalverdien). De andre årene vil også endres på grunn av den lineære tilnærmingen, og derav indirekte simuleres. Vi påpekte i delkapittel 9.4.1 at den historiske korrelasjonen mellom endring i laksepris og

driftsinntekstveksten var høy. Det samme vil gjelde for netto driftsmarginer. Følgelig vil vi ikke legge inn lakseprisen som en egen stokastisk variabel, da driftsinntekstveksten og netto driftsinntekter allerede er inkludert. Driftsinntekstveksten vil da, som i kapittel 9, være en variabel som hovedsakelig baserer seg på salgsvolum og laksepris.

Driftsinntektsvekst

I delkapittel 9.4.1 valgte vi å gå bort i fra den lineære fremskrivningsteknikken på kort og mellomlang sikt. Denne perioden ble estimert basert på forventet fremtidig laksepris gitt ved Fish Pool sine estimater (Fish Pool ASA, 2017b). Rasjonale bak dette var som tidligere nevnt begrensningene i volumvekst på kort sikt, grunnet produksjonsbegrensningene bransjen står overfor. Ved simuleringen vil vi gå tilbake til en lineær fremskrivningsteknikk for perioden 2018-2022. Historisk har driftsinntekstveksten vært svært volatil, med et standardavvik på 12,2%. Ettersom det historiske standardavviket virker urimelig velger vi å overstyre det. Bakgrunnen for dette er forankret i analysene rundt fremtidig laksepris, og forventningene til fremtidig produksjonsnivå. Vi forventer at veksten i større grad vil stabilisere seg, selv om markedet fremdeles vil svinge.

På kort sikt vil forventningene om fremtidig driftsinntekstvekst være mer pålitelig, og følgelig vil standardavviket fastsettes lavere enn på mellomlang sikt. For 2017 setter vi standardavviket til 2,0%, med en normalfordeling rundt forventningsverdien. For 2018 må estimatet på standardavvik være høyere, da dette er lengre frem i tid. Vi fastsetter her et standardavvik på 2,5% med normalfordeling. For midtleddet vil vi anta at det eksisterer større usikkerhet, og følgelig øker også størrelsen på standardavviket. Vi fastsetter standardavviket i midtleddet (2022) til 5%, og også her benyttes normalfordeling. På lang sikt har vi forutsatt i kapittel 9 en langsiktig nominell vekst på 3%. Denne er fastsatt med bakgrunn i veksten for verdensøkonomien, og det eksisterer følgelig stor usikkerhet rundt dette estimatet. Ved simulering vil vi her gå bort fra en normal sannsynlighetsfordeling, og heller benytte oss av en uniform sannsynlighetsfordeling. Vi vil ha en uniform sannsynlighetsfordeling mellom 2-4%. Bakgrunnen for intervallet er at veksten på lang sikt i større grad vil få med seg både opp- og nedturer i bransjen, og det er da rimelig å forvente en langsiktig driftsinntekstvekst som er et sted mellom den nominelle inflasjonen og veksten i verdensøkonomien. Standardavvikene i de ulike budsjettpunktene er presentert i sin helhet i tabell 11-6.

Budsjettpunkt	År	Forventet DIV	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	7 %	2 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	-3,50 %	2,50 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	2 %	5 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	3 %	U [2%;4%]	Uniformt fordelt

Tabell 11-6 Driftsinntekstvekst for Marine Harvest i de ulike budsjettpunktene

Netto driftsmargin

Akkurat som for driftsinntekstvekst vil netto driftsmargin i stor grad avhenge av den fremtidige lakseprisen, noe estimatene våre i kapittel 9 bærer preg av. Ved fastsettelsen av standardavvik ved simulering vil de samme forutsetningene om hva usikkerhet på kort, mellomlang- og lang sikt gjelde. For 2017 innebærer dette følgelig at standardavviket her fastsettes til det historiske standardavviket. Årsaken er at den historiske verdien på standardavviket virker mye mindre urimelig enn det tilfellet var med driftsinntekstveksten. Dermed anser vi det historiske standardavviket for å være et godt estimat. For 2018 justerer vi standardavviket opp til 4,5%, mens vi i midtleddet øker det til 6%. På lang sikt antar vi at netto driftsmargin stabiliserer seg i større grad. Vi fastsetter derfor standardavviket i terminalleddet til 15% av forventningsverdien. Dette tilsvarer et standardavvik som er tilnærmet lik 1,5%, som vi ser av tabell 11-7.

Budsjettpunkt	År	Forventet NDM	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	18,0 %	4,11%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	12,0 %	4,50 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	9,5 %	6,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	10,5 %	1,50 %	Normalfordelt

Tabell 11-7 Netto driftsmargin for Marine Harvest i de ulike budsjettpunktene

Omløpshastighet til netto driftseiendeler

Det historiske standardavviket for omløpshastigheten til netto driftseiendeler har vært på 10,9%. Dette anser vi som noe høyt på kort sikt, da standardavviket til omløpshastigheten for netto driftseiendeler har vært så lav som 2,87% de siste fire årene. En kan her trekke paralleller til utviklingen i selskapet gjennom analyseperioden, hvor selskapet har utviklet seg til å dekke hele verdikjeden. Vi vil derfor vektlegge de siste fire årene tyngre, da dette gjenspeiler selskapet slik som det er i dag. For 2017 setter vi følgelig et standardavvik på 5%, for så å justere dette til 5,5% i 2018. På mellomlang sikt vil standardavviket fastsettes til 10%, altså tilnærmet lik det historiske. Her vil risikoen være større, og følgelig kan det historiske standardavviket være et godt estimat. På lang sikt eksisterer det også høy usikkerhet rundt

forventet omløpshastighet til netto driftseiendeler, da vi kun valgte å sette den lik bransjen i delkapittel 9.4.2 i mangelen på bedre estimater. Vi fastsetter derfor også her standardavviket til 10%, som presentert i tabell 11-8. Ved fastsettelsen av standardavvik vil forutsetningene om størrelsesorden på kort-, mellomlang-, og lang sikt gjelde.

Budsjettpunkt	År	Forventet ONDE	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	1,318	5 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	1,25	5,50 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	1,15	10 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	1,286	10 %	Normalfordelt

Tabell 11-8 Omløpshastighet til netto driftseiendeler for Marine Harvest i de ulike budsjettpunktene

Øvrige kritiske risikofaktorer

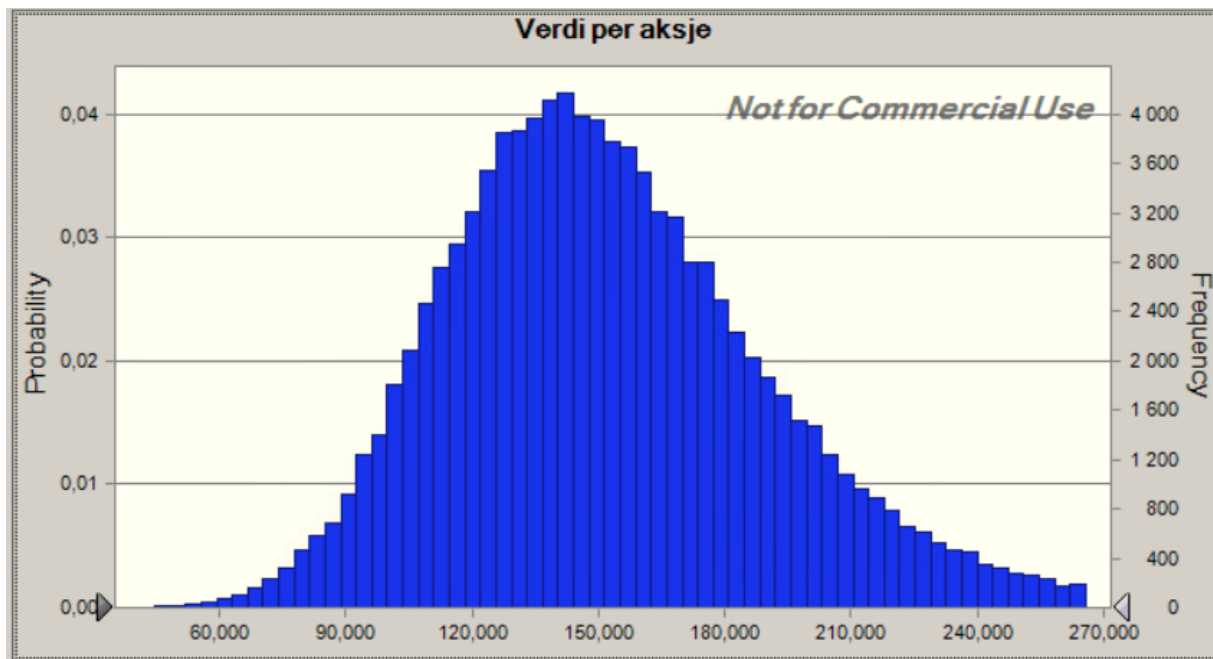
De resterende driverne er; risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta, som er presentert i tabell 11-9. Egenkapitalbetaen er den justerte betaverdien fra kapittel 7, og standardavviket fastsettes til avviket i analyseperioden. For de andre to driverne har vi benyttet en uniform fordeling, da vi mener det er mest sannsynlig at verdien vil ligge innenfor det gitte intervallet.

Øvrige kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Langsiktig nominell risikofri rente	3,30%	U [2%;4%]	Uniformt fordelt
Markedsrisikopremie	4,80%	U [4%;6%]	Uniformt fordelt
Egenkapitalbeta	1,05	7 %	Normalfordelt

Tabell 11-9 Øvrige risikofaktorer for Marine Harvest

Simuleringsanalyse

Vi er nå i stand til å gjennomføre selve Monte Carlo-analysen ved hjelp av tilleggsprogrammet Crystal Ball. Ved gjennomføringen av analysen benytter vi de tidligere definerte variablene og sannsynlighetsfordelingene. Vi benytter oss av 100 000 trekninger, samtidig som vi begrenser verdiestimatet til intervallet [0,270]. Dette for å forhindre potensielle ekstremverdier. Nedre grense settes til 0 for å unngå konkurrisikoen, mens øvre grense fastsettes basert på skjønn.



Figur 11-4 Monte Carlo-simulering av verdiestimatet til Marine Harvest per aksje i NOK

Statistikk	Prediksjonsverdi	Statistikk	Prediksjonsverdi
Base Case	130,053	Skewness	0,80
Mean	153,279	Kurtois	4,44
Median	148,637	Coeff.of Vaiation	0,2621
Std.dev	40,17	Min	30,921
Variance	1613,636	Max	488,615

Tabell 11-10 Statistisk data fra Monte Carlo-analysen

Ut ifra Monte Carlo-analysen kan vi lese at gjennomsnittlig aksjeverdi er noe høyere enn den verdien vi har predikert. Figur 11-4 er relativt normalfordelt, men virker å ha en høyreforskyvning av halen. Ved komplett normalfordistribusjon ville skewness vært lik 0, noe vi ser av tabell 11-10 at den ikke er. Verdien sentrerer seg rundt et estimat mellom 110 NOK per aksje og 180 NOK per aksje.

Forklaring av usikkerheten i simuleringen

Crystal Ball-analysen kan også gi innblikk i hvilke drivere som påvirker verdiestimatet i størst grad. Dette illustreres ved hjelp av tabell 11-11.

BUDSJETTARIABLER	
Netto driftsmargin i budsjettpunkt T	27,9 %
Driftsinntekstvekst i budsjettpunkt T	24,1 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt M	15,6 %
Langsiktig risikofri rente	14,5 %
Egenkapitalbeta	10,5 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 2	3,40 %
Omløpshastighet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt T	1,70 %
Driftsinntekstvekst i budsjettpunkt 2	1,60 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 1	0,60 %
Driftsinntekstvekst i budsjettpunkt 1	0,30 %
Driftsinntekstvekst i budsjettpunkt M	0,10 %
Omløpshastighet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt M	0,06 %
Omløpshastighet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 2	0,05 %
Markedets risikopremie	0,03 %
Omløpshastighet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 1	0,00 %

Tabell 11-11 Kontribusjon til variansen for hver enkelt budsjettvariabel

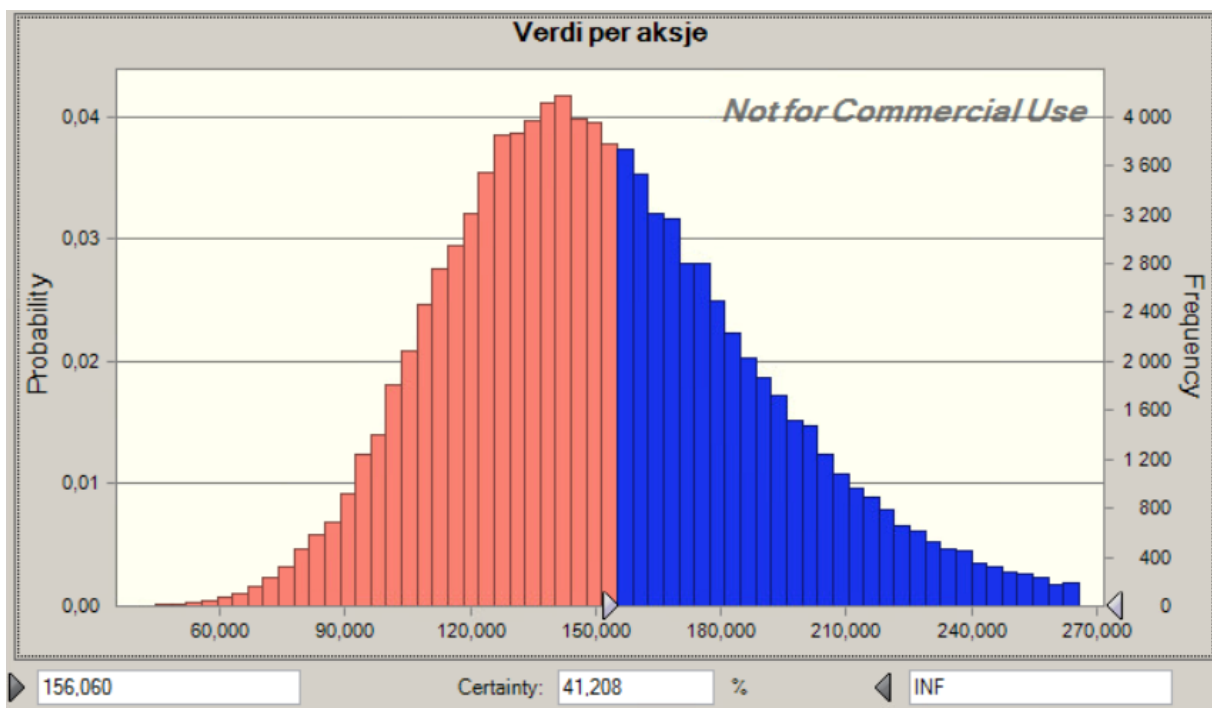
Av tabell 11-11 kan vi se at det er budsjettvariablene i terminalleddet som vil påvirke verdien i størst grad. Dette kan ses i sammenheng med drøftelsen tidligere i kapittelet, hvor vi stadfestet at horisontverdien utgjør mer enn 50% av verdiestimatet. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler både på kort-, mellomlang- og lang sikt påvirker verdiestimatet i liten grad. Budsjettvariabelen som påvirker verdiestimatet i størst grad er netto driftsmargin i terminalleddet. Kombinert med budsjettvariabelen for netto driftsmargin på mellomlang sikt utgjør de 43,5% av variansen. En liten endring i variabelen i «steady state» eller på mellomlang sikt vil føre til et betydelig skift i verdiestimatet, og det vil derfor være viktig for selskapet å beholde marginene på et høyt nivå.

