



Fundamental verdivurdering av Marine Harvest Group

Trond Pripp og Terje Selland

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon 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.

Sammendrag

Hensikten med utredningen er å finne et fundamentalt verdiestimat på aksjen til Marine Harvest Group, heretter kalt Marine Harvest, basert på egenkapitalestimatet til selskapet pr. 31.12.2016. Komparativ verddivurdering er valgt som supplerende metode.

En syklisk bransje med volatile laksepriser, biologiske utfordringer og lite diversifisert produktspekter indikerer betydelig strategisk risiko for Marine Harvest. For perioden 2011-2016 konkluderer vi med en strategisk fordel på 14,4 %, hvilket indikerer at Marine Harvest er et svært lønnsomt selskap. En oppgangssyklus med stigende laksepriser og begrenset konkurranse som følge av store inngangsbarrierer indikerer en strategisk fordel som i hovedsak fraskrives en bransjefordel. Marine Harvest har en marginal ressursulempe som følge av selskapets internasjonale eksponering og oppstart av nye forretningsområder. Basert på analysen foreligger det indikasjoner på at selskapet i begrenset grad har utnyttet sine ressurser innen størrelse, global produksjon og videreforedling.

Marine Harvest vil følge en satsningsstrategi med oppkjøp og fokus på teknologisk utvikling. Stor fremtidig etterspørsel fra Kina og andre vekstøkonomier vil forlenge oppgangssyklusen i bransjen selv om tilbudet øker gradvis. Over tid vil teknologisk utvikling bidra til lavere inngangsbarrierer og betydelig økt produksjonskapasitet, slik at marginene i bransjen faller. Bransjefordelen vil dermed, på lang sikt, reduseres til en mindre fordel som følge av konsesjonssystemet og en kapitalintensiv bransje. Over tid vil Marine Harvest organisere sine interne ressurser mer effektivt slik at ressursulempen bortfaller. På lang sikt vil Marine Harvest sin tidlige satsning med global produksjon og videreforedling gi førstetrekkefordeler. Som følge av en mindre bransjefordel og en marginal ressursfordel forventes en varig strategisk fordel på 2 % for Marine Harvest.

Fundamentalt verdiestimat beregnet til 172,1 kroner, justert for konkurrisiko, blir stående som vårt endelige verdiestimat. Basert på en aksjekurs på 155,7 kroner pr. 31.12.2016 og en feilmargin på 10 %, konkluderer vi med at aksjen til Marine Harvest er undervurdert og gir en kjøp-anbefaling. Vi påpeker at simulering- og sensitivitetsanalyse viser stor usikkerhet rundt verdiestimatet.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet i 2. semester og utgjør vårt selvstendige arbeid på studiet «Master i regnskap og revisjon» (MRR) ved Norges Handelshøyskole.

Masterutredningen følger rammeverket i kurset «Regnskapsanalyse og verddivurdering» som foreleses av professor Kjell Henry Knivsflå. Vi har skrevet utredningen samtidig som vi har fulgt kurset våren 2017, noe som har gitt oss litt ekstra utfordringer underveis i skriveprosessen. Det har vært en lærerik prosess hvor samarbeidet har fungert meget bra.

Vi ønsket å skrive en oppgave innen verddivurdering da temaet gir muligheter til å benytte kunnskaper fra flere fagområder som strategi, finans og regnskap. Samtidig har utredningen gitt oss gode kunnskaper innen regnskapsanalyse og verddivurdering som er svært relevant for en revisors arbeidsområder.

Temaet ga oss i tillegg en mulighet til å fordype oss i en interessant bransje som begge ønsket å lære mer om. Lakseoppdrett pekte seg tidlig ut som en aktuell bransje da flere store oppdrettsselskap er lokalisert med hovedkontor i Bergen. På Oslo Børs er det notert 8 selskaper som driver i ulik grad med lakseoppdrett. Vi valgte å skrive om Marine Harvest som er verdens største oppdrettsselskap og et selskap som vi kjente gjennom mye omtale i media. Sett i ettertid er det en avgjørelse som vi er godt fornøyde med da masterutredningen har gitt oss veldig god innsikt i et spennende selskap og i en bransje som kommer til å være en av de store næringene i Norge i fremtiden.

Vi vil gjerne takke vår veileder, Kjell Henry Knivsflå, for konstruktive tilbakemeldinger under arbeidet vårt med utredningen.