Driveren som påvirker verdiestimatet nest mest er driftsinntekstvekst i terminalleddet. Dette er også forventet, da vi forutså i delkapittel 9.4.1 at driftsinntekstveksten ville påvirke verdiestimatet i stor grad. Driftsinntekstvekst utgjør 24,1% av variansen. Langsiktig nominell risikofri rente og egenkapitalbeta påvirker henholdsvis verdiestimatet i tredje og fjerde største grad. Dette er kravdrivere, og ikke driftsdrivere. Vi ser at utslaget for risikofri rente er på 14,5%, mens det for egenkapitalbetaen er på 10,5%. De finansielle driverne påvirker verdiestimatet ved å endre egenkapitalkravet direkte.

Oppsidepotensial og nedsiderisiko

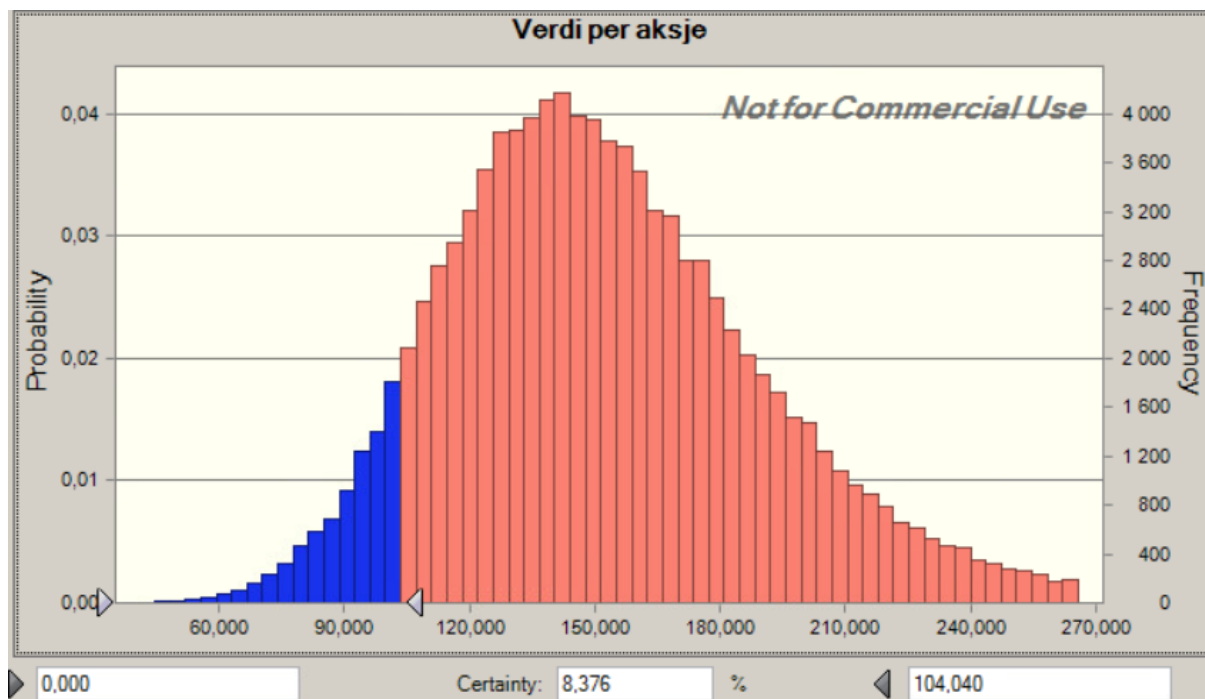
Ved å benytte resultatene fra Monte Carlo-analysen kan vi finne oppsidepotensialet og nedsiderisikoen for selskapet. Her vil vi definere oppsidepotensialet som 20% høyere enn aksjeverdien og oppover, og nedsidepotensialet som 80% av aksjeverdien og nedover. Vi fastsatte aksjeverdien i delkapittel 11.5.1 på 130,053 NOK per aksje.

Det første vi tar for oss er oppsidepotensialet. Nedre grense fastsettes her til 156,06 NOK per aksje, og oppsidepotensialet er følgelig 41,2% (Figur 11-5). Det er med andre ord middels stor sannsynlighet for en oppside i aksjeverdien.



Figur 11-5 Oppsidepotensial for Marine Harvest ved Monte Carlo-analyse

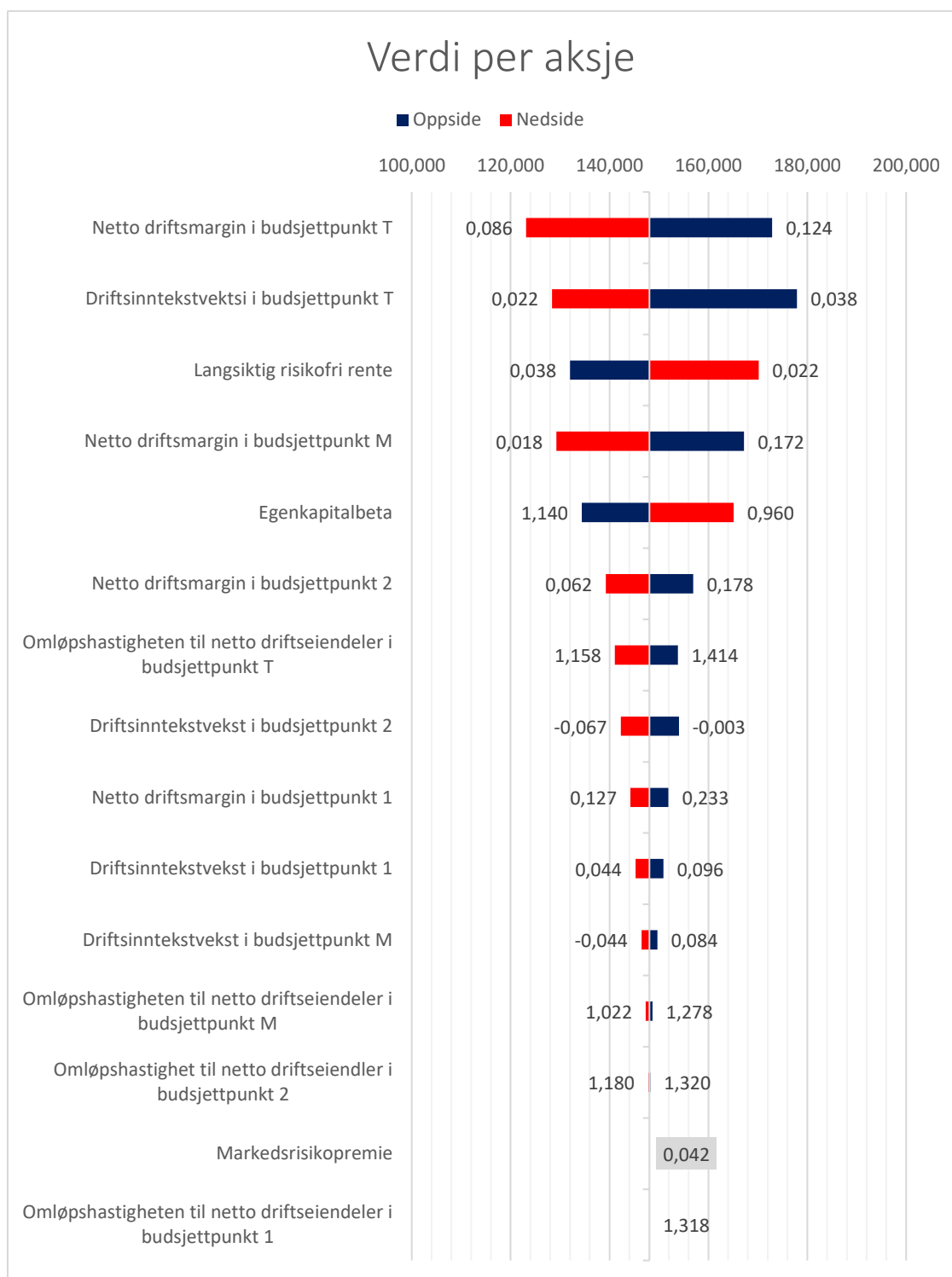
For nedsiderisikoen fastsettes øvre grense på 104,04 NOK per aksje. I henhold til figur 11-6 er det kun 8,37% sannsynlig at aksjeverdien er lavere enn 104,04 NOK per aksje. Det er dermed lav sannsynlighet for at aksjeverdien er lavere enn den nedre grensen.



Figur 11-6 Nedsiderisiko for Marine Harvest ved hjelp av Monte Carlo-analyse

Tornadoanalyse

For å oppsummere hvilken effekt de ulike budsjettdriverne har på verdiestimatet i Monte Carlo-analysen presenteres resultatene i en tornadoanalyse i figur 11-7. Nedsiden er presentert ved rød farge, mens oppsiden er presentert ved blå farge. Det er viktig å presisere at dette er nedsiden i faktoren. Det vil si at nedsiden til risikofri rente er en lavere rente. Dette vil, som vi ser i figur 11-7, føre til en høyere aksjekurs og er dermed ikke en nedside for selskapet.



Figur 11-7 Effekten budsjettdriverne har på verdiestimatet illustrert ved en tornadoanalyse

Det kan virke noe rart at markedsrisikopremien har liten innvirkning på verdiestimatet. Dette kan skyldes at markedsrisikopremien, som er med på å bestemme egenkapitalkravet, i stor grad korrelerer med egenkapitalbetaen. Innenfor det intervallet vi har fastsatt her vil følgelig ikke verdien svinge mye, da standardavviket er satt lavt. Egenkapitalbetaen vil derimot svinge

mye på grunn av et relativt sett høyt standardavvik, og egenkapitalkravet påvirkes dermed indirekte av markedsrisikopremien da disse multipliseres ved fastsettelsen av kravet.

Oppsummering simuleringsanalyse

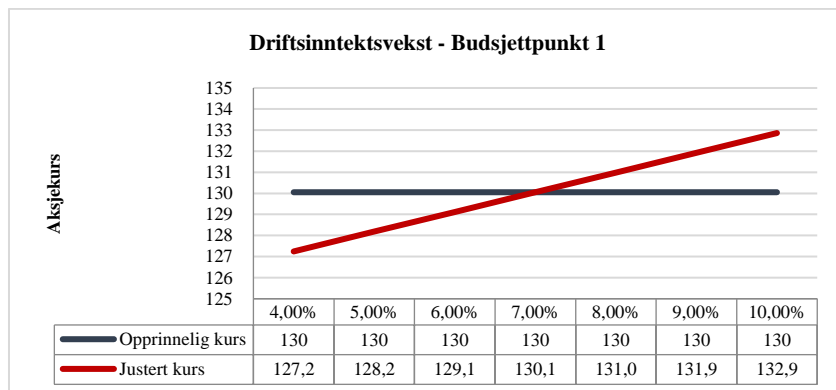
Monte Carlo-analysen gjør at vi nå er i stand til å fastslå usikkerheten rundt verdiesestimater fra den fundamentale analysen. Funnene forteller oss at små endringer i flere av driverne vil kunne påvirke verdiesestimater i stor grad. Dette gjelder spesielt for budsjettvariablene driftsinntekstvekst og netto driftsmargin i terminalleddet. Vi fant også ut at oppsidepotensialet og nedsiderisikoen var svært forskjellig. Dette kan ses i sammenheng med det noe konservative verdiesimulatet vårt på 130,053 NOK per aksje. Til sammenligning var børskursen per 31.12.16 på 155,7 NOK per aksje. I figur 11-4 illustreres dette ved høyrevridningen av modellen vår. Årsaken til vridningen skyldes at nedsiden ved renten og markedsrisikopremien er lavere enn oppsiden. De andre budsjettvariablene er enten normalfordelt, eller uniformt fordelt med en like stor oppside som nedside. Vi har ved vårt opprinnelige verdiesimulat satt den langsiktige nominelle risikofrie renten på sikt til 3,3% og markedsrisikopremien til 4,8%. Intervallene vi har valgt ved uniformfordelingen for disse budsjettvariablene har dermed mye å si for at forventningsverdien er 153,28 NOK. En ser dermed også at verdien er mer i tråd med det markedet mente per 31.12.2016, selv om dette ikke er et mål i seg selv for simuleringsanalysen. Det er derfor viktig å påpeke at oppsettet er svært sensitiv for inputvariabler, og følgelig også hvilke standardavvik vi har valgt å fastsette for de ulike budsjettvariablene.

11.5.3 Utvidet sensitivitetsanalyse

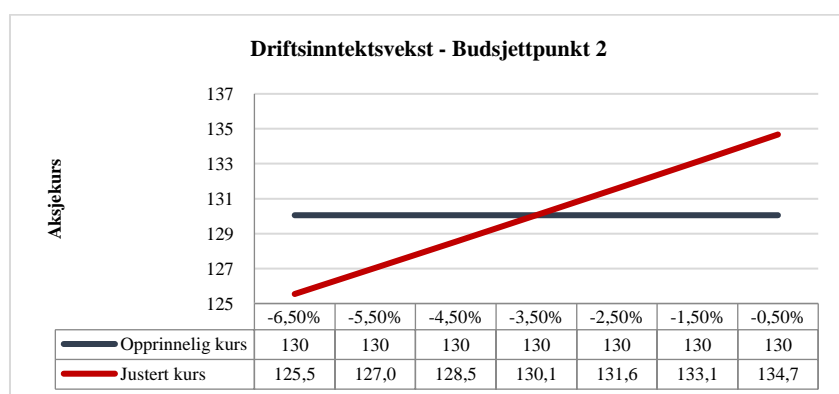
Ved hjelp av Monte Carlo-analysen har vi tilegnet oss innsikt i hvilke budsjett drivere verdiesimulatet er mest sensitive overfor. I den utvidede sensitivitetsanalysen vil vi gå nærmere inn på de viktigste driverne og deres tilhørende budsjett punkter. Ved å holde alle andre drivere konstante og kun variere en driver i ett budsjett punkt, vil vi isolere effekten av endringer i driveren ved dette budsjett punktet. I grafene til sensitivitetsanalysen er alternative verdier til driveren på x-aksen og tilsvarende justert aksjekurs på y-aksen. I den utvidede sensitivitetsanalysen vil vi gjøre en analyse av budsjett driverne; driftsinntekstvekst, netto driftsmargin og egenkapitalbeta.

Driftsinntektsvekst

I fremtidsregnskapet satt vi driftsinntektsveksten ganske høy i 2017 og ganske lav i 2018. Vi ser av figur 11-8 og figur 11-9 at selv små endringer i analysen i kapittel 9 ville fått konsekvenser for den estimerte aksjekursen.



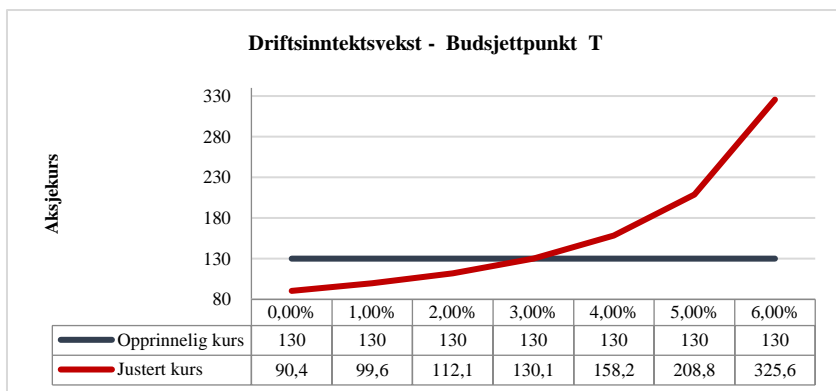
Figur 11-8 Utvidet sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst ved budsjettpunkt 1



Figur 11-9 Utvidet sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst ved budsjettpunkt 2

Dersom vår hypotese om reduksjon i driftsinntektene ikke er riktig, og de blir stående på en endring på tilsvarende 0%, vil dette endre estimatet på aksjekursen vår fra 130 kroner til nærmere 135. Vi er overbevist om at driftsinntektene i 2018 ikke kan vokse videre etter 2017, og vi står fast ved estimatet. Ettersom vi valgte å bryte med rammeverket ved å sette driftsinntektsveksten frem til 2020 manuelt så har vi ikke beregnet et budsjettpunkt M, og derfor har vi heller ikke en sensitivitetsanalyse av dette budsjettpunktet.

Da vi bestemte driftsinntektsveksten på lang sikt visste vi at denne kom til å ha stor påvirkning på det endelige verdiestimatet.

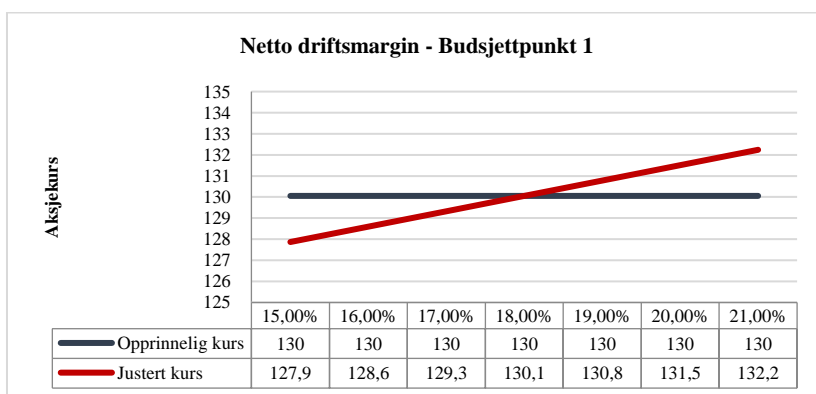


Figur 11-10 Utvidet sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst ved terminalleddet

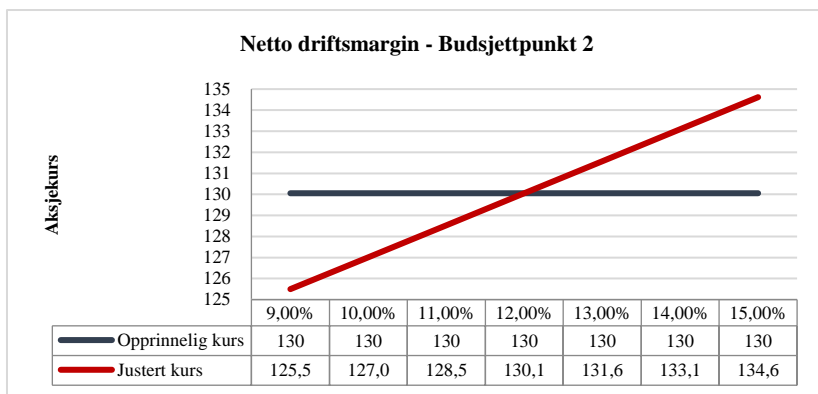
Driftsinntektsveksten i terminalleddet er den nest viktigste budsjettdriveren og står for 24,1% av variansen. Som vi ser av figur 11-10 vil en høyere driftsinntektsvekst føre til et eksponentielt høyere verdiestimat. Den eksponentielle veksten kommer av at det er en vekstfaktor, og små endringer har derav stor effekt på horisontverdien. Selv en liten endring fra 3% vekst i terminalleddet til 4% vil gi en aksjepris på 158,2 kr. På bakgrunn av de forutsetningene og valgene vi har foretatt, mener vi fortsatt at 3% er et godt estimat på hva driftsinntektsveksten vil være på lang sikt.

Netto driftsmargin

Ettersom netto driftsmargin ikke er en vekstverdi slik som driftsinntektsvekst forventer vi lav sensitivitet ved de første budsjettpunktene, men høyere ved mellomlang- og lang sikt. I figur 11-11 og figur 11-12 ser vi at netto driftsmargin de to første årene ikke har stor innvirkning på det endelige verdiestimatet.

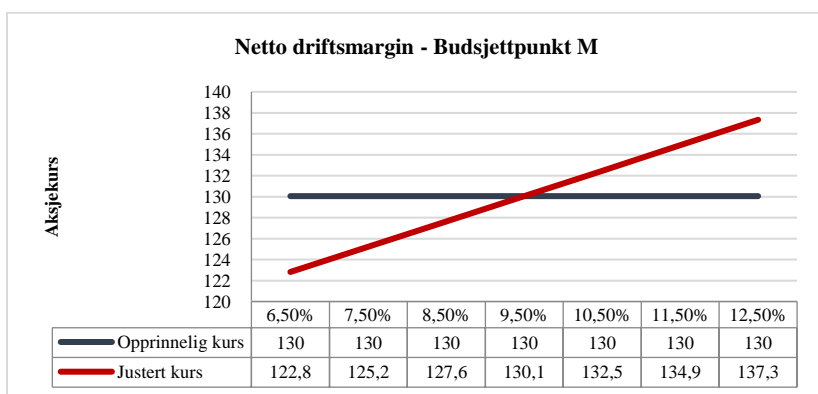


Figur 11-11 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt 1



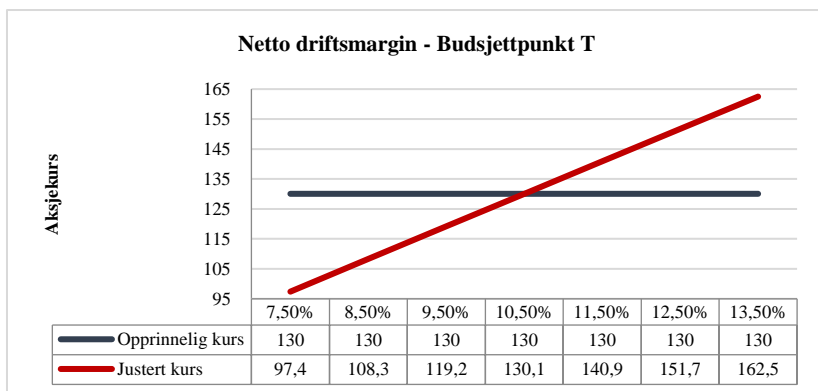
Figur 11-12 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt 2

I vår analyse av Marine Harvest valgte vi å sette netto driftsmargin litt ned på mellomlang sikt. Vi kan se av figur 11-13 at det ikke hadde veldig stor konsekvens for verdiestimatet. Hadde vi satt netto driftsmargin tilsvarende som i terminalleddet ville ikke verdiestimatet økt mer enn 1-2%.



Figur 11-13 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt 1

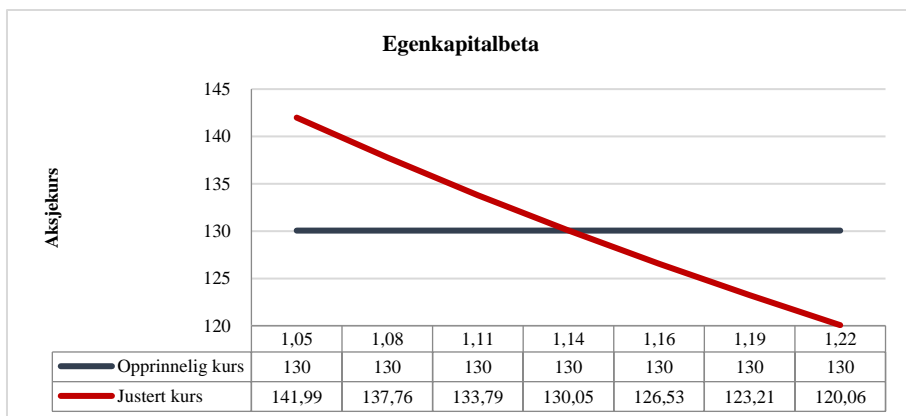
Netto driftsmargin på lang sikt er derimot meget avgjørende for verdiestimatet. Dette forutså vi da vi satt driveren til 10,5% på lang sikt. Av figur 11-14 ser vi at en netto driftsmargin på 7,5%, som er vanlig i mange bransjer, ville ledet til at verdiestimatet falt under 100 NOK per aksje. Netto driftsmargin i terminalleddet bidrar til 27,9% av variansen i verdsettelsen. Det er denne driveren verdien til Marine Harvest er mest sensitiv overfor. Det viser hvor viktig det er for Marine Harvest å vedlikeholde en høy netto driftsmargin, og hvor viktig det er for oss å estimere den riktig ved verdsettelse av selskapet.



Figur 11-14 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i terminalleddet

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen står for 10,5% av variansen i verdiestimatet. Egenkapitalbetaen representerer den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til et selskap. Det er av denne grunnen naturlig at små endringer i risikoen vil føre til store endringer i verdiestimatet. I figur 11-15 ser vi at en økning fra 1,14 til 1,22 i egenkapitalbetaen fører til en reduksjon i aksjekursen på 10 NOK. I vår verdsettelse av Marine Harvest har vi brukt mye tid på beregning av egenkapitalbeta. Den utvidede sensitivitetsanalysen av egenkapitalbetaen viser at det var et viktig element i verdsettelsen.



Figur 11-15 Utvidet sensitivitetsanalyse av budsjettdriveren egenkapitalbeta

11.6 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

Etter å ha gjennomført en sensitivitetsanalyse ved en Monte Carlo-analyse og en utvidet sensitivitetsanalyse ser vi at små endringer i inputverdiene vil gi store konsekvenser for verdiestimatet. Monte Carlo-analysen viste oss en mye større oppside enn nedside. Dette kommer av at vi satt variansen i risikofri rente til å ha en større sannsynlighet for lavere risikofri rente enn høyere. Den utvidede sensitivitetsanalysen illustrerte mange av hypotesene vi hadde rundt sensitiviteten til visse budsjett drivere, som netto driftsmargin- og driftsinntektsveksten i terminalleddet.

Vi velger å gå videre i oppgaven med det justerte verdiestimatet på 130,053 NOK.

12 Komparativ verdsettelse

Den komparativ verdsettelse vil benyttes som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Vi har valgt å bruke multiplikatormodellen ettersom vi mener at denne, kombinert med en fundamental verdsettelse, egner seg godt i den fasen av livssyklusen Marine Harvest er i. Den komparative verdsettelsen vil fungere som en robusthetstest av analysene vi gjør i den fundamentale verdsettelsen.

Ved bruk av multiplikatormodellen bruker vi multiplikatorer beregnet på bakgrunn av de komparative selskapenes aksjepris, balanse- og resultatverdier (Damodaran, 2012). Multiplikatorene anvender vi på Marine Harvest sine resultat- og balanseposter, og vi får et estimat på aksjepris. Denne verdsettelsesmetoden skiller seg fra den fundamentale ettersom den benytter markedets prisingsmekanismer.

Multiplikatormodellen er blitt kritisert for at den har et veldig kortsiktig fokus. Selskap med verdier i fremtidige kontantstrømmer er vanskelige å verdsette ved denne metoden (Kaldestad & Møller, 2016). En annen svakhet ved modellen er at den er veldig åpen for manipulasjon. Ved valg av multiplikatorer og komparative selskaper kan du i stor påvirkning verdierestimatet. Det er derimot slik at de fleste verdsettelsesmetoder, inkludert den fundamentale, er enkle å manipulere.

I kombinasjon med en fundamental verdsettelse er ikke nødvendigvis et kortsiktig fokus negativt. Vi har heller ingen insentiver til å manipulere verdsettelsen, og bruken av en komparativ verdsettelsesmodell vil derfor ikke svekke kredibiliteten til verdierestimatet. Ettersom multiplikatormodellen er enkel å gjennomføre mener vi den passer godt som en supplerende modell til den fundamentale verdsettelsen.

12.1 Valg av komparative selskap

Ettersom multiplikatormodellen er en komparativ verdsettelsesmodell er valg av komparative selskaper veldig avgjørende (Kaldestad & Møller, 2016). Ulempen ved komparative verdsettelse er at det er vanskelig å finne gode komparative selskaper. Ved valg av komparative selskaper velger vi å inkludere de samme selskapene som i den fundamentale verdsettelsen. Cermaq er heller ikke inkludert i denne analysen, da en viktig forutsetning for

å bruke multiplikatormodellen er at selskapene handles på børs. De komparative selskapene er dermed SalMar, Lerøy og Grieg.

12.2 Multiplikatorer

Multiplikatormodellen deles inn i to forskjellige metoder. Egenkapitalen kan utarbeides indirekte eller direkte. Den direkte metoden kalles egenkapitalmetoden. Her anvendes multiplikatorer direkte på en basis for å finne verdien av egenkapitalen i selskapet. Ved bruk av selskapskapitalmetoden, som er den indirekte metoden, anvendes multiplikatorene på en basis fratrukket gjelden.

*Egenkapitalmetoden: $VEK = m_k * basis$*

$VEK = \text{verdien til egenkapitalen}, m_k = \text{multiplikatoren}$

*Selskapskapitalmetoden: $VEK = m_k * basis - gjeld$*

Valg av metode vil variere mellom de forskjellige multiplikatorene.

Når vi bruker multiplikatormodellen vil vi utarbeide multiplikatorer i bransjen. Vi vil bruke de omgrupperte og normaliserte resultatene og balansene. Multiplikatorene utarbeides for hver enkelt bedrift. Bransjemultiplikatorene vil være en kombinasjon av et vektet og et uvektet gjennomsnitt i bransjen. De utarbeidede multiplikatorene anvendes videre på Marine Harvest sitt omgrupperte og normaliserte resultat og balanse, for å beregne en aksjeverdi. Vi ser det også hensiktsmessig å beregne de implisitte multiplikatorene til Marine Harvest. Det er multiplikatorene vi får når vi benytter selskapsverdien vi beregnet i den fundamentale verdsettelsen.

De implisitte multiplikatorene, sammenlignet med multiplikatorene beregnet i bransjen, vil gi oss et mer direkte sammenligningsgrunnlag mellom den fundamentale og komparative verdsettelsen.

Vi har også benyttet oss av en Bloomberg terminal for å finne multiplikatorene i markedet etter at regnskapet for 4. kvartal 2016 ble sluppet. Denne markedskonsensusen ligger til grunn for aksjekursen på dette tidspunktet. Multiplikatorene vi har hentet er beregnet på et annet grunnlag og kan dermed ikke brukes direkte i verdsettelsen. Vi kan derimot sammenlikne

multiplikatorene enkeltvis for å se hvor våre multiplikatorer skiller seg mest ut fra konsensusen i markedet og dermed hvor vi har gjort andre vurderinger i omgruppering og normaliseringen enn markedet (Appendix 17.3).

Ved beregning av bransjemultiplikatorene har vi benyttet en vekting basert på driftsinntekter, som i tabell 6-1. I tillegg har vi beregnet et rent gjennomsnitt av de tre aktørene i bransjen. Den endelige multiplikatoren vi benytter i verdsettelsen er et snitt av det vektete gjennomsnittet og det rene gjennomsnittet. Dette for å ta hensyn til både størrelsesforskjellene blant selskapene, samt egenverdien til multiplikatorene i hvert selskap.

Vi har valgt å benytte fem klassiske multiplikatorer; pris/salg, pris/fortjeneste, EV/EBIT, EV/EBITDA og pris/bok. I tillegg har vi konstruert en laksemultiplikator som baserer seg på EV over produsert volum i tonn.