Bergen, juni 2017

Trond Pripp

Terje Selland

Forkortelser

Arpu	Average revenue per unit	LVEK	Likvidasjonsverdi
AVD	Avdrag	MF	Marginfordel
BFD	Bransjefordel drift	MI	Minoritetsinteresser
CAPM	Kapitalverdimodellen	mid	Minoritetsdel
DE	Driftsrelaterte eiendeler	mig	Minoritetsgrad
DF	Driftsfordel	mik	Minoritetskrav
DG	Driftsrelatert gjeld	mir	Minoritetsrentabilitet
DI	Driftsinntekt	m_k	Multiplikator
div	Driftsinntekstvekst	mrd	Markedsrisikodel
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	mrp	Markedsrisikopremie
dss	Driftsskattesatsen	MTB	Maksimalt tillatt mengde biomasse
EBIT	Inntjening før renter og skatt	NBU	Netto betalt utbytte
eff	Effektivitet	NDE	Netto driftseiendeler
EK	Egenkapital	ndk	Netto driftskrav
ekk	Egenkapitalkravet	NDK	Netto driftskapital
ekr	Egenkapitalrentabilitet	ndm	Netto driftsmargin
eku	Egenkapitalutdeling	ndr	Netto driftsrentabilitet
ekv	Egenkapitalvekst	NDR	Netto driftsresultat
EPS	Earning per share	ndss	Normalisert driftsskattesats
EV	Enterprise Value	NFG	Netto finansiell gjeld
FAM	Finansielle anleggsmidler	nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
FE	Finansielle eiendeler	nfgk	Netto finansielt gjeldskrav
fed	Finansiell eiendelsdel	nfr	Netto finansiell gjeldsrente
feg	Finansiell eiendelsgrad	NFI	Netto finansinntekter
fek	Finansiell eiendelskrav	NFK	Netto finanskostnader
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet	NMR	Netto minoritetsresultat
FF	Finansieringsfordel	NRE	Netto resultat til egenkapital
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler	NRS	Nettoresultat til sysselsatt kapital
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld	OBSFX	Sjømatindeksen
FFMI	Finansieringsfordel minoritetsinteresser	OBX	25 mest likvide aksjer på Oslo Børs
FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	OCI / AFR	Annet fullstendig resultat
FG	Finansiell gjeld	OF	Omløpsfordel
fgd	Finansiell gjeldsdel	OM	Omløpsmidler
fgg	Finansiell gjeldsgrad	onde	Omløpet til netto driftseiendeler
fgk	Finansiell gjeldskrav	OSEBX	Oslo Børs
fgr	Finansiell gjeldsrente	r	Rentabilitet
fiss	Finansinntektskattesats	r_f	Risikofri rente
FKD	Fri kontantstrøm drift	RFD	Ressursfordel drift
FKFE	Fri kontantstrøm finansielle eiendeler	r_m	Markedsavkastning
FKFG	Fri kontantstrøm finansiell gjeld	r_{OSEBX}	Månedlig børsavkastning til Oslo Børs
FKS	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	RSK	Resultat til sysselsatt kapital
FKSS	Finanskostnadsskattesats	s	Skattesats
FNR	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	SP	Superprofitt
FOM	Finansielle omløpsmidler	SSK	Sysselsatt kapital
FOR	Fordringer	sss	Selskapskattesats
FoU	Forskning og utvikling	TK	Totalkapital
FVEK	Fundamental verdi ved fortsatt drift	UNDR	Unormalt netto driftsresultat
g	Vekstfaktor	UNFR	Unormalt netto finansresultat
GFD	Gearingfordel drift	UNMR	Unormalt netto minoritetsresultat
GWE	Slaktevolum	VAP	Verdiøkende produkt
IFRS	International Financial Reporting Standards	VEK	Verdien av egenkapital
ilp	Illikviditetspremie	VMI	Virkelig minoritetsinteresser
INV	Investeringer	VNDK	Virkelig netto driftskapital
k	Avkastningskrav	VNFG	Virkelig netto finansiell gjeld
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	VSSK	Virkelig sysselsatt kapital
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld	WACC	Vektet kapitalavkastningskrav
KG	Kortsiktig gjeld	β	Beta
KON	Kontanter	ΔSP	Superprofittvekst
krp	Kreditrisikopremie	ϵ	Feilledd
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld		

Innholdsfortegnelse

INNLEDNING	1
1.1 MÅLSETNING	1
1.2 AVGRENSNING	1
1.3 STRUKTUR	2
2. PRESENTASJON AV MARINE HARVEST GROUP OG OPPDRETTSBRANSJEN.....	4
2.1 INTRODUKSJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN	4
2.2 MARINE HARVEST	5
2.2.1 Eierinteresser og kursutvikling	6
2.2.2 Strategi.....	7
2.2.3 Forretningsområder.....	8
2.3 MAKROFORHOLD	11
2.3.1 Politiske og juridiske faktorer.....	11
2.3.2 Økonomiske og sosiale faktorer.....	12
2.3.3 Miljømessige og teknologiske faktorer.....	15
2.4 OPPDRETTSBRANSJEN	17
2.4.1 Atlantisk laks.....	17
2.4.2 Produksjonsprosessen.....	18
2.4.3 Salg og distribusjon	20
2.4.4 Produksjonskostnader.....	21
2.5 KOMPARATIVE SELSKAP	22
2.5.1 Lerøy Seafood	22
2.5.2 SalMar	23
2.5.3 Grieg Seafood	24

2.6	SÆREGNE RESSURSER I MARINE HARVEST	24
2.6.1	<i>Fôrproduksjon</i>	24
2.6.2	<i>Størrelsen</i>	25
2.6.3	<i>Videreforedling</i>	25
2.6.4	<i>Global produksjon</i>	26
3.	VALG AV METODE FOR VERDIVURDERING	27
3.1	VERDIVURDERINGSMETODE	27
3.1.1	<i>Fundamental verdivurdering</i>	27
3.1.2	<i>Komparativ verdivurdering</i>	29
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdivurdering</i>	30
3.2	VALG AV METODE	31
3.2.1	<i>Historisk regnskapsinformasjon / tilgjengelig informasjon</i>	31
3.2.2	<i>Fase i livssyklusen</i>	32
3.2.3	<i>Oppsummering av valg av verdivurdering</i>	34
3.3	RAMMEVERK – FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	34
4.	STRATEGISK ANALYSE	37
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	37
4.2	EKSTERN BRANSJEANALYSE	38
4.2.1	<i>Makroanalyse - PESTEL</i>	38
4.2.2	<i>Bransjeanalyse - “Porter’s 5 krefter”</i>	44
4.2.3	<i>Oppsummering av ekstern bransjeanalyse</i>	52
4.3	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	53
4.3.1	<i>KIKK</i>	53
4.3.2	<i>SVIMA</i>	56

4.3.3	<i>Oppsummering av intern ressursorientert analyse</i>	61
4.4	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL.....	63
4.4.1	<i>Bransjefordel</i>	63
4.4.2	<i>Ressursfordel</i>	64
4.4.3	<i>Konklusjon – Strategisk fordel</i>	65
4.4.4	<i>SWOT</i>	65
5.	REGNSKAPSANALYSE	67
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	67
5.2	PRAKTISKE VALG	67
5.2.1	<i>Valg av analysenivå</i>	67
5.2.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	68
5.2.3	<i>Valg av komparative selskap</i>	68
5.3	PRESENTASJON AV BALANSE OG RESULTAT	69
5.3.1	<i>Viktige hendelser i analyseperioden</i>	70
5.4	OMGRUPPERING	71
5.4.1	<i>Omgruppering av resultatet</i>	71
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	78
5.5	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	82
5.5.1	<i>Biomasse</i>	83
5.5.2	<i>Forskning og utvikling</i>	84
5.5.3	<i>Oppsummering justering</i>	84
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSER	86
6.	ANALYSE AV RISIKO	87
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE	88

6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	88
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	89
6.1.3	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad</i>	90
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	91
6.1.5	<i>Fri kontantstrøm</i>	92
6.1.6	<i>Fremtidig gjeldsdekning</i>	94
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE	95
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	95
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	96
6.2.3	<i>Kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse</i>	96
6.3	SYNTETISK RATING	98
7.	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	101
7.1	TEORI FOR FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAV.....	101
7.1.1	<i>Vektet kapitalavkastningskrav - WACC</i>	101
7.1.2	<i>Kapitalverdimodellen – CAPM</i>	101
7.2	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	103
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	103
7.2.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	103
7.2.3	<i>Markedets risikopremie</i>	106
7.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	107
7.2.5	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	108
7.3	FINANSIELLE KRAV	109
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	109
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	110

7.4	SELKAPSKRAV.....	112
7.4.1	<i>Netto driftsbeta.....</i>	<i>112</i>
7.4.2	<i>Netto driftskrav</i>	<i>112</i>
7.5	AVKASTNINGSKRAV TIL BRANSJEN.....	113
8.	LØNNSOMHETSANALYSE.....	114
8.1	SUPERRENTABILITET – STRATEGISK FORDEL.....	114
8.2	DRIFTSFORDEL.....	115
8.2.1	<i>Driftsfordel – Bransjefordel.....</i>	<i>116</i>
8.2.2	<i>Driftsfordel – Ressursfordel.....</i>	<i>117</i>
8.2.3	<i>Driftsfordel – Gearingfordel.....</i>	<i>124</i>
8.2.4	<i>Oppsummering - Driftsfordel.....</i>	<i>124</i>
8.3	FINANSIERINGSFORDEL.....	125
8.3.1	<i>Netto finansiell gjeld.....</i>	<i>125</i>
8.3.2	<i>Finansielle eiendeler.....</i>	<i>125</i>
8.3.3	<i>Finansiell gjeld</i>	<i>126</i>
8.3.4	<i>Finansieringsfordel – Minoritetsinteresser.....</i>	<i>127</i>
8.3.5	<i>Oppsummering – Finansieringsfordel</i>	<i>127</i>
8.4	STRATEGISK FORDEL – DRIFTSFORDEL OG FINANSIERINGSFORDEL	128
9.	FREMTIDSREGNSKAP – BUDSJETT	130
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	130
9.1.1	<i>Analyse av vekst.....</i>	<i>130</i>
9.1.2	<i>Valg av budsjetthorisont T.....</i>	<i>132</i>
9.1.3	<i>Budsjettering fra 0 til T.....</i>	<i>133</i>
9.2	FREMTIDSREGNSKAP OG FRI KONTANTSTRØM.....	143

9.2.1	<i>Fremtidsresultat</i>	144
9.2.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	145
9.2.3	<i>Fremtidig fri kontantstrøm</i>	145
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	146
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL	146
10.2	FINANSIELLE KRAV	148
10.2.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	148
10.2.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	150
10.2.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	151
10.3	SELKAPSKRAV	151
10.4	ANALYSE AV BUDSJETT – SUPERRENTABILITET	152
10.4.1	<i>Strategisk fordel i fremtidsregnskapet</i>	152
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	158
11.1	EGENKAPITALMETODEN	158
11.1.1	<i>Fri kontantstrømmodellen / Utbyttmodellen</i>	158
11.1.2	<i>Superprofittmodellen</i>	159
11.1.3	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	160
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN	160
11.2.1	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	161
11.2.2	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	162
11.3	VERDSETTELSE AV MINORITETSINTERESSER	162
11.4	OPPSUMMERING – BUDSJETTERTE VEKTER	163
11.5	KONVERGERINGSPROSESS – VERDIVEKTER	163
11.6	KONKURSRIKISO	164

11.7	FUNDAMENTALT P/B-FORHOLD OG P/E-FORHOLD.....	165
11.7.1	<i>Sammenligning mot konsensus</i>	166
11.8	USIKKERHET.....	166
11.8.1	<i>Simulering – Crystal Ball</i>	167
11.8.2	<i>Resultater fra simuleringsanalyse</i>	170
11.8.3	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	172
11.8.4	<i>Oppsummering – Crystal Ball og sensitivitetsanalyse</i>	174
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	176
12.1	MULTIPLIKATORMODELLER.....	176
12.2	KOMPARATIVE SELSKAP.....	176
12.2.1	<i>Pris/Bok forholdet</i>	178
12.2.2	<i>Pris/Fortjeneste forholdet</i>	178
12.2.3	<i>EV/EBIT forholdet</i>	179
12.2.4	<i>EV/kilo</i>	180
12.3	KOMPARATIVT VERDIESTIMAT OG HANDLINGSSTRATEGI.....	181
13.	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI.....	183
13.1	OPPSUMMERING.....	183
13.2	HANDLINGSSTRATEGI.....	184
13.2.1	<i>Handlingsstrategi pr. 31.12.2016</i>	184
13.2.2	<i>Handlingsstrategi pr. 01.06.2017</i>	185
13.2.3	<i>Konklusjon</i>	185
	LITTERATURLISTE.....	186
	FIGUR-, FORMEL- OG TABELLOVERSIKT.....	193
	FIGUROVERSIKT.....	193
	FORMELOVERSIKT.....	194

TABELLOVERSIKT	195
VEDLEGG.....	199
VEDLEGG 1 – REGRESJONSANALYSE BETA	199
VEDLEGG 2 – JUSTERT OG OMGRUPPERT BRANSJETALL.....	199

Innledning

1.1 Målsetning

Masterutredningen er en fundamental verdivurdering av oppdrettsselskapet Marine Harvest. Målsetningen er å finne et verdiestimat på aksjen til Marine Harvest basert på vårt estimat av egenkapitalverdien pr. 31.12.2016. En sammenligning av verdiestimatet mot børsverdien på Oslo Børs indikerer om aksjen til Marine Harvest er over- eller undervurdert, hvor verdiestimatet deretter blir brukt som grunnlag for en anbefalt handlingsstrategi av aksjen.

Verdiestimatet blir utarbeidet på grunnlag av en strategisk regnskapsanalyse som gir innsikt i underliggende økonomiske forhold i Marine Harvest, og er grunnlaget for budsjettering av fremtidsregnskap og –krav. Ved å diskontere fremtidige kapitalverdier fastsettes et fundamentalt verdiestimat. Vi påpeker at verdivurderingen baseres på flere forutsetninger, noe som medfører betydelig usikkerhet rundt verdiestimatet. Det suppleres med en komparativ verdivurdering og det endelige verdiestimatet fastsettes ved en vurdering av fundamentalt og komparativt verdiestimat. Problemstillingen vår blir dermed som følgende:

«Hva er egenkapitalverdien i Marine Harvest Group pr. 31.12.2016 og er aksjen riktig priset basert på selskapets underliggende verdier?»

1.2 Avgrensning

Masterutredningen er investororientert da den konkluderer med en anbefalt handlingsstrategi av aksjen til Marine Harvest. Utredningen avgrenses til å bygge på offentlig kjent informasjon i markedet, da innsideinformasjon ikke kan benyttes til en handlingsstrategi jf. verdipapirhandelloven § 3-3. Års- og kvartalsrapporter utgjør hoveddelen av innhentet offentlig informasjon, supplert med artikler og rapporter fra internett.