12.2.1 Pris/Salg-multiplikator

Den første multiplikatoren vi skal se på er forholdet mellom pris per aksje og driftsinntekter per aksje. Dette er en egenkapitalmultiplikator, og følgelig benytter vi oss av egenkapitalmodellen ved komparativ verdsettelse. Metoden har derimot vært kritisert for ikke å ta hensyn til finansieringsstrukturen til selskapet, noe som øker risikoen for feil ved verdierestimatet (Dyrnes, 2004).

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Driftsinntekter}}$$

P = pris, S = salg, EK = egenkapital

Ved å benytte Yahoo Finance har vi funnet markedsverdien til aksjene per 31.12, vist i tabell 12-1 (Yahoo Finance, 2017a). Driftsinntektene er hentet fra det omgrupperte og normaliserte resultatregnskapet. Som vi nevnte i kapittel 5 inngår alle inntekter i driftsinntektsposten, slik at en reelt sett kan omtale posten som salgsinntekter. For å unngå forvirring på tvers av verdsettelsesmetodene velger vi å benytte driftsinntekter også her.

	MARINE HARVEST	SALMAR	LERØY	GRIEG
Aksjekurs 31.12.2016	155,70	258,10	481,10	81,70
Antall aksjer	450 085 652	113 299 999	59 577 368	111 662 000
Netto driftskapital	26 477	7 530	15 279	4 387
Netto finansiell gjeld	12 101	2 364	-14 524	1 633
Minoritetsinteresser	8	82	935	56
MARKEDSVVERDI (i 1000)	70 078 336,02	29 242 729,74	28 662 671,74	9 122 785,40

Tabell 12-1 Markedsverdi til Marine Harvest og de komparative selskapene per 31.12.2016

P/S	Marine Harvest	SALMAR	LERØY	GRIEG	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	70 078	29 243	28 663	9 123			
Driftsinntekter	32 609	9 030	17 269	6 604			
P/S	2,15	3,24	1,66	1,38	2,04	2,09	1,80
P/S	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat				
Multiplikator	2,04	2,09	2,07				
Driftsinntekter	32 609	32 609	32 609				
Markedsverdi EK	66 431	68 259	67 345				
Aksjer	450 085 652	450 085 652	450 085 652				
Aksjekurs	147,60	151,66	149,63				

Tabell 12-2 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på P/S-multiplikator. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.

Tabell 12-2 viser at Marine Harvest har en høyere P/S-multiplikator enn bransjen. Årsaken til dette er de lave multiplikatorene hos henholdsvis Lerøy og Grieg. SalMar trekker derimot i motsatt retning, med en multiplikator som er mer enn dobbelt så høy som Lerøy. Resultatet blir at bransjemultiplikatoren ikke blir veldig forskjellig fra Marine Harvest. For selskapet ser vi også at den implisitte multiplikatoren er en del lavere enn funnet ved komparativ verdsettelse. Dette indikerer at verdiestimatet ved fundamental verdsettelse er lavere enn hva aksjekursen var per 30.12.2016. Verdiestimatet ved bruk av P/S-multiplikator er 149,63 NOK per aksje. Estimatet vil kunne variere veldig basert på hva aksjekursen er på måletidspunktet. På grunn av denne usikkerheten supplerer vi med analyser av flere multiplikatorer.

12.2.2 Pris/Fortjeneste-multiplikator (P/E)

Den neste multiplikatoren vi skal ta for oss er forholdet mellom pris per aksje og fortjeneste per aksje. Pris/fortjeneste-multiplikatoren gir et godt bilde over hvor stor kontantstrømmen er til egenkapitalen. I henhold til Kaldestad og Møller er problemet med metoden at den ignorerer faktorer som forskjeller i risiko og kapitalstruktur, og følgelig burde den kun benyttes som en sekundær multipl (Kaldestad & Møller, 2016). Det vil, som for pris/salg-

multiplikatoren, også her dreie seg om en egenkapitalmultiplikator, da vi beregner forholdstallet basert på en egenkapitalverdi.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

P = pris, E = earnings, EK = egenkapital

P/E	Marine Harvest	SALMAR	LERØY	GRIEG	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	70 078	29 243	28 663	9 123			
Resultat etter skatt	2 831	1 222	1 986	715			
P/E	24,76	23,92	14,43	12,77	16,70	17,04	20,70
P/E	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat				
Multiplikator	16,70	17,04	16,87				
Resultat etter skatt	2 831	2 831	2 831				
Markedsverdi EK	47 281	48 238	47 760				
Aksjer	450 085 652	450 085 652	450 085 652				
Aksjekurs	105,05	107,17	106,11				

Tabell 12-3 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på P/E. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.

Vi ser av tabell 12-3 at verdien til P/E-multiplikator for bransjen er lavere enn for Marine Harvest. Selskapet har en multiplikator på 24,76, mens bransjen har et vektet snitt på 16,7. Dette blir utslagsgivende for verdiestimatet på aksjekursen. Årsaken til avviket er igjen en mye lavere multiplikatorverdi for selskapene Lerøy og Grieg. Vi ser også at SalMar er lavere enn Marine Harvest, selv om multiplikatoren er en del nærmere enn for de andre bransjedeltakerne.

En P/E-verdi på 24,76 betegnes som meget høyt. Gjennom de siste 10 årene har P/E gjennomsnittlig ligget på 11 på Oslo Børs (NA24, 2016). Rentenivået har stor påvirkning på P/E, noe som gjenspeiles ved at den gjennomsnittlige P/E-verdien på Oslo Børs nå nærmer seg 16 (NA24, 2017). Årsaken til at vår beregnede P/E er høy skyldes lavere fortjeneste etter omgrupperingen og normaliseringen av resultatet, enn det markedet legger til grunn. Dette har vi gjennomført likt for alle selskapene i vår fundamentale analyse, og multiplikatorene for de komparative selskapene anvendes dermed på et tilsvarende lavt resultat. Vi mener dermed at det er riktig å benytte den multiplikatoren vi har beregnet, ettersom den kun benyttes som forholdstall.

Vi ser at den implisitte multiplikatoren igjen er høyere enn den eksplisitte, noe som innebærer at verdiesimatet i den fundamentale verdivurderingen er høyere enn verdiesimatet vi oppnår her. Verdiesimatet er i henhold til P/E-multiplikatoren 106,11 per 31.12.2016.

12.2.3 EV/EBIT-multiplikator

En EV/EBIT-multiplikator viser oss forholdet mellom totalverdien til selskapet, markedsverdien til egenkapitalen og netto rentebærende gjeld, og driftsinntektene. I likhet med de to tidligere beregnede multiplikatorene antar metoden at risikoen er lik i selskapene som sammenlignes og selskapet som verdsettes (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden gir allikevel innsikt i hva den enkelte investor vil være villig til å betale for selskapene i bransjen.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

EV = enterprise value, EBIT = earnings before interest and taxes, EK = egenkapital

I motsetning til P/S- og P/E-multiplikatorene er EV/EBIT en selskapsmultiplikator. Følgelig benytter vi oss her av selskapsmodellen ved komparativ analyse.

EV/EBIT	Marine Harvest	SALMAR	LERØY	GRIEG	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	70 078,34	29 242,73	28 662,67	9 122,79			
Bokført NFG	12 101	2 364	14 524	1 633			
EV	82 179	31 607	43 187	10 756			
EBIT	6 252	2 432	2 843	1 161			
EV/EBITDA	13,14	13,00	15,19	9,27	13,40	12,49	11,31
EV/EBIT	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiesimat				
Multiplikator	13,40	12,49	12,94				
EBIT	6 252	6 252	6 252				
EV	83 778	78 058	80 918				
Bokført NFG	12 101	12 101	12 101				
Markedsverdi EK	71 677	65 957	68 817				
Aksjer	450 085 652	450 085 652	450 085 652				
Aksjekurs	159,25	146,54	152,90				

Tabell 12-4 Verdiesimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på EV/EBIT. Verdiesimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.

Av tabell 12-4 ser vi at den verdivektede multiplikatoren er høyere for bransjen enn for Marine Harvest. Dette leder til at den vektete gjennomsnittlige kursen er høyere enn aksjekursen. Grunnet vektingen ved beregningen av verdierestimatet blir allikevel kursen noe lavere enn kursen per 31.12. Den implisitte multiplikatoren er lavere enn den eksplisitte. Verdierestimatet for selskapet ved EV/EBIT er per 31.12.2016 lik 152,9 NOK per aksje.

12.2.4 EV/EBITDA-multiplikator

Forskjellen mellom EV/EBITDA og EV/EBIT er at førstnevnte metode måles før selskapets avskrivninger og nedskrivninger. Likheten er at begge metodene fokuserer på de underliggende verdiene i selskapet. Derfor benyttes også selskapsmodellen ved utregningen av EV/EBITDA-multiplikatoren. I henhold til Kaldestad & Møller vil metoden ha lite for seg dersom avskrivningene er små, men vil derimot være en god multiplikator dersom avskrivningene er store (Kaldestad & Møller, 2016). Dette skyldes at de to multiplikatorene blir tilnærmet identiske ved små avskrivninger, noe som i liten grad fører til merinnsikt på hva selskapsverdien skal være.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før amortisering}}$$

EV = enterprise value, EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, EK = egenkapital

EV/EBITDA	Marine Harvest	SALMAR	LERØY	GRIEG	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	70 078,34	29 242,73	28 662,67	9 122,79			
Bokført NFG	12 101	2 364	14 524	1 633			
EV	82 179	31 607	43 187	10 756			
EBITDA	4 928	2 074	2 331	980			
EV/EBITDA	16,68	15,24	18,52	10,97	16,11	14,91	14,34
EV/EBITDA	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat				
Multiplikator	16,11	14,91	15,51				
EBITDA	4 928	4 928	4 928				
EV	79 384	73 495	76 439				
Bokført NFG	12 101	12 101	12 101				
Markedsverdi EK	67 282	61 394	64 338				
Aksjer	450 085 652	450 085 652	450 085 652				
Aksjekurs	149,49	136,40	142,95				

Tabell 12-5 Verdierestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på EV/EBITDA. Verdierestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.

Vi ser av tabell 12-5 at Lerøy har den høyeste multiplikatoren, noe som veier opp for en lav multiplikatoren hos Grieg. Bransjens multiplikator blir derfor tilnærmet lik Marine Harvest sin multiplikator. Grunnet vektingen ved beregningen av verdiestimat blir allikevel kursen lavere enn hva aksjekursen var for selskapet per 31.12. Verdiestimatet på aksjekursen per 31.12.2016 er 142,95 NOK ved bruk av EV/EBITDA-multiplikatoren.

Den implisitte multiplikatoren er igjen lavere enn den eksplisitte utregnede multiplikatoren. Verdiestimatet er følgelig også her høyere enn hva vi avdekket i den fundamentale analysen.

12.2.5 Pris/Bok-multiplikator

Den siste klassiske multiplikatoren vi skal se på er forholdet mellom pris og bok. Verdien på forholdstallet sier noe om hvor stor verdi selskapet klarer å skape ved hjelp av dets eiendeler. En høy P/B-ratio betyr dermed at selskapet er i stand til å generere merverdier. I henhold til Damodaran kan multiplikatoren også gi nyttig informasjon om selskaper i samme bransje er undervurdert eller overvurdert, gitt at de benytter samme regnskapsprinsipper (Damodaran, 2012). Dette vil være tilfellet her, da alle bransjedeltakerne og Marine Harvest selv benytter IFRS. Metoden legger til grunn markedsverdien til egenkapitalen i telleren, mens den bokførte egenkapitalen er input i nevneren. Formelen illustreres nedenfor:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokførtverdi EK}}$$

P = pris, B = bok, EK = egenkapital

P/B	Marine Harvest	SALMAR	LERØY	GRIEG	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	70 078	29 243	28 663	9 123			
Bokført EK	14 368	5 083	10 942	2 698			
P/B	4,88	5,75	2,62	3,38	3,63	3,92	4,08
P/B	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat				
Multiplikator	3,63	3,92	3,78				
Bokført EK	14 368	14 368	14 368				
Markedsverdi EK	52 189	56 293	54 241,01				
Aksjer	450 085 652	450 085 652	450 085 652				
Aksjekurs	115,95	125,07	120,51				

Tabell 12-6 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på P/B. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.

Av tabell 12-6 ser vi at multiplikatoren for Marine Harvest er mye høyere enn for bransjen. Det eneste selskapet som er høyere enn Marine Harvest er SalMar, mens Lerøy derimot er om lag halvparten så stor. Den forholdsvis lave multiplikatoren fører til at verdiestimatet blir en del lavere enn kursen per 31.12.2016. Dette leder til et verdiestimat på 120,51 NOK per aksje. Den implisitte multiplikatoren er dermed høyere enn den eksplisitte for selskapet.

12.2.6 Laksemultiplikator

Den siste multiplikatoren som benyttes til å gi et verdiestimat på Marine Harvest er produksjonsvolumet, og derav indirekte antall konsesjoner selskapet besitter. I figur 2-1 presenteres produksjonstallene for 2015, mens vi ved analysen her benytter produksjonsvolumet for 2016. I tabell 12-7 er de oppdaterte produksjonstallene lagt inn, og verdien av selskapet er så beregnet ved bruk av laksemultiplikatoren.

EV/Kg GW	MHG	SalMar	Lerøy	Grieg	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt
Markedsverdi egenkapital	70 078	29 243	28 663	9 123		
Balanseført netto finansiell gjeld	12 101	2 364	14 524	1 633		
Kg Gw	380 621	115 600	150 182	64 726		
Multiplikator	152,32	232,51	94,14	115,71	136,45	147,46
EV/Kg Gw						
Multiplikator					136,45	147,46
Markedsverdi EK						54 029
Aksjer					450085652	450085652
Aksjekurs					115,40	124,70
						120,04

Tabell 12-7 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på EV/KgGw. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.

Problemet ved multiplikatoren er at den undervurderer verdien til f.eks. Lerøy, på grunn av virksomhetssammensetningen her. Dette leder igjen til at verdien av Marine Harvest undervurderes da bransjemultiplikatorene blir for lav. Laksemultiplikatoren gir allikevel nyttig innsikt, da produksjonskapasitet også vil være et mål på verdien til et selskap.

12.3 Første verdiestimat ved komparativ analyse

I de foregående delkapitlene i kapittel 12 har vi tatt for oss ulike multiplikatorer som igjen har gitt ulike verdier på hva aksjekursen per 31.12 «egentlig» skulle vært. Multiplikatorene har alle sine styrker og svakheter, og vi vektet følgelig alle multiplikatorene likt. Kritikken mot vektingen er at f.eks. P/E-verdien, en verdi som ikke virker veldig troverdig, vektet likt med de andre multiplikatorene. Samtidig legger alle multiplikatorverdiene til grunn en aksjekurs som er lavere enn konsensus per 31.12. Akkurat som ved fastsettelsen av verdiestimatet i kapittel 11 er det ikke et mål i seg selv å få en verdi som tilsvarer konsensusen. Ved våre valg i omgrupperingen og justeringen i kapittel 5 har vi foretatt endringer på resultat, balanse og kontantstrøm. Andre verddivurderinger kan legge til grunn forskjellige resultater her, noe som også vil påvirke den komparative analysen. Tabell 12-8 viser det gjennomsnittlige verdiestimatet ved lik vekting av multiplikatorene.

	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/S	EV/kgGW	Gjennomsnitt
Verdiestimat	120,51	142,95	152,90	106,11	149,63	120,04	132,02

Tabell 12-8 Komparativt verdiestimat for Marine Harvest per 31.12.2016 ved lik vekting av multiplikatorene.