En masterutredning basert på offentlig informasjon medfører enkelte begrensninger. Generelt er Marine Harvest svært transparente i sin informasjon mot markedet da selskapet oppgir et ønske om å bidra til riktig prising av selskapet. Årsrapportene er omfattende og detaljerte, men noteinformasjonen er derimot noe begrenset slik at vi måtte gjøre enkelte forutsetninger i regnskapsanalysen.

Masterutredningen benytter fundamental verdivurdering som metode og supplerer med en komparativ verdivurdering. Masterutredningen begrenses dermed til to metoder, men vi påpeker at en fundamental verdivurdering er en svært grundig analysemetode.

Analyseperioden er begrenset til 6 år, det vil si 2011-2016, hvor sist oppdaterte regnskapsinformasjon er hentet fra årsrapporten for 2016. Det hadde vært ideelt å oppdatere verdiesimatet med regnskapsinformasjon fra 1. kvartal 2017, som ble offentliggjort 10.05.2017. Av tidshensyn har vi valgt å ikke oppdatere regnskapsanalysen, slik at verdsettelsestidspunktet settes til 31.12.2016.

Regnskapsanalysen er utført på konsernnivå fremfor selskapsnivå med forretningsområder. Det foreligger begrenset regnskapsinformasjon om forretningsområdene som gjør at en analyse på konsernnivå er å foretrekke. Vi påpeker at forretningsområdene i Marine Harvest er tett integrert mot kjernevirksomheten som er oppdrett av laks.

Det finnes et stort antall oppdrettsselskap både nasjonalt og internasjonalt hvor vi har måtte begrense antall komparative virksomheter til Lerøy Seafood, SalMar og Grieg Seafood. For begrunnelse henvises leseren til delkapittel 2.5.

1.3 Struktur

Masterutredningen er basert på rammeverket til fundamental verdivurdering som presenteres i kurset «Regnskapsanalyse og verdivurdering». Rammeverket har en struktur som er svært grundig i alle steg og meget godt tilpasset til en masterutredning.

Utredningen er disponert i 3 større deler som danner grunnlaget for en handlingsstrategi. Den første delen består av strategisk analyse og valg av verdivurderingsmetode, jf. kapittel 2-4. Kapittel 2 er oppgavens faktagrunnlag og er bakgrunns materialet for strategisk analyse i kapittel 4. Strategisk analyse innebærer en ekstern analyse av bransjen og en intern analyse av Marine Harvest, hvor formålet er å få innsikt i strategisk fordel og risiko. I kapittel 3 redegjør vi for ulike verdivurderingsmetoder, vårt valg av metode og rammeverket til fundamental verdivurdering.

Den andre delen består av regnskapsanalyse, jf. kapittel 5-8. I kapittel 5 omgrupperes regnskapet til investororientert analyse og justeres for målefeil. Analyser av forholdstall gir innsikt i risiko og rentabilitet. Risiko analyseres i kapittel 6 og historiske avkastningskrav i

kapittel 7. I kapittel 8 utføres lønnsomhetsanalyser som begrunnes med innsikt fra strategiske analyser av Marine Harvest og bransjen.

Den tredje delen består av budsjettering av fremtidsregnskap og –krav i kapittel 9 og 10, basert på innsikt fra strategisk regnskapsanalyse i del 1 og 2. Avslutningsvis i kapittel 10 argumenteres det for om Marine Harvest vil ha en varig strategisk fordel. I kapittel 11 beregnes vårt fundamentale verdiestimat, inkludert analyser av usikkerhet. Komparativ verdivurdering blir utført i kapittel 12 som et supplement til fundamental verdivurdering.

Basert på vår vurdering av verdiestimatene fra fundamental- og komparativ verdivurdering avsluttes utredningen med en anbefalt handlingsstrategi av aksjen til Marine Harvest i kapittel 13.

2. Presentasjon av Marine Harvest Group og oppdrettsbransjen

I dette kapitlet presenteres informasjon vedrørende Marine Harvest og bransjen. Hensikten er å gi leseren innsikt i oppdrettsnæringen og kapitlet danner således bakgrunnsinformasjonen for strategisk analyse. Introduksjonen inkluderer makroforhold som er av betydning for lønnsomheten i oppdrettsnæringen og bransjespesifikke forhold som er viktige for å forstå verdiskapningen og konkurranseforhold. Etter introduksjonen av bransjen gir vi en kort presentasjon av komparative virksomheter til Marine Harvest, før vi avslutter kapitlet med å identifisere ressurser som skiller Marine Harvest fra «gjennomsnittsvirksomheten» i bransjen.

2.1 Introduksjon av oppdrettsnæringen

Havbruk og lakseoppdrett er en del av begrepet akvakultur som innebærer produksjon av akvatiske organismer, herunder vannlevende dyr og planter (Lovdata, 2015). Havbruk startet opp i slutten av 1950-årene, men det var først på Hitra i 1970 at verdens første oppdrettsanlegg med laks i merder ble etablert. I 1973 hadde oppdrettsnæringen fått et slikt omfang at Stortinget vedtok den første konsesjonsloven. Lovens formål var å regulere utviklingen av næringen slik at den styrket samfunnene langs kysten, og forhindre at den ble dominert av store industrikonsern. Videre ga loven myndighetene hjemmel til å stille krav til kvalitet og sunnhet ved anleggene (Laksefakta, 2017b). Veksten i antall konsesjoner var stor frem til 1978 da myndighetene innførte et midlertidig stopp. Det varte frem til oppdrettsloven kom i 1981, og det ble starten for konsesjonsrundene hvor oppdretterne konkurrerer om konsesjonene som myndighetene tilbyr. Utover 1980-tallet vokser produksjonen i næringen betydelig og eksporten starter opp (Laksefakta, 2017b). På denne tiden ble oppdrettsloven endret med mindre krav til eierbegrensninger og lokalt eierskap. Med større muligheter for fremmedfinansiering ble det starten på en stadig sterkere eierkonsentrasjon i havbruksnæringen (Hovland et al., 2017).

Myndighetene har gjennom mange år regulert næringen og Stortinget vedtok i 2005 akvakulturloven med formål om å «fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innen rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping langs

kysten» jf. akvakulturloven § 1. Innføringen av akvakulturloven medførte et fokus på bærekraftig vekst i næringen, hvor konsesjonsrunden i 2013 med grønne konsesjoner skulle stimulere til teknologiutvikling. I 2015 åpnet myndighetene for utviklingskonsesjoner, hvor hensikten er å stimulere næringen til å utvikle nye tekniske løsninger for oppdrett (Laksefakta, 2017b).

Havbruksnæringen er blitt en verdifull bidragsyter til at Norge er verdens nest største eksportør av sjømat etter Kina (Norges Sjømatråd, 2017a). Andelen fra havbruksnæringen har vært sterkt økende siste 10 år, se Figur 2-1. Totalt ble det eksportert sjømat for 91,6 milliarder kroner i 2016 hvorav 65,5 milliarder kroner stammer fra havbruksnæringen. Av de ulike fiskeartene som eksporteres står laks for 69 % av volumet og 61,43 milliarder kroner i verdi (Norges Sjømatråd, 2017b). I 2016 omsatte den norske oppdrettsnæringen 1,33 millioner tonn fisk og skalldyr. Atlantisk laks og regnbueørret utgjorde henholdsvis 93 % og 6,6 % av volumet, mens kveite og skalldyr utgjorde knappe 0,3 % (SSB, 2017).



Figur 2-1: Eksport av norsk sjømat (Norges sjømatråd, 2017).

2.2 Marine Harvest

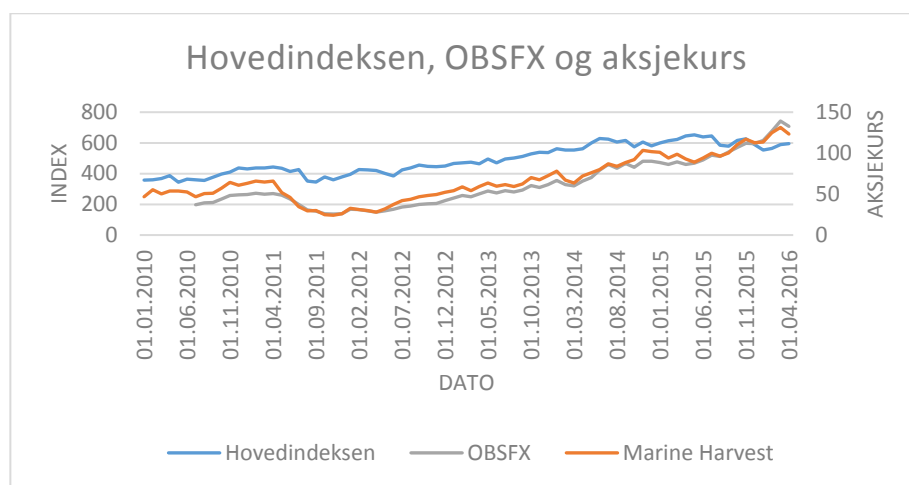
Marine Harvest sin over 50 år lange bakgrunn startet tilbake i 1965 under navnet Mowi. Gjennom årene har selskapet vokst gjennom organisk vekst, oppkjøp og fusjoner med andre sjømatselskap. Marine Harvest Group ble resultatet av en fusjon mellom Pan Fish, Fjord Seafood og Marine Harvest i slutten av 2006 og det dannet grunnlaget for selskapet slik vi kjenner det i dag (Marine Harvest, 2017b). Marine Harvest har virksomhet i 24 land med over 12 000 ansatte hvor i overkant av 1600 er ansatt i Norge. Det globale hovedkontoret er lokalisert i Bergen (Marine Harvest, 2017d).

Selskapet har en stabil toppledning med lang erfaring fra bransjen. Alf-Helge Aarskog har vært konsernsjef siden 2010 da han kom fra samme stilling i Lerøy Seafood. Aarskog har en mastergrad i akvakultur og har jobbet operativt i bransjen i mange år. Ole-Eirik Lerøy har vært styreleder siden 2009 da han kom fra stillingen som konsernsjef i Lerøy Seafood (Marine Harvest, 2016a, s. 104 og 136).

2.2.1 Eierinteresser og kursutvikling

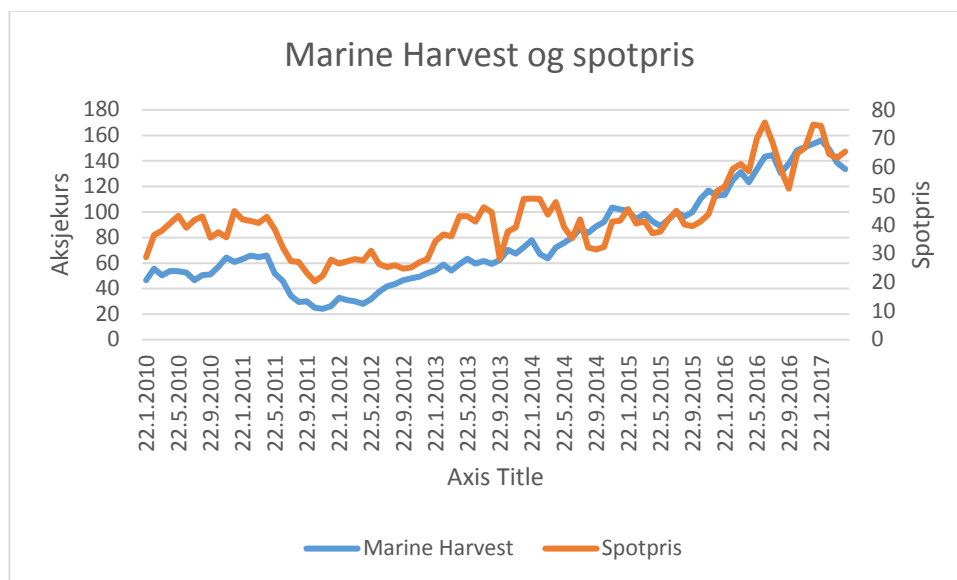
Marine Harvest ble børsnotert på Oslo Børs i 1997 og på New York Stock Exchange (NYSE) i 2014. Imidlertid har Marine Harvest annonsert en intensjon om å bli tatt av NYSE grunnet lav likviditet i aksjen og høye kostnader tilknyttet børsnoteringen (Marine Harvest, 2017a, s. 141). Største aksjonær pr. 12.05.2017 med 15,55 % eierandel er Geveran Trading som eies av investor John Fredriksen. Fredriksen er en langsiktig eier som har hatt store aksjonærposter i Marine Harvest siden 2005 og stod bak fusjonen i 2006. Folketrygdfondet er nest største aksjonær med 6,71 % eierandel (DN.no, 2017d).