Vi ser at det endelige gjennomsnittlige verdiestimatet er 132,02 NOK, noe som er en del lavere en aksjekursen på 155,7 NOK per 31.12.2016. Etter vår normalisering og omgruppering ville dette vært resultatet, men konsensusen i markedet har som nevnt i delkapittel 12.2 benyttet andre multipler. Disse er igjen basert på en annen tilnærming til omgruppering og justering av regnskapet. Vi vil allikevel legge til grunn vårt verdiestimat ved utarbeidelsen av en handlingsstrategi.

Problemet med den komparative analysen vi når har gjennomført er ulikheten i multiplikatorer hos de andre bransjedeltakerne. Det ser ut som om Lerøy og Grieg har helt andre multiplikatorverdier enn SalMar og Marine Harvest. Det vil derfor også være ønskelig å fastsette et komparativt verdiestimat kun basert på SalMar eller eventuelt å endre vektingen i favør SalMar. Vi velger å gjennomføre en utvidet komparativ analyse basert kun på SalMar.

12.4 Utvidet komparativ analyse

Den komparative analysen basert på SalMar er gjennomført på tilsvarende måte som analysen som tok for seg hele bransjen. En presentasjon av beregninger og tabeller vil følgelig ikke gjentas, ettersom de vil være like. Resultatene fra analysen er presentert i tabell 12-9.

	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/S	EV/KgGw	Gjennomsnitt
Verdiestimat	183,64	140,01	153,67	150,45	234,63	196,62	176,50

Tabell 12-9 Komparativt verdiestimat for Marine Harvest per 31.12.2016 basert på SalMar. De ulike multiplikatorenes verdiestimer vektlegges likt.

Vi ser at verdiestimatene basert på de ulike multiplikatorene ligger mye nærmere konsensus på 155,7 NOK per 31.12. En ser derimot at noen av estimatene fraviker mye, som f.eks. P/S-verdien. I motsetning til analysen som baserte seg på den fundamentale bransjevektingen, ser vi at flere av multiplikatorene er høyere enn konsensus. Resultatet er at det gjennomsnittlige verdiestimatet blir atskillig høyere enn ved bransjevektingen.

12.5 Endelig komparativt verdiestimat

Vi har nå kommet frem til to ulike verdiestimat etter den komparative metoden. Den første vektlegger de komparative selskapene fra den fundamentale analysen etter driftsinntekter, mens den andre kun benytter SalMar. Sammenlignet med konsensus per 31.12.2016 er det første verdiestimatet lavt, mens det siste er høyt. Vi finner det derfor riktig å vektlegge verdiestimatene med 50% ved beregningen av det endelige komparative verdiestimatet. En tar dermed hensyn til problematikken rundt multiplikatorene til Lerøy og Grieg, samtidig som en ikke belager seg på SalMar alene.

	Første verdiestimat	Verdiestimat basert på SalMar	Komparativt verdiestimat
Endelig verdiestimat	132,02	176,50	154,26

Tabell 12-10 Endelig verdiestimat for Marine Harvest per 31.12.2016 ved komparativ verdsettelse. Metodene vektet her henholdsvis med 50% hver.

I henhold til tabell 12-10 er det endelige verdiestimatet 154,26 NOK per aksje. Dette ligger også tett opp mot konsensus i markedet per 31.12.2016.

13 Konklusjon og handlingsstrategi

Etter å ha gjennomført en fundamental og komparativ verdsettelse av Marine Harvest vil vi i dette kapitlet oppsummere de viktigste funnene, vekte verdiestimatene og utarbeide en handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering av oppgaven

Etter presentasjonen av bedriften, bransjen og verdsettelsesmetodene i kapittel 2 og 3 begynte vi den fundamentale verdsettelsen med en strategisk analyse av Marine Harvest og oppdrettsbransjen i kapittel 4. Ved hjelp av PESTEL-analysen og Porters femkraftsmodell avdekket vi eksterne bransjefordeler. Blant de største eksterne bransjefordelene er konsesjonssystemet og høy etterspørsel etter laks, mens de største truslene for oppdrettsbransjen er disruptiv teknologi og miljøutfordringer. For å analysere interne ressursfordeler benyttet vi en SVIMA-analyse. Vi mener Marine Harvest besitter to ressurser som gir en midlertidig strategisk fordel; integrert fôravdeling og innovasjonskompetanse. Kostnadseffektivitet er en midlertidig strategisk ulempe overfor SalMar, som er ledende i bransjen på dette området.

I regnskapsanalysen i kapittel 5 omgjorde vi regnskapet til Marine Harvest fra et kreditororientert- til et investororientert regnskap. Det viktigste funnet vi gjorde her var at note 33 «Exceptional items» ikke kan klassifiseres som ekstraordinære kostnader tilknyttet lusebekjempelse. Dette er av selskapet regnet som ordinære poster og er kun skilt ut for kreditorene. Vi valgte på bakgrunn av dette å inkludere kostnadene i det normale regnskapet.

I kapittel 6 gjennomførte vi en rekke soliditets- og likviditetstester. Testene ble benyttet for å gi en syntetisk rating for bransjen og Marine Harvest, og ratingen ble satt lik A for begge. Videre i kapittel 7 ble de historiske avkastningskravene avdekket. Kravene vi fant her ble så benyttet til å avdekke virksomhetens strategiske fordeler og ulemper i kapittel 8. Den strategiske fordelen ble beregnet til å være 13,3%, hvor bransjefordelen utgjorde en større del enn den interne ressursfordelen. I kapittel 7 og 8 ble det også stadfestet at det var stor risiko forbundet med de historiske kravene, og følgelig eksiterer det risiko for at den strategiske fordelen er overvurdert.

I kapittel 9 og 10 utarbeidet vi fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Ved fastsettelsen av netto driftsmargin i kapittel 9 valgte vi å fravike fra rammeverket. Det samme gjorde vi da vi justerte for det lave gjeldskravet i kapittel 10. Resultatene fra kapittel 9 og 10 ble benyttet til å finne endelig fundamentalt verdierestimater i kapittel 11. Her gjennomførte vi en konvergeringsprosess, justerte for konkurrisiko og gjennomførte sensitivitetsanalyser av verdierestimater. Det endelige fundamentale verdierestimater var 130,053 NOK per aksje.

Avslutningsvis gjennomførte vi en komparativ analyse i kapittel 12. Her fant vi to estimater på den komparative verdien etter sammenligning med henholdsvis SalMar og bransjedefinisjonen fra kapittel 6. Vi valgte også å benytte en laksemultiplikator, i tillegg til de mer tradisjonelle multiplikatorene, ved fastsettelsen av de to komparative verdiene. Det endelige komparative verdierestimater var 154,26 NOK per aksje, som var et vektet sum av de to komparative estimatene.

13.2 Vekting av verdierestimater

For å kunne gi en handelsanbefaling må vi ha et felles verdierestimater. Følgelig vil vi vekte de to verdierestimater i dette delkapittelet.

Den fundamentale verdsettelsesmetoden er den metoden vi har lagt til grunn for ved beregningen av verdierestimater. Det vil dermed være naturlig å vekte denne tyngre enn den komparative metoden. Svakheten ved metoden er sensitiviteten overfor de subjektive beslutningene vi har foretatt. Gjesdal mener at man ofte er for positive ved verdsettelse, da analytikere ofte har en tendens til å overvurdere den fremtidige inntjeningen (Gjesdal, 2007). Monte Carlo-analysen viste at vi har vært konservative, noe som ledet til et betraktelig lavere verdierestimater enn konsensus i markedet. Usikkerheten ved estimeringen av fremtidsdriverne egenkapitalbeta, driftsinntekstvekst og netto driftsmargin fører til usikkerhet ved verdierestimater. Det samme vil gjelde kravene vi har fastsatt i kapittel 10. Det vil på bakgrunn av usikkerheten være viktig å også vektlegge den komparative analysen.

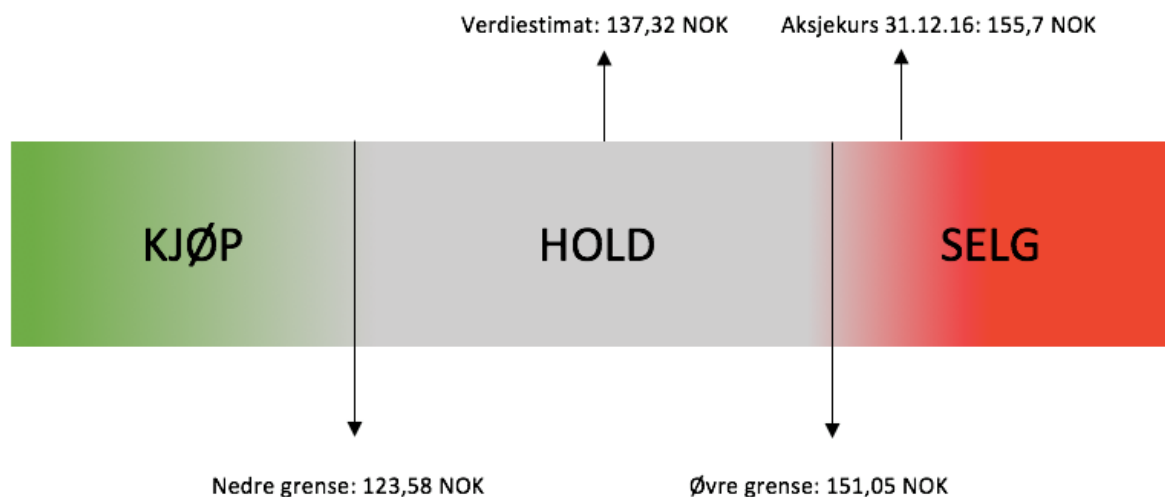
Det komparative verdierestimater vårt er tilnærmet lik konsensusen i markedet. Det er derimot risiko for at analysen ikke reflekterer den underliggende verdien i selskapet. Dette kan skyldes at de komparative selskapene er priset feil, eller at de ikke er like nok. Analysen er også svært

sensitiv for endringer i aksjekursen. På bakgrunn av svakhetene ved den komparative metoden velger vi å vekte verdiestimatet her med 30%. Dette kan også begrunnes ved at metoden kun skal fungere som et supplement til den fundamentale metoden. Selv om den komparative metoden gir verdifull innsikt, er det allikevel den fundamentale metoden som i all hovedsak legger grunnlaget for det endelige verdiestimatet for selskapet. Følgelig velger vi å vekte det fundamentale verdiestimatet med 70%.

Ved den nevnte vektingen blir det endelige verdiestimatet for Marine Harvest 137,72 NOK per aksje per 31.12.2016.

13.3 Handlingsstrategi

I tillegg til usikkerheten rundt vårt eget verdiestimat vil den virkelige aksjekursen være utsatt for svingninger. Investorer vil ikke nødvendigvis handle rasjonelt når ny informasjon blir tilgjengelig. For å ta hensyn til dette ønsker vi å legge inn margin på +/- 10% ved utarbeidelsen av handlingsstrategien. Nedre grense for en hold-strategi er 123,58 NOK, mens øvre grense er 151,05 NOK. Aksjekursen til Marine Harvest er 155,70 NOK per 31.12.2016. Dette innebærer en svak salgsanbefaling for Marine Harvest, da vi mener aksjeprisen overvurderer de underliggende verdiene i selskapet. I figur 13-1 fremvises dette.



Figur 13-1 Handelsstrategi for Marine Harvest per 31.12.2016

14 Referanseliste

14.1 Forelesningsnotater

- (Knivsflå, 2017 - 1) Forelesning 1 – Introduksjon
- (Knivsflå, 2017 - 2) Forelesning 2 - Strategisk bransje – og selskapsanalyse
- (Knivsflå, 2017 - 3) Forelesning 3 - Regnskapsanalyse: Ramme, praktiske valg, rapporterte tall og trailing
- (Knivsflå, 2017 - 4) Forelesning 4 - Omgruppert resultat
- (Knivsflå, 2017 - 5) Forelesning 5 - Omgruppert balanse
- (Knivsflå, 2017 - 6) Forelesning 6 - Målefeil
- (Knivsflå, 2017 - 8) Forelesning 8 - Forholdstallanalyse: Ramme, analyse av risiko og syntetisk rating
- (Knivsflå, 2017 - 9) Forelesning 9 - Historisk avkastningskrav
- (Knivsflå, 2017 - 10) Forelesning 10 - Strategisk rentabilitetsanalyse
- (Knivsflå, 2017 - 11) Forelesning 11 - Analyse av driftsfordel
- (Knivsflå, 2017 - 13) Forelesning 13 - Ramme, analyse og fremskriving
- (Knivsflå, 2017 - 14) Forelesning 14 - Fremskriving av andre budsjett drivere
- (Knivsflå, 2017 - 15) Forelesning 15 - Fremtidskrav og analyse av strategisk fordel i fremtidsregnskapet
- (Knivsflå, 2017 - 16) Forelesning 16 - Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden
- (Knivsflå, 2017 - 17) Forelesning 17 - Fundamental verdivurdering: Selskapskapitalmetoden
- (Knivsflå, 2017 - 18) Forelesning 18 - Analyse av usikkerhet i verdierstatimat
- (Knivsflå, 2017 - 21) Forelesning 21 - Komparativ verdivurdering
- (Knivsflå, 2017 - 22) Forelesning 22 - Opsjonsbasert verdivurdering

14.2 Selskapsinformasjon og årsrapporter

Årsrapporter for 2010-2015 og kvartalsrapporter for Q4 er hentet fra hjemmesidene til selskapene:

Marine Harvest ASA: <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Grieg Seafood ASA: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Lerøy Seafood ASA: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/>

SalMar ASA: <http://www.salmar.no/siste-rapporter>

Marine Harvest ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Marine Harvest ASA

Marine Harvest ASA. (2017a). *Om oss*. Hentet Januar 28, 2017 fra Marine Harvest:

<http://marineharvest.no/about/norges-storste/>

Marine Harvest ASA. (2017b). *Group management*. Hentet Januar 28, 2017 fra Marine Harvest:

<http://marineharvest.no/investor/corporate-governance/group-management/>

- Marine Harvest ASA. (2016). *R&D presentation*. Hentet Januar 29, 2017 fra Marine Harvest:
<http://marineharvest.no/globalassets/investors/presentations-and-webcasts/cmd-marine-harvest-2016-presentation.pdf>
- Grieg Seafood ASA.(2015). *Årsrapport 2015*. Bergen: Grieg Seafood ASA
- Grieg Seafood ASA. (2017). *Om oss*. Hentet Mars 25, 2017 fra Grieg Seafood ASA:
<http://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/>
- Lerøy Seafood ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Bergen: Lerøy Seafood ASA
- Lerøy Seafood ASA. (2017). *Om Lerøy*. Hentet Januar 28, 2017 fra Lerøy Seafood ASA:
<https://www.leroyseafood.com/no/Forbruker/Om-Leroy/>
- SalMar ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. SalMar ASA
- SalMar ASA. (2017a). *SalMar i dag*. Hentet Januar 28, 2017 fra SalMar ASA:
<http://www.salmar.no/salmar-i-dag>
- SalMar ASA. (2017b). *Våre virksomhetsområder*. Hentet Januar 28, 2017 fra SalMar ASA:
<http://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader>
- SalMar ASA. (2017c). *Historie*. Hentet Januar 28, 2017 fra SalMar ASA:
<http://www.salmar.no/historie>
- Cermaq AS. (2017a). *Om Cermaq*. Hentet Januar 28, 2017 fra Cermaq AS:
<https://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaq-no/cermaq-norway/Selskapet/om-cermaq/>
- Cermaq AS. (2017b). *Verdikjeden*. Hentet Januar 28, 2017 fra Cermaq AS:
<https://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaq-no/cermaq-norway/vaar-produksjon/verdikjeden/>