Kursutviklingen til Marine Harvest er tett korrelert med hovedindeksen (0,88), og spesielt sjømatindeksen (0,98), se Figur 2-2. I likhet med bransjen har Marine Harvest hatt en meget god utvikling i aksjekursen, men selskapet har historisk også vært gjennom nedturer forårsaket av sykdomsutbrudd i Chile i 2008 og fall i lakseprisene i 2012. Aksjen til Marine Harvest har svært høy likviditet og er en del av OBX indeksen som er de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs rangert etter siste 6 måneders omsetning. Aksjekursen pr. 01.06.2017 er 151,0 kroner og det gir en markedsverdi av selskapet på 74 milliarder kroner (DN.no, 2017d).



Figur 2-2: Kursutvikling til Marine Harvest sammenlignet med Oslo Børs (Hovedindeksen) og sjømatindeksen (OBSFX) i analyseperioden (merk ulik y-aksje). Tall hentet fra Oslo Børs.

Børsutviklingen i sektoren er dessuten tett korrelert med utviklingen i referanseprisene på laks, se Figur 2-3, siden den er svært viktig for inntjeningen i bransjen. I perioden 2010-2017 eksisterer det en meget høy korrelasjon på 0,86 mellom aksjekursen og spotprisen. Sektoren har generelt hatt en formidabel utvikling de senere år.

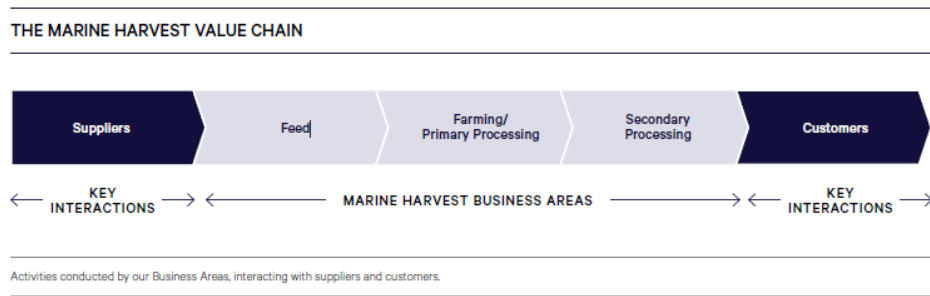


Figur 2-3: Utvikling av spotprisen og aksjekursen til Marine Harvest (merk ulik y-aksje). Tall hentet fra Oslo Børs.

2.2.2 Strategi

Marine Harvest sin strategi er formulert som følgende i årsrapporten for 2016: «We aim to be an integrated provider of proteins from the ocean, taking the lead in all key areas, from the production of fish feed to meeting the needs of the market. By integrating the entire value chain, we can control our products from feed to fork, and be more proactive in addressing challenges related to sustainable feed, farming and value-added processing (Marine Harvest, 2017a, s. 19).

Ved å integrere store deler av verdikjeden får Marine Harvest bedre kontroll over produksjonsprosessen og en større andel av den totale verdiskapningen, se Figur 2-4. En integrert produksjonsprosess skal hjelpe til å stabilisere kostnadene, kontrollere kvaliteten på produktene og gi forbedret effektivitet. Ambisjonen er at over tid, skal integreringen bidra til stabil inntjening ved å bli mindre utsatt for syklusene i lakseprisen og gi grunnlag for fremtidig vekst (Marine Harvest, 2016a, s. 20).



Figur 2-4: Marine Harvest verdikjede (Marine Harvest, 2016a, s.221)

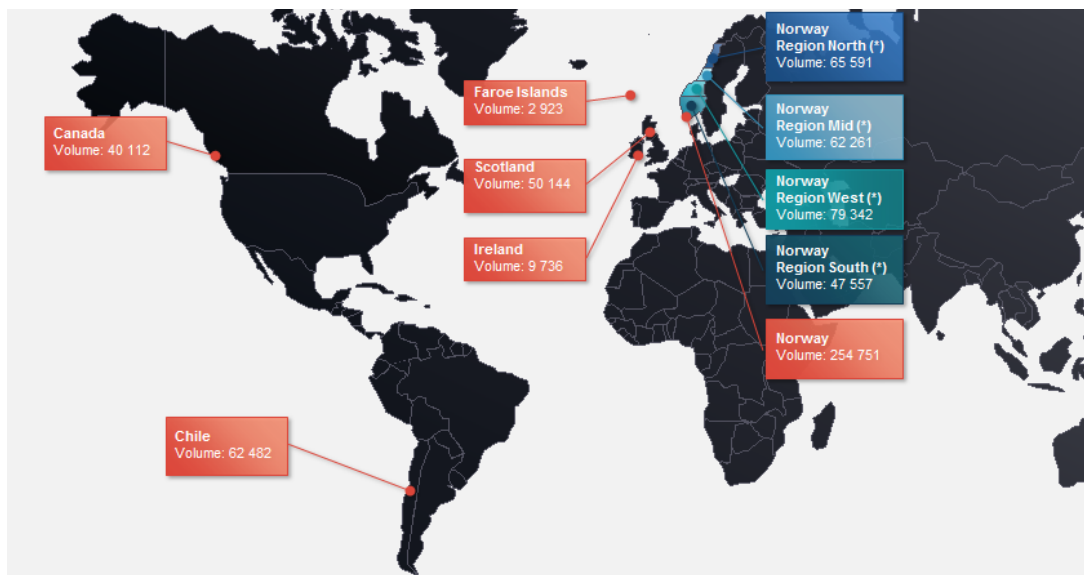
2.2.3 Forretningsområder

Marine Harvest ble reorganisert i 2010 til forretningsområdene *oppdrett* og *salg og marked*. I 2012 ble *fôrproduksjon* et nytt forretningsområde (Marine Harvest, 2017b). I 2015 ble det startet opp et forretningsområde innen *shipping* hvor Marine Harvest i 2016 inngikk et 50/50 joint venture rederi sammen med Deep Sea Supply, som for øvrig også er kontrollert av John Fredriksen. Hensikten er å oppnå kostnadsbesparelser på sikt ved å operere med egne fartøy (Marine Harvest, 2017a, s. 26).

Intern fôrproduksjon startet opp i 2014 med en fabrikk i Bjugn som på sikt skal gjøre selskapet selvforsynt med fôr i Norge. Pr. 2016 er det oppnådd en dekningsgrad på 87 % i Norge og 60 % globalt. Det er besluttet å bygge en ny fabrikk i Skottland som skal stå klar i 2018 da tredjepartskontraktene med andre fôrleverandører utløper. Den nye fabrikk skal forsyne anleggene til Marine Harvest i Storbritannia og Færøyene med fôr og vil ha en kapasitet på 170 000 tonn. Marine Harvest er den fjerde største fôrprodusenten med en produksjon på 310 242 tonn i 2016 av en global produksjon på rundt 4 millioner tonn (Marine Harvest, 2017a).

Innen forretningsområdet *oppdrett* er laks selskapets eneste produkt etter at et produksjonsanlegg for kveite ble solgt i 2016. Forretningsområdet inkluderer også primærprosessering (slakting) og noe sekundærprosessering (videreforedling) ved fabrikker nær oppdrettsanleggene (Marine Harvest, 2016a, s. 220). Marine Harvest er en internasjonal aktør som driver oppdrettsanlegg i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Selskapet styrer hele produksjonsprosessen fra stamfisk til slakting og videreforedling. Laks stod for 89,8 % av inntektene i 2016 hvor hel fersk laks utgjør 41,7 %, mens bearbeidet laks stod for 46,3 % (Marine Harvest, 2017a, s. 42).

Det samlede produksjonsvolumet for Marine Harvest utgjorde 380 621 tonn i 2016 av en verdensproduksjon på 1 948 700 tonn, noe som tilsvarer en markedsandel på 19,5 % (Marine Harvest, 2017a). Store deler av volumet innen lakseoppdrett er lokalisert i selskapets fire regioner i Norge, se Figur 2-5.

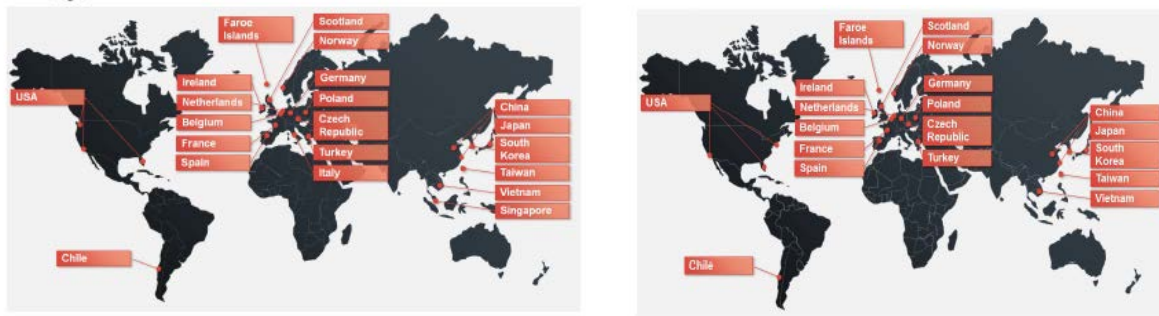


Figur 2-5: Marine Harvest produksjon (merk 2015 tall) (Marine Harvest, 2016a, s. 87)

Det søkes stadig etter nye strategiske vekstmuligheter innen forretningsområdet oppdrett, hvor det i 2017 er godkjent et oppkjøp av konsesjoner på østkysten av Canada. Det er en ny produksjonsregion for selskapet som gir bedre markedstilgang i Nord-Amerika. Et annet viktig satsningsområde er forbedring av smoltproduksjonen for blant annet oppnå kostnadsreduksjoner, forkortet vekstfase i sjø og redusert biologisk risiko (Marine Harvest, 2017a, s. 26)

Forretningsområdet *salg og marked* er delt i to segmenter. *Marked* tar seg av salg, logistikk og levering av primærprosesserte produkter til tredjepartskunder og til interne sekundærprosesseringsanlegg. *Consumer Products* inkluderer de europeiske sekundærprosesseringsanleggene, videreforedling og salg av produkter ut mot kundene (Marine Harvest, 2016a, s. 220).

Marine Harvest sine primær- og sekundærprosesseringsanlegg er plassert i strategisk viktige posisjoner som gir nærhet til markedene i EU, USA og Asia, se Figur 2-6. En viktig hendelse relatert til forretningsområdet var i 2013 da selskapet kjøpte det polske lakseforedlingselskapet Morpol. Selskapet driver i dag kun med videreforedling og er verdens største innkjøper av laks (Sysla, 2015).

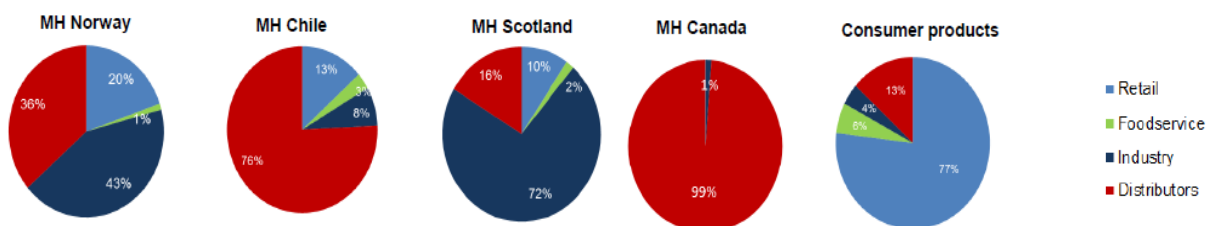


Figur 2-6: Lokalisering Marine Harvest (Marine Harvest, 2016c, s. 88-89). Oversikt over salg og marked (figur til venstre) og primær-/sekundærprosessering (figur til høyre).

Marine Harvest har en ledende posisjon innen Consumer Products og fokuserer på vekst i segmentet. Produktene selges i mer enn 70 land ved hjelp av et omfattende globalt salgnettverk. De største markedene er EU (2,6 milliarder Euro), Amerika (536 millioner Euro) og Asia (301 millioner Euro) (Marine Harvest, 2016c, s. 88) .

Marine Harvest har en strategi om å øke kapasiteten til å produsere en større andel videreforedlete produkt. Det har sammenheng med at produktene har mer stabile forbrukerpriser, og reduserer selskapets risiko for volatile spotpriser på laks. Anskaffelsen av Morpol, nye fabrikker i USA og utvidet kapasitet på eksisterende fabrikker er strategiske tiltak som er gjennomført innen forretningsområdet seneste år.

Produktene til Marine Harvest blir solgt til dagligvare, storhusholdning, industri og distributører. Figur 2-7 viser hvordan salgskanalene fordeler seg i de 5 forretningsenhetene til Marine Harvest.



Figur 2-7: Marine Harvest salgskanaler (Marine Harvest, 2016c, s. 90)

2.3 Makroforhold

Delkapittelet er inndelt i kategorier som gir en hensiktsmessig presentasjon av betydningsfulle makroforhold for eksternanalysen i kapittel 4.2.

2.3.1 Politiske og juridiske faktorer

Offentlige reguleringer

Det er etablert konsesjonssystem i alle produksjonsland som regulerer næringen i ulik grad. I Norge blir konsesjonene gitt av Nærings- og fiskeridepartementet og administreres av Fiskeridirektoratet. Totalt var det utdelt 974 lisenser pr. 2015 i Norge (Marine Harvest, 2016c, s. 57).

Konsesjonene kan i utgangspunktet omsettes fritt etter tildeling, enten ved salg mellom selskaper eller gjennom oppkjøp. Tidligere begrenset norsk lovgivning hvor stor andel av biomassen en aktør kunne eie i Norge med inntil 15 % før en måtte søke til myndighetene. For å få innvilget en større andel måtte søkeren innfri særskilte krav, men begrensningen ble fjernet i 2015. Etter nye reguleringer kan ingen aktør eie mer enn 50 % av den totale biomassen i Fiskeridirektoratets regioner (Marine Harvest, 2016c, s. 58).

Oppdrettstillatelsene blir utdelt med hjemmel i akvakulturloven. Loven begrenser den maksimale mengden biomasse, heretter kalt MTB, knyttet til hver oppdrettstillatelse. I forskrift om drift av akvakulturanlegg er biomasse definert som «Den til enhver tid stående biomasse av levende fisk (målt i kilo eller tonn)», så MTB regulerer dermed hvor mye levende fisk innehaver av tillatelsen kan ha stående i sjøen til enhver tid. MTB er regulert henholdsvis på lokalitets- og selskapsnivå, og en standard tillatelse til matfiskproduksjon av laks, ørret og regnbueørret er 780 tonn. Det er unntak for Troms og Finnmark med tillatelse for inntil 945 tonn (Fiskeridirektoratet, 2016a).

En norsk arbeidsgruppe har utarbeidet en rapport som blant annet tar for seg fremtidig verdiskapning innen havbruk. Arbeidsgruppen uttrykker at gitt visse forutsetninger kan det oppnås en produksjon av laks og ørret på 5 millioner tonn i 2050, noe som tilsvarer omlag en femdobling fra dagens nivå (Olafsen et al., 2012). Det er en målsetning som også norske myndigheter har gitt støtte til under rette forutsetninger (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016b). Fra 1. oktober 2017 innføres et nytt reguleringssystem for havbruksnæringen som foreløpig er kjent som trafikklyssystemet. Systemet deler Norge i 13 produksjonsområder

langs kysten og skal bidra til å sikre vekst der hvor miljøet tillater det og næringen kan dokumentere tilfredsstillende kontroll. Produksjonsområdene blir delt inn i grønne, gule og røde hvor grønne områder kan få vekst innvilget, mens veksten skal fryses i gule og røde områder (Nærings- og fiskeridepartementet, 2017c). I grønne områder vil det bli innvilget en vekst på maksimalt 6 % annet hvert år (Marine Harvest, 2016c, s. 57).

Internasjonal handelspolitikk

Politiske konflikter har ved flere anledninger fått konsekvenser for oppdrettsnæringen, hvor det i senere år er konfliktene med Kina og Russland som har fått mest oppmerksomhet.

I 2010 kuttet Kina all diplomatisk kontakt med Norge etter at Nobels fredspris ble tildelt den kinesiske menneskerettighetsforkjemperen Liu Xiabo. Det fikk store konsekvenser for norsk eksport til Kina. Et viktig steg for å kunne gjenopprette handelen mellom Norge og Kina var i desember 2016 da norske og kinesiske myndigheter annonserte at den diplomatiske kontakten mellom landene skal normaliseres igjen (E24, 2016c). Utover våren 2017 har arbeidet med å opprette handelsavtaler blitt videreført av norske myndigheter og næringsliv (Nærings- og fiskeridepartementet, 2017b).

I august 2014 innførte Norge, EU og USA sanksjoner mot Russland som følge av den pågående konflikten i Ukraina. Russland svarte med importstans av matvarer fra Norge, EU og USA (E24, 2016b).

På 1990- og 2000-tallet ble den norske oppdrettsnæringen utsatt for handelshindringer i viktige markeder. USA innførte i 1991 en straffetoll på 26 % etter anklager om dumping av lakseprisene (Laksefakta, 2017b). EU hadde over en periode på 20 år løpende handelshindringer mot norsk laks, inntil Norge i 2008 vant frem i en rettssak mot EU. Bortsett fra ordinær toll på 2 % for hel, fersk laks og 13 % for røkt laks møter ikke norsk laks lengre handelshindringer i EU (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016a). Andre uavklarte handelspolitiske faktorer som kan påvirke bransjen er Storbritannias uttreden fra EU, populært kalt «Brexit». (Norges Sjømatråd, 2017c).

2.3.2 Økonomiske og sosiale faktorer

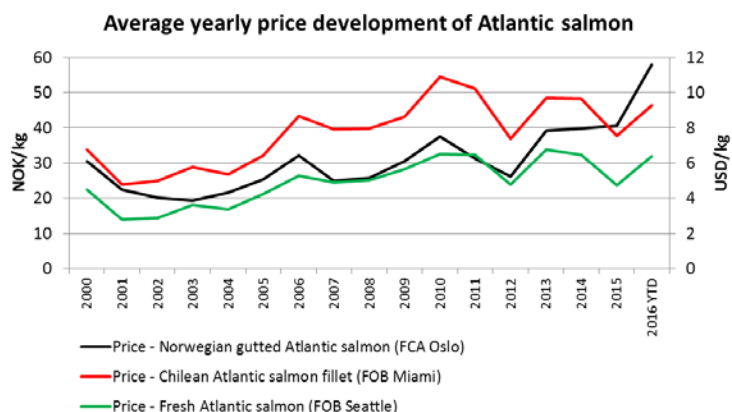
Prisdannelsen

Prisen som oppdrettsselskapene oppnår i markedet er svært viktig for lønnsomheten i bransjen og har historisk sett vært svært volatil. Prisdannelsen er i utgangspunktet en

funksjon av tilbud og etterspørsel i markedet, hvor likevektsprisen mellom tilbud og etterspørsel blir prisen som tilbyderne oppnår.

Laks er et ferskt produkt med begrenset holdbarhet, lang produksjonssyklus og et begrenset tidsrom for slakting