14.3 Bibliografi

- Akvakulturloven*. (2017). Hentet 4 11, 2017 fra lovdata.no:
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Barnes, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, ss. Vol 17, No1, seide 99-120.
- Blume, M. (1975). *Betas and Their Regression Tendencies*. The Journal of Finance.
- Dagbladet. (2014). *Grønne konsesjoner*. Hentet 2 15, 2017 fra Dagbladet:
<http://www.dagbladet.no/nyheter/staten-selger-gronne-laksekonsesjoner-med-milliardrabatt/61673094>

- Dahl G. . (2017c, 3 28). *Belåningsreserve*. Hentet 3 28, 2017 fra Lederkilden:
https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/belaningsreserve-i-
- Dahl G. (2017b, 5 23). *Rentedekningsgrad*. Hentet 5 23, 2017 fra Lederkilden:
<https://www.lederkilden.no/tema/rentedekningsgrad>
- Dahl G. (2017d, 4 3). *Likviditetsreserve*. Hentet 4 3, 2017 fra Lederkilden:
<https://www.lederkilden.no/tema/likviditetsreserve-i->
- Dahl, G. (2017a, 3 5). *Likviditetsgrad 2 (Acid test)*. Hentet 3 5, 2017 fra Lederkilden:
<https://www.lederkilden.no/tema/likviditetsgrad-2-acid-test>
- Damodaran. (2017). Hentet 4 9, 2017 fra www.damodaran.com
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utgave. utg.). Hoboken: Wiley.
- DN. (2016a, 3 20). *Ser ingen ende på sanksjonene*. Hentet 2 24, 2017 fra [dn.no](http://www.dn.no):
<http://www.dn.no/nyheter/utenriks/2016/03/20/2042/Politikk/ser-ingen-ende-p-sanksjonene>
- DN. (2016b, 8 17). *Landbasert oppdrett skal vokse*. Hentet 2 15, 2017 fra [dn.no](http://www.dn.no):
<http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/08/17/1340/Oppdrett/-landbasert-oppdrett-skal-vokse-mye>
- DN. (2016c). *NHO venter full frihandelsavtale med Kina*. Hentet 2 25, 2017 fra [dn.no](http://www.dn.no):
<http://www.dn.no/nyheter/2016/12/19/1159/Fiske/nho-venter-full-frihandelsavtale-med-kina>
- DN. (2016d, 12 20). *Depolarisering*. Hentet 2 8, 2017 fra [dn.no](http://www.dn.no):
<http://www.dn.no/nyheter/2016/12/20/0945/Utenriks/-har-betalt-prisen-for-a-blande-seg-inn-i-kinas-indre-anliggende>
- DN. (2016e). *Fleksibel biomasse*. Hentet 2 27, 2017 fra DN:
<http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/09/01/0735/Oppdrett/marine-harvest-takker-nei-til-laksehjelp>
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans, utgave nr 1*. Hentet fra Lederkilden.
- Døsvig, K. G. (2017, 3 4). Investeor Relations Officer MHG.

- E24. (2015, 6 20). *Verdens 10 raskest voksende økonomier*. Hentet 2 13, 2017 fra e24.no:
<http://e24.no/makro-og-politikk/dette-er-verdens-10-raskest-voksende-oekonomier/23474178>
- E24. (2016). *Sanksjoner Russland*. Hentet 2 21, 2017 fra e24:
<http://e24.no/naeringsliv/russland/mandag-er-det-to-aar-med-sanksjoner-mot-russland-kom-som-lyn-fra-klar-himmel/23762783>
- Fish Pool ASA. (2017a, 01 20). *About*. Hentet fra Fish Pool: <http://fishpool.eu/about/>
- Fish Pool ASA. (2017b, 5 4). *Forward closing prices history*. Hentet fra Fishpool.eu:
<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/forward-closing-prices-history/>
- Fiskeridirektoratet. (2016). *Utviklingstillatelser*. Hentet 2 23, 2017 fra Fiskeridirektoratet:
<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>
- Giskeødegård. (2016). *Kostet eierne nesten seks milliarder*. Hentet 2 10, 2017 fra Nettavisen, Na24: <http://www.nettavisen.no/na24/fersk-analyse-kostet-eierne-nesten-seks-milliarder/3423300435.html>
- Gjesdal. (2007, 2). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, ss. 3-17.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen akademiske forlag.
- Healy, P., Palepu, K. G., & Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation. IFRS edition*. Andover: Cengage Learning.
- Ilaks. (2014, 5 12). *Resultatene fra denne merden overrasker selv grunderen*. Hentet 2 23, 2017 fra Ilaks: <http://ilaks.no/resultatene-fra-denne-merden-overrasker-selv-grunderen/>
- Ilaks. (2016, 5 19). *Selger seg ut av Grieg*. Hentet 3 25, 2017 fra Ilaks: <http://ilaks.no/marine-harvest-selger-seg-ut-av-grieg-seafood/>
- Ilaks. (2017, 5 19). *Marine Harvest fusjonerer med Aqua Chile*. Hentet 1 19, 2015 fra Ilaks:
<http://ilaks.no/marine-harvest-chile-fusjonerer-med-aqua-chile/>

- Imperial College Research. (2016, 4 4). *Flere overvektige enn undervektige*. Hentet 2 13, 2017 fra NRK.no: <https://www.nrk.no/urix/flere-er-na-overvektige-enn-undervektige-i-verden-1.12879108>
- InnovaMar. (2017). Hentet 3 9, 2017 fra salmar.no: <http://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet>
- Innovasjon Norge. (2012). *Maskinvaksine revolusjonerer fiskenæringen*. Hentet 2 23, 2017 fra Innovasjon Norge: <http://www.innovasjonnorge.no/no/finansiering/forsknings--og-utviklingskontrakter/Slik-har-vi-hjulpet-andre/firmaet-as/>
- Jakobsen, E., & Lien, L. (2001). *Ekspansjon og konsernstrategi*. Gyldendal.
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2011). *Exploring Strategy* (9. utgave. utg.). Prentice Hall.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., & Company, M. K. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Lerøy. (2017). Hentet 3 9, 2017 fra Lerøy.no: <https://www.leroyseafood.com/no/Forbruker/Om-Leroy/Historie/>
- Marine Harvest. (2017c, 03 04). *Annual reports: Marine Harvest*. Hentet fra Marine Harvest: <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>
- Miller, & Modigliani. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, ss. 261-297.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*(43), ss. 768-783.
- Møller, B., & Kaldestad, Y. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- NA24. (2016). *Dyreste børs på nesten ti år*. Hentet 5 31, 2017 fra NA24: <http://www.nettavisen.no/na24/dyreste-brs-pa-nesten-ti-ar/3423202911.html>
- NA24. (2017). *Oslo Børs nådde ny milepæl*. Hentet 5 31, 2017 fra NA24: <http://e24.no/boers-og-finans/oslo-boers/oslo-boers-naadde-ny-milepael-ser-dyr-ut-paa-dette-noekkeltallet/23903976>

- Nofima. (2016, 12 14). *Lusespiser kan bli middagsmat*. Hentet 2 15, 2017 fra Forskning:
<http://forskning.no/2016/12/lusespiser-kan-bli-middagsmat/produisert-og-finansiert-av/nofima>
- Norges Bank. (2013). Hentet 4 9, 2017 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/>
- Norges Bank. (2016, 12 15). *Pengepolitisk rapport kvartal 4.2016*. Hentet 2 12, 2017 fra Norges Bank.no: <http://www.norges-bank.no/Publisert/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/>
- Norges Bank. (2017a, 5 5). *Historical Monetary Statistics*. Hentet fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>
- Norges Bank. (2017b, 5 5). *Styringsrente månedlig*. Hentet 1 21, 2017 fra Norges:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsrente-manedlig/>
- Norges fiskeri- og kysthistorie. (2017, 1 29). *Havbrukshistorie*. Hentet 1 29, 2017 fra Norges fiskeri- og kysthistorie, Bind 5: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- NRK. (2015). *Kinas importstopp*. Hentet 2 5, 2017 fra NRK.no:
https://www.nrk.no/nordland/_-kinas-importstopp-skyldes-norges-fredspris-1.12275463
- NRK. (2016a). *Per Sandberg*. Hentet 2 24, 2017 fra NRK: https://www.nrk.no/urix/per-sandberg-_-norge-og-russland-ma-fa-i-gang-igjen-samarbeidet.-1.12989050
- NRK. (2016b). *Antibiotika*. Hentet 2 25, 2017 fra NRK: <https://www.nrk.no/troms/fersk-rapport-avkrefter-laksemyte---kan-bli-svaert-verdifull-1.12796769>
- NRK. (2016c, 2 2). *Marine Harvest prøver lukkede oppdrettsanlegg*. Hentet Februar 23, 2017 fra NRK.no: <https://www.nrk.no/trondelag/marine-harvest-prover-lukkede-oppdrettsanlegg-1.12803934>
- Oaland, Ø. (2016). *Forskningsbasert verdiskapning i Marine Harvest*. Hentet 1 21, 2017 fra Forskningsrådet:
<http://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobheadername1=Content->

- Disposition&blobheadervalue1=+attachment%3B+filename%3D%22Oalandspresenta
sjon.pdf%22&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=12745057159
- Oslo Børs.* (2017). Hentet 4 9, 2017 fra
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/nibor/quotelist>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5. utgave. utg.).
New York: McGraw-Hill.
- Politico.* (2016). Hentet 2 24, 2017 fra Politico:
<http://www.politico.com/story/2016/12/donald-trump-russia-sanctions-232584>
- Porter, M. (1979, 3). How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*.
- Porter, M. (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Harvard Business
Review.
- PWC. (2016). *Risikopremie PWC*. Hentet 4 7, 2017 fra pwc.no:
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2016.html>
- Regjeringen . (2015). *Vekst i havbruksnæringen*. Hentet 2 22, 2017 fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/Norsk-havbruksnaring/stortingsmelding-om-vekst-i-havbruksnaringen/id2398853/>
- Regjeringen. (2015). *Norsk laks feirer 30 år i Japan*. Hentet 1 27, 2017 fra
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/norsk-laks-feirer-30-ar-i-japan/id2464139/>
- Regjeringen. (2017, 2 13). *Fiskeri og havbruk*. Hentet fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/oppdrettslaksen/naringsstoffer/id606792/>
- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential
testability of the theory. *Journal of Financial Economics*(4), ss. 129-176.
- SFI Handbook, S. F. (2016). *Salmon Industry Handbook*.
- Sjømatrådet. (2016). *Pressemelding: 65 milliarder i 2016*. Hentet 2 10, 2017 fra Seafood.no:
<http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/%E2%80%8BLaks-og-%C3%B8rreteksporten-tredoblet-p%C3%A5-8-%C3%A5r-%E2%80%93-65-milliarder-i-2016>
- SNL. (2017a). *Bank*. Hentet 5 24, 2017 fra Store Norske Leksikon (SNL): <https://snl.no/bank>
- SNL. (2017b). *Laks*. Hentet 1 31, 2017 fra <https://snl.no/laks>

- SNL. (2017c). *Rentabilitet*. Hentet 5 24, 2017 fra Store Norske Leksikon (SNL):
<https://snl.no/rentabilitet>
- SNL. (2017d). *Verdens befolkning*. Hentet 1 20, 2017 fra SNL:
https://snl.no/verdens_befolkning
- Statistisk Sentral Byrå (SSB). (2017). *Laks*. Hentet 2 3, 2017 fra SSB:
<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/laks>
- Stensaker, I. (2014). *SOLO40*.
- T. Koller, M. G. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*.
Hoboken: Wiley.
- The World Bank. (2017). *CPI 2010-2015*. Hentet 5 25, 2017 fra Worldbank.org:
<http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2015&start=2010>
- The World Bank. (2017). *GDP 2010-2015*. Hentet 5 25, 2017 fra Worldbank.org:
<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2015&start=2010>
- Yahoo Finance. (2017a). *MHG.OL History*. Hentet 5 15, 2017 fra Yahoo Finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/MHG.OL/history?p=MHG.OL>
- Yahoo Finance. (2017b, 5 15). *SALM.OL History*. Hentet fra Yahoo Finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/SALM.OL/history?period1=1293836400&period2=1483138800&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>
- Yahoo Finance. (2017c, 5 15). *GSF.OL History*. Hentet fra Yahoo Finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/GSF.OL/history?period1=1293836400&period2=1483138800&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>
- Yahoo Finance. (2017d, 5 15). *LSG.OL History*. Hentet fra Yahoo Finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/LSG.OL/history?period1=1293836400&period2=1483138800&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>
- Yahoo Finance. (2017e, 5 15). *MHGVY History*. Hentet fra Yahoo Finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/MHGVY/history?period1=1293836400&period2=1483138800&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>
- Yahoo Finance. (2017f, 4 28). *Yahoo Finance*. Hentet 4 9, 2017 fra
<https://finance.yahoo.com/quote/MHG.OL/key-statistics?p=MHG.OL>
- Young, S., & O'Byrne, S. (2000). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. McGraw Hill.

15 Figur- og tabelloversikt

15.1 Figuroversikt

Figur 2-1 Totalt produksjonsvolum i tusen tonn for nordatlantisk laks i perioden 1996-2016 (SFI Handbook, 2016).....	13
Figur 2-2 Markedsandeler for fiskefôr i Norge i 2015 (SFI Handbook, 2016).....	15
Figur 2-3 Ressurseffektiviteten ved oppdrettslaks, kylling, svin og storfe (SFI Handbook, 2016).....	19
Figur 2-4 Karbonavtrykk og ferskvannsforbruk for matproduksjon av oppdrettslaks, kylling, svin og storfe (SFI Handbook, 2016).....	20
Figur 2-5 Kursutvikling MHG i perioden 2011-2016 på Oslo Børs (Yahoo Finance, 2017a).....	22
Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	34
Figur 4-1 Eksportpris for fersk eller kjølt oppdrettet laks, 2015-2017 (Statistisk Sentral Byrå (SSB), 2017).....	39
Figur 4-2 Pris på substitutter relativt til lakseprisen (SFI Handbook, 2016).....	39
Figur 4-3 Potensiell fremtidig rentebane. I X-aksen finner vi styringsrenten i prosent, mens det i Y-aksen vises årstall (Norges Bank, 2016).....	41
Figur 4-4 Porters femkraftsmodell (Porter, The Five Competitive Forces That Shape Strategy, 2008).....	45
Figur 4-5 Oppsummering av den strategiske analysen i en SWOT-modell.....	62
Figur 5-1 Omgruppering til drift- og finansrelaterte eiendeler og tilhørende gjeld.....	76
Figur 5-2 Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital.....	78
Figur 5-3 Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	79
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	88
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	90
Figur 6-3 Likviditetsgrad 2 ved "acid test" for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	91
Figur 6-4 Finansiell gjeldsdekningsgrad for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	92
Figur 6-5 Rentedekningsgrad for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	93
Figur 6-6 Belåningsreserve for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	96
Figur 6-7 Likviditetsreserve for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	97
Figur 6-8 Egenkapitalprosent for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	99
Figur 6-9 Netto driftsrentabilitet for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	101
Figur 8-1 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Knivsfå, 2017 - 10).....	126
Figur 8-2 Utvikling i finansielt gjeldskrav og finansiell rente for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	136
Figur 8-3 Utvikling i finansielt eiendelskrav og finansiell rentabilitet for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	137
Figur 8-4 Dekomponert strategisk fordel for Marine Harvest, vektet snitt for perioden 2011-2016.....	141

Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap(Knivsflå, 2017-13)	143
Figur 9-2 Historisk nominell driftsinntektsvekst for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016.....	144
Figur 9-3 Historisk egenkapitalvekst for Marine Harvest og bransjen i perioden 2011-2016	145
Figur 9-4 Prognose for nominell driftsinntektsvekst i prosent for Marine Harvest i perioden 2011-2016	151
Figur 9-5 Prognose for finansiell gjeldsdel for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	154
Figur 9-6 Prognose for finansiell eiendelsdel for Marine Harvest i perioden 2011-2030	155
Figur 11-1 Konvergering av sysselsatt kapitalkrav for Marine Harvest.....	180
Figur 11-2 Konvergering av tetto driftskrav for Marine Harvest	180
Figur 11-3 Konvergering av egenkapitalkrav for Marine Harvest	181
Figur 11-4 Monte Carlo-simulering av verdierestimater til Marine Harvest per aksje i NOK	186
Figur 11-5 Oppsidepotensial for Marine Harvest ved Monte Carlo-analyse.....	188
Figur 11-6 Nedsiderisiko for Marine Harvest ved hjelp av Monte Carlo-analyse	189
Figur 11-7 Effekten budsjettdriverne har på verdierestimater illustrert ved en tornadoanalyse	190
Figur 11-8 Utvidet sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst ved budsjettpunkt 1	192
Figur 11-9 Utvidet sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst ved budsjettpunkt 2	192
Figur 11-10 Utvidet sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst ved terminalleddet	193
Figur 11-11 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt 1	193
Figur 11-12 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt 2	194
Figur 11-13 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt 1	194
Figur 11-14 Utvidet sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i terminalleddet.....	195
Figur 11-15 Utvidet sensitivitetsanalyse av budsjettdriveren egenkapitalbeta.....	195
Figur 13-1 Handelsstrategi for Marine Harvest per 31.12.2016.....	210
Figur 17-1 Regresjonsanalyse for Marine Harvest opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017a).....	228
Figur 17-2 Regresjonsanalyse for SalMar opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017b)....	229
Figur 17-3 Regresjonsanalyse for Grieg opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017c).....	229
Figur 17-4 Regresjonsanalyse for Lerøy opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017d).....	230
Figur 17-5 Regresjonsanalyse for Marine Harvest opp mot NYSE i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017e)	230
Figur 17-6 Vektet netto driftskapitalprosent i perioden 2011-2016.....	231
Figur 17-7 Beregning av egenkapitalbeta basert på bransjens forretningsbeta	231
Figur 17-8 Multiplikatorer fra konsensus i markedet (Bloomberg terminal)	232

15.2 Tabelloversikt

Tabell 2-1 Produksjonsvolum i tonn for 2015 for de største oppdrettsområdene i verden (SFI Handbook, 2016)13	
Tabell 4-1 Utfallsmatrise ved bruk av SVIMA-analysen (Barnes, 1991)	53
Tabell 4-2 Konklusjon for ressursen egen fôrproduksjon ved bruk av utfallsmatrisen for SVIMA-analyse.	56
Tabell 4-3 Konklusjon for ressursen innovasjonskompetanse ved bruk av utfallsmatrisen for SVIMA-analyse.	58
Tabell 4-4 Konklusjon for ressursen størrelse ved bruk av utfallsmatrisen for SVIMA-analyse.....	59
Tabell 4-5 Utfallsmatrise ved bruk av SVI-analysen (Jakobsen & Lien, 2001).....	60
Tabell 4-6 Konklusjon for ressursen kostnadseffektivitet ved bruk av utfallsmatrisen for SVI-analyse.	61
Tabell 4-7 Konklusjon for ressursen merkevare ved bruk av utfallsmatrisen for SVI-analyse.....	62
Tabell 5-1 Presentasjon av rapportert resultatregnskap for Marine Harves i perioden 2010-2016.....	67
Tabell 5-2 Presentasjon av rapportert balanse for Marine Harves i perioden 2010-2016	68
Tabell 5-3 Presentasjon av rapportert endring i egenkapital for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	69
Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat (FNR) for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	70
Tabell 5-5 Annet fullstendig resultat (AFR) for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	71
Tabell 5-6 Unormalt driftsresultat for Marine Harvest i perioden 2010-2016	72
Tabell 5-7 Unormalt finansresultat for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	73
Tabell 5-8 Driftskattesats for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	74
Tabell 5-9 Fordeling av skattekostnad for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	74
Tabell 5-10 Omgruppert resultatregnskap for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	75
Tabell 5-11 Investororientert balanse for Marine Harvest i perioden 2010-2016	77
Tabell 5-12 Sysselsatt kapital for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	78
Tabell 5-13 Netto driftskapital for Marine Harvest i perioden 2010-2016	79
Tabell 5-14 Omgruppert kontantstrøm for Marine Harvest i perioden 2010-2016.....	80
Tabell 5-15 Omgrupper og justert resultatregnskap for Marine Harvest i perioden 2010-2016	83
Tabell 5-16 Omgruppert og justert balanse for Marine Harvest i perioden 2010-2016	84
Tabell 5-17 Endring i egenkapitalen i perioden 2010-2016.....	84
Tabell 5-18 Periodevekting for regnskapsårene for regnskapsårene 2010-2016 for Marine Harvest	85
Tabell 6-1 Vekting av aktørene i bransjen basert på driftsinntekter i perioden 2011-2016	86
Tabell 6-2 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	94
Tabell 6-3 Estimert på belåningsgrad av eiendeler for Marine Harvest per 31.12.2016	95
Tabell 6-4 Statisk finansieringsanalyse for Marine Harvest basert på utgående balanse for 2016 i MNOK	100
Tabell 6-5 Statisk finansieringsanalyse for Marine Harvest basert på utgående balanse for 2016 i prosent.....	100
Tabell 6-6 Statisk finansieringsanalyse for bransjen basert på utgående balanse for 2016 i MNOK.....	100
Tabell 6-7 Statisk finansieringsanalyse for bransjen basert på utgående balanse for 2016 i prosent	100
Tabell 6-8 Syntetisk rating basert på Standard & Poor's skala (Knivsflå, 2017 - 8).....	103
Tabell 6-9 Syntetisk rating for Marine Harvest i perioden 2011-2016	103
Tabell 6-10 Syntetisk rating for bransjen i perioden 2011-2016.....	104

Tabell 7-1 Risikofri rente for Marine Harvest i perioden 2011-2016	107
Tabell 7-2 Markedets risikopremie på kort og lang sikt i perioden 2011-2016	108
Tabell 7-3 Egenkapitalbeta per 31.12.2016 basert på regresjonsanalyse av perioden 2011-2016	109
Tabell 7-4 Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsfå, 2017-9).....	112
Tabell 7-5 Finansielt gjeldskrav etter skatt for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	112
Tabell 7-6 Finansielt eiendelskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	114
Tabell 7-7 Netto finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016	115
Tabell 7-8 Finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	116
Tabell 7-9 Finansiell eiendelsbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016	117
Tabell 7-10 Netto finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	117
Tabell 7-11 Netto driftskapitalbeta for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	118
Tabell 7-12 Egenkapital- og minoritetskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016	119
Tabell 7-13 Netto driftskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016	119
Tabell 7-14 Sysselsatt kapitalkrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	120
Tabell 7-15 Oppsummering historiske avkastningskrav for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	121
Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet for Marine Harvest i perioden 2011-2016	123
Tabell 8-2 Strategisk fordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016	123
Tabell 8-3 Ekstern bransjefordel i perioden 2011-2016.....	124
Tabell 8-4 Egenkapitalfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016	124
Tabell 8-5 Rentabilitetsfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016	125
Tabell 8-6 Strategisk fordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016	125
Tabell 8-7 Ren driftsfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016	128
Tabell 8-8 Bransjefordel drift i perioden 2011-2016	128
Tabell 8-9 Rentekravfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016.....	129
Tabell 8-10 Rentabilitetsfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016	129
Tabell 8-11 Marginfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016	130
Tabell 8-12 "Common size"-analyse for Marine Harvest i perioden 2011-2016, samt tidvektet snitt for MHG og bransjen	131
Tabell 8-13 Omløpsfordel for Marine Harvest vis-a-vis bransjen i perioden 2011-2016	132
Tabell 8-14 Oppsummering driftsfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016	132
Tabell 8-15 Gearingfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016	133
Tabell 8-16 Oppsummering av driftsfordel til marine Harvest i perioden 2011-2016.....	134
Tabell 8-17 Finansieringsfordel til finansiell gjeld for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	135
Tabell 8-18 Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	136
Tabell 8-19 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	138
Tabell 8-20 Finansieringsfordel minoritet for Marine Harvest i perioden 2011-2016	139
Tabell 8-21 Finansieringsfordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	139
Tabell 8-22 Oppsummering av strategisk fordel for Marine Harvest i perioden 2011-2016	140

Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst for Marine Harvest i perioden 2011-2016.....	146
Tabell 9-2 Prognose for netto driftseiendeler ved driftsinntekter og ONDE for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	152
Tabell 9-3 Prognose for netto finansiell gjeld for Marine Harvest i perioden 2017-2030	155
Tabell 9-4 Prognose for finanskostnader for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	156
Tabell 9-5 Prognose for finansinntekter for Marine Harvest i perioden 2017-2030	156
Tabell 9-6 Prognose for netto finanskostnader for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	157
Tabell 9-7 Prognose for minoritetsinteresser for Marine Harvest i perioden 2017-2022.....	158
Tabell 9-8 Prognose for minoritetsresultat for Marine Harvest i perioden 2017-2022	158
Tabell 9-9 Prognostisert fremtidsregnskap for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	159
Tabell 9-10 Prognostisert fremtidsbalanse for Marine Harvest i perioden 2017-2030 ved sysselsatt kapital.....	159
Tabell 9-11 Prognostisert fremtidsbalanse for Marine Harvest i perioden 2017-2030 ved Netto driftskapital.....	159
Tabell 9-12 Prognostisert fri kontantstrøm for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	160
Tabell 10-1 Prognostisert risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2030.....	162
Tabell 10-2 Prognostisert markedsrisikopremie i perioden 2017-2030	163
Tabell 10-3 Prognostisert egenkapitalbeta beregnet fra forretningsbeta i perioden 2017-2030.....	163
Tabell 10-4 Prognostisert egenkapital- og minoritetskrav i perioden 2017-2030	164
Tabell 10-5 Prognostisert syntetisk rating for Marine Harvest i perioden 2017-2030	165
Tabell 10-6 Prognostisert finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030	166
Tabell 10-7 Prognostisert justert finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030	166
Tabell 10-8 Prognostisert finansielt eiendelskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	167
Tabell 10-9 Prognostisert netto finansielt gjeldskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030	167
Tabell 10-10 Prognostisert finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	168
Tabell 10-11 Prognostisert finansiell eiendelsbeta for Marine Harvest i perioden 2017-2030	168
Tabell 10-12 Prognostisert netto finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	168
Tabell 10-13 Prognostisert sysselsatt driftskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030	169
Tabell 10-14 Prognostisert netto driftskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030	169
Tabell 10-15 Prognostiserte fremtidskrav for Marine Harvest i perioden 2017-2030.....	170
Tabell 10-16 Strategisk fordel i perioden 2017-2030.....	171
Tabell 11-1 Første verdierestimater for Marine Harvest ved bruk av egenkapitalmetoden	176
Tabell 11-2 Første verdierestimater for Marine Harvest ved bruk av netto driftskapitalmetoden.....	177
Tabell 11-3 Første verdierestimater for Marine Harvest ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden	178
Tabell 11-4 Oppsummering av første verdierestimater for Marine Harvest.....	179
Tabell 11-5 Verdikonvergens av verdierestimater etter EK-, NDK-, og SSK-metoden for Marine Harvest.....	179
Tabell 11-6 Driftsinntekstvekst for Marine Harvest i de ulike budsjettpunktene.....	184
Tabell 11-7 Netto driftsmargin for Marine Harvest i de ulike budsjettpunktene	184
Tabell 11-8 Omløpshastighet til netto driftseiendeler for Marine Harvest i de ulike budsjettpunktene	185
Tabell 11-9 Øvrige risikofaktorer for Marine Harvest	185

Tabell 11-10 Statistisk data fra Monte Carlo-analysen	186
Tabell 11-11 Kontribusjon til variansen for hver enkelt budsjetvariabel	187
Tabell 12-1 Markedsverdi til Marine Harvest og de komparative selskapene per 31.12.2016	200
Tabell 12-2 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på P/S-multiplikator. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.	200
Tabell 12-3 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på P/E. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.	201
Tabell 12-4 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på EV/EBIT. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.	202
Tabell 12-5 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på EV/EBITDA. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.	203
Tabell 12-6 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på P/B. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.	204
Tabell 12-7 Verdiestimat per 31.12.2016 for Marine Harvest basert på EV/KgGw. Verdiestimatet er et snitt av gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Implisitt multiplikator er beregnet av den fundamentale verdsettelsen.	205
Tabell 12-8 Komparativt verdiestimat for Marine Harvest per 31.12.2016 ved lik vektning av multiplikatorene.	206
Tabell 12-9 Komparativt verdiestimat for Marine Harvest per 31.12.2016 basert på SalMar. De ulike multiplikatorenes verdiestimater vektlegges likt.	207
Tabell 12-10 Endelig verdiestimat for Marine Harvest per 31.12.2016 ved komparativ verdsettelse. Metodene vektet her henholdsvis med 50% hver.	207

16 Oversikt over forkortelser

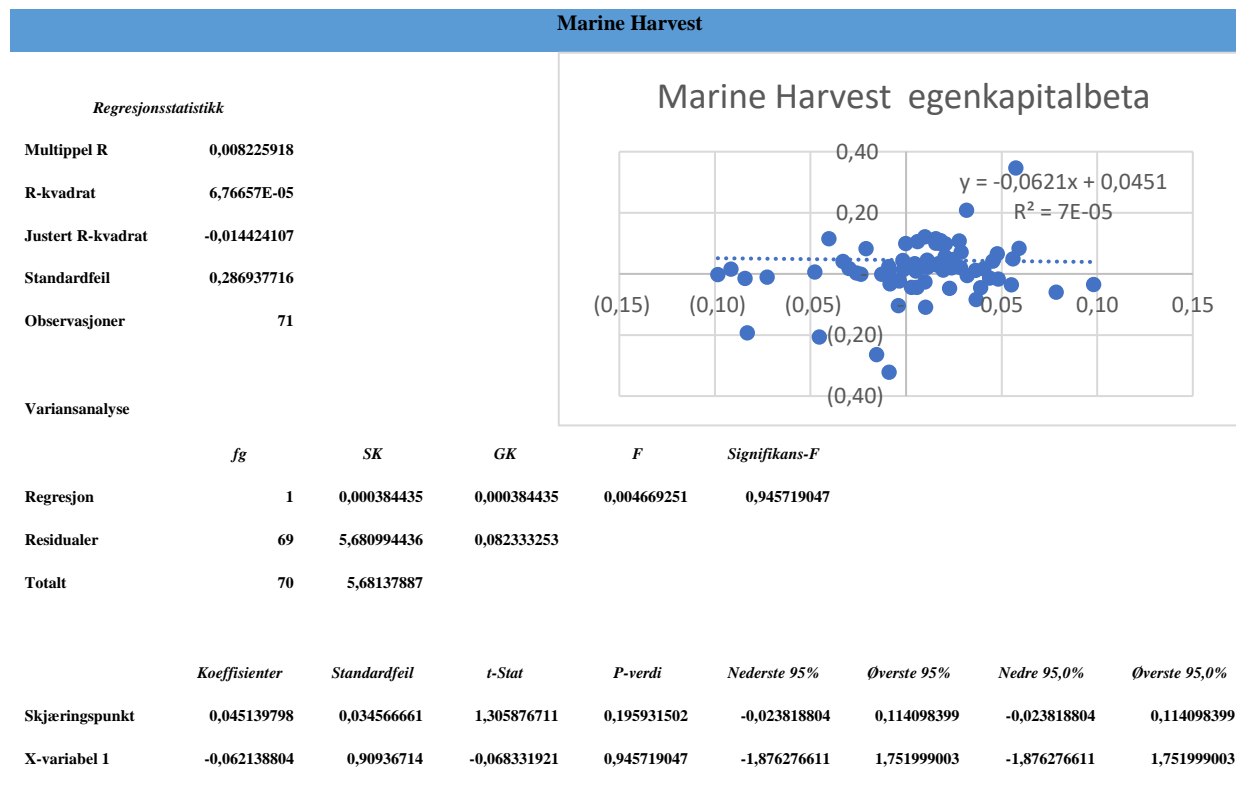
AFR	Annet fullstendig resultat	FFNFG	Finansieringsfordel netto
AM	Anleggsmidler		finansiell gjeld
BFD	Bransjefordel drift	FFR	Fullstendig finansresultat før skatt
CAPM	Capital Asset Price Model	FG	Finansiell gjeld
DAFR	Driftsresultat fra annet fullstendig resultat	feg	Finansiell eiendelsgrad
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	fek	Finansielt eiendelskrav
DAM	Driftsrelatert anleggsmidler	fer	Finansiell eiendelsrentabilitet
DDSP	Driftsrelatert dirty surplus	FF	Finansieringsfordel
DE	Driftseiendeler	FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
DF	Driftsfordel	FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
DI	Driftsinntekter		
div	Driftsinntektsvekst	FFMI	Finansieringsfordel minoritet
DK	Driftskostnader	fgd	Finansiell gjeldsdel
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	fgg	Finansiell gjeldsgrad
DR	Driftsresultat	fgk	Finansielt gjeldskrav
DSP	Dirty surplus	fgr	Finansiell gjeldsrente
dss	Driftsskattesats	FI	Finansinntekt
DTS	Driftsresultat fra tilknyttede selskap	fiss	Effektiv skattesats finansinntekter
EBIT	Earnings before interest and tax	FK	Finanskostnad
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortization	fk	Fordringskrav
EK	Egenkapital	FKD	Fri kontantstrøm fra drift
ekk	Egenkapitalkrav	FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital
ekp	Egenkapitalprosent	FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
ekr	Egenkapitalrentabilitet	fkss	Effektiv skattesats til finanskostnader
eku	Egenkapitalutdeling	FNR	Fullstendig nettoresultat
ekv	Egenkapitalvekst	FOM	Finansielle omløpsmidler
EV	Enterprise value	FOR	Finansielle fordringer
FAFR	Finansielt annet fullstendig resultat	FoU	Forskning og utvikling
FAM	Finansielle anleggsmidler	g	Vekst
FCR	Feed conversion rate	GFD	Gearingfordel drift
FDR	Fullstendig driftsresultat	IAS	International Accounting Standards
FDSP	Finansrelatert dirty surplus	IB	Inngående balanse
FE	Finansielle eiendeler	IFRS	International Financial Reporting Standards
fed	Finansiell eiendelsdel		

ik	Investeringskravet	nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
ilp	Illikviditetspremie	nfgk	Netto finansielt gjeldskrav
INV	Finansielle investeringer	nfgr	Netto finansiell gjeldsrentabilitet
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	NFI	Netto finansinntekt
KF	Kravfordel	NFK	Netto finanskostnad
KFG	Kortsiktig finansrelatert gjeld	NGRS	Norsk god regnskapsskikk
KG	Kortsiktig gjeld	NIBOR3M	3 måneders NIBOR-rente
kk	Kontantkrav	NMR	Netto minoritetsresultat
KON	Kontanter og kontantekvivalenter	NRE	Nettoresultat til egenkapital
Kor	Korrelasjon	NSK	Netto skattekostnad
krp	Kreditrisikopremie	OF	Omløpsfordel
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	OM	Omløpsmidler
LFG	Langsiktig finansrelatert gjeld	onde	Omløpet til netto driftseiendeler p
LG	Langsiktig gjeld		Konkurssannsynlighet
lg1	Likviditetsgrad 1	PESTEL	Politics, economic, social, technologic, enviroment, legal
lg2	Likviditetsgrad 2		
LVEK	Likvidasjonsverdi til egenkapitalen	PwC	Price Waterhouse Cooper
MF	Marginfordel	RD	Resultat diskontinuerlig virksomhet
MHG	Marine Harvest Group	RDF	Ren driftsfordel
MI	Minoritetsinteresser	rdg	Rentedekningsgrad
mid	Minoritetsinteressedel	RE	Resultat til egenkapital
mig	Minoritetsinteressegrad	rf	Risikofri rente
mik	Minoritetsinteressekrav	RF	Rentabilitetsfordel
mir	Minoritetsinteresserentabilitet	RFD	Ressursfordel drift
MR	Minoritetsinteresserresultat	rm	avkastning i marked
mrd	Markedsrisikodel	s	Skattesats
mrp	Markedsrisikopremie	SF	Strategisk fordel
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	SFD	Driftsfordel
NBU	Netto betalt utbytte	SK	Skattekostnad
NDE	Netto driftseiendeler	SK	Selskapskapitalmetoden metoden
NDK	Netto driftskapital	skk	Sysselsatt kapitalkrav
ndk	Netto driftskrav	SPE	Superprofitt til egenkapital
ndm	Netto driftsmargin	SSE	Sysselsatte eiendeler
NDR	Netto driftsresultat	SSK	Sysselsatte kapital
ndr	Netto driftsrentabilitet	sss	Selskapsskattesats
ndss	Normalisert driftsskattesats	SWOT	Strength, weakness, opportunities, threats
NFF	Norske Finansanalytikers Forening	T	Budsjetthorison
NFG	Netto finansiell gjeld	TE	Totale eiendeler

TK	Total kapital
UB	Utgående balanse
UDR	Unormalt driftsresultat
UFR	Unormalt finansresultat
ufrss	Skattesats til unormalt finansresultat
UNDR	Unormalt netto driftsresultat
UNFR	Unormalt netto finansinntekt
UNMR	Unormalt netto minoritetsinteresseresultat
VEK	Verdi egenkapital
VFG	Verdi til finansiell gjeld
VMI	Verdi til minoritetsinteresse
VNDK	Verdi til netto driftskapital
VNFG	Verdi til netto finansiell gjeld
VSSK	Verdi til sysselsatt kapital
WHO	World Health Organization
ÅRE	Årsresultat
β	Beta

17 Appendiks

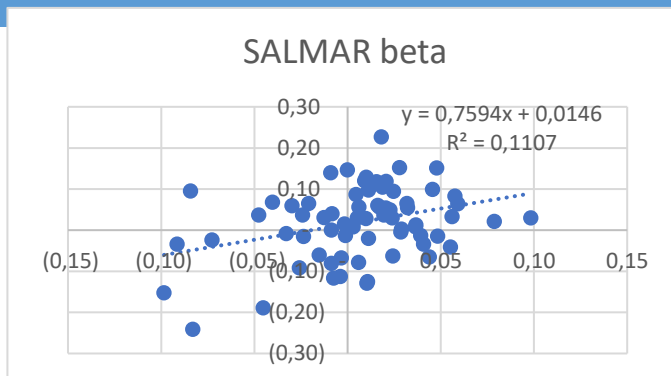
17.1 Regresjonsanalyse beta



Figur 17-1 Regresjonsanalyse for Marine Harvest opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017a)

SALMAR

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,332684061
R-kvadrat	0,110678685
Justert R-kvadrat	0,09778997
Standardfeil	0,08177372
Observasjoner	71



Variansanalyse

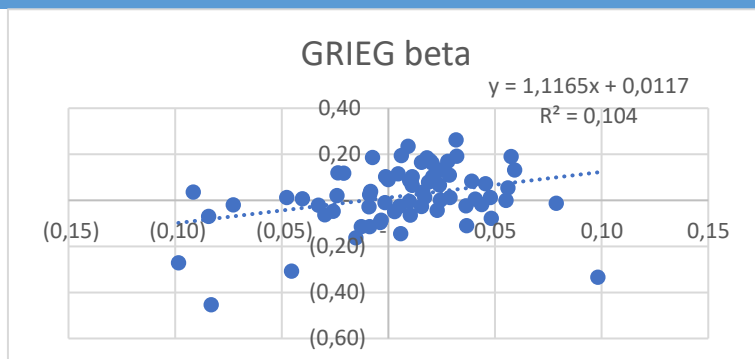
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,057422473	0,057422473	8,587255369	0,004586658
Residualer	69	0,461398952	0,006686941		
Totalt	70	0,518821425			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,014573782	0,009851073	1,479410608	0,14358188	-0,005078571	0,034226136	-0,005078571	0,034226136
X-variabel 1	0,759438423	0,259158452	2,930401912	0,004586658	0,242431458	1,276445388	0,242431458	1,276445388

Figur 17-2 Regresjonsanalyse for SalMar opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017b)

GRIEG

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,322460514
R-kvadrat	0,103980783
Justert R-kvadrat	0,090994998
Standardfeil	0,12450057
Observasjoner	71



Variansanalyse

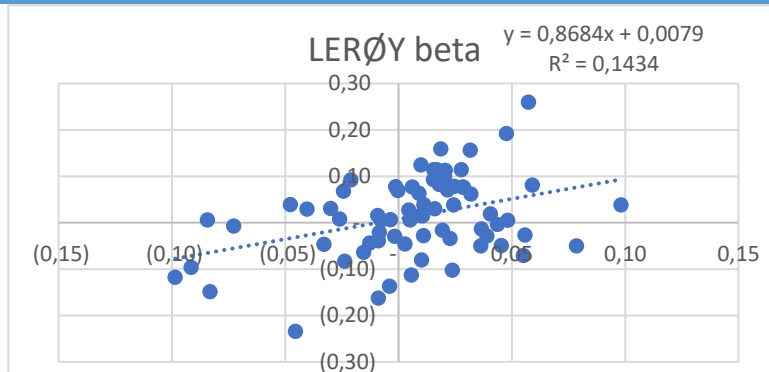
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,124115932	0,124115932	8,00727699	0,006096514
Residualer	69	1,069527045	0,015500392		
Totalt	70	1,193642976			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,011713099	0,014998269	0,780963383	0,43749528	-0,018207629	0,041633826	-0,018207629	0,041633826
X-variabel 1	1,116517119	0,394568999	2,829713235	0,006096514	0,329373503	1,903660735	0,329373503	1,903660735

Figur 17-3 Regresjonsanalyse for Grieg opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017c)

Lerøy

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,378631311
R-kvadrat	0,14336167
Justert R-kvadrat	0,130946621
Standardfeil	0,080632384
Observasjoner	71



Variansanalyse

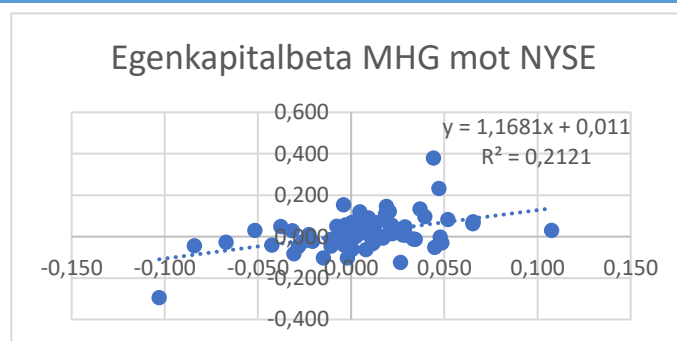
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,075076434	0,075076434	11,54741138	0,001130306
Residualer	69	0,448609112	0,006501581		
Totalt	70	0,523685546			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,007869234	0,009713579	0,810127126	0,420652357	-0,011508826	0,027247295	-0,011508826	0,027247295
X-variabel 1	0,868367257	0,255541312	3,398148228	0,001130306	0,358576288	1,378158226	0,358576288	1,378158226

Figur 17-4 Regresjonsanalyse for Lerøy opp mot OSEBX i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017d)

Marine Harvest opp mot NYSE

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,460525259
R-kvadrat	0,212083514
Justert R-kvadrat	0,199375183
Standardfeil	0,080035922
Observasjoner	64



Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,106902612	0,106902612	16,68854262	0,000128601
Residualer	62	0,397156425	0,006405749		
Totalt	63	0,504059037			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,01098225	0,01015081	1,081908733	0,28348321	-0,00930893	0,03127343	-0,00930893	0,03127343
X-variabel 1	1,168104652	0,285938443	4,085161272	0,000128601	0,596521849	1,739687454	0,596521849	1,739687454

Figur 17-5 Regresjonsanalyse for Marine Harvest opp mot NYSE i perioden 2011-2016 (Yahoo Finance, 2017e)

17.2 Egenkapitalbeta utregning

Vektet NDK prosent	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
EK							
Lerøy	6060,6	6000,7	6882,6	7741,8	8294,9	11877,1	
NDK	8259,1	8259,1	9080,6	9741,8	11009,0	15278,8	
NDK/%	73 %	73 %	76 %	79 %	75 %	78 %	76,1 %
Vekting	61 %	59 %	55 %	53 %	53 %	52 %	
Grieg	1839,6	1588,3	1859,5	2208,4	2179,2	2754,0	
NDK	3112,5	2974,4	3145,8	3826,8	3894,1	4387,2	
NDK%	59 %	53 %	59 %	58 %	56 %	63 %	58,1 %
Vekting	14 %	14 %	12 %	17 %	18 %	20 %	
SalMar	2172,4	2726,2	4407,5	4518,3	4498,1	5165,8	
NDK	4849,9	5518,7	6196,0	6822,0	7130,2	7530,0	
NDK%	45 %	49 %	71 %	66 %	63 %	69 %	62,1 %
Vekting	25 %	27 %	32 %	30 %	29 %	27 %	
NDK% Vektet	64 %	64 %	72 %	72 %	68 %	72 %	69,3 %

Figur 17-6 Vektet netto driftskapitalprosent i perioden 2011-2016

Beregning av egenkapitalbeta basert på bransjens forretningsbeta	
Egenkapitalbeta Bransje	0,8883
Justert EK-beta bransje	0,9255
Markedsbeta	1
Vektet EK/NDK	0,69
Forretningsbeta	0,640923694
EK% MHG	0,60
Forretningsbeta ujustert	0,615134135
Egenkapitalbeta ujustert	0,967502988
Justeringsfaktor	0,33
Juster EK-Beta	0,978335325

Figur 17-7 Beregning av egenkapitalbeta basert på bransjens forretningsbeta

17.3 Multiplikatorer fra markedskonsensus

Konsensus	GRIEG	SALMAR	LERØY	MARINE HARVEST	
P/B		2,82	4,37	2,11	3,37
EV/EBIT		5,44	8,79	7,83	10
EV/EBITDA		4,9	7,9	6,87	8,27
P/E		11,2	10,87	9,88	13,68
P/S		1,14	2,59	1,42	2

Figur 17-8 Multiplikatorer fra konsensus i markedet (Bloomberg terminal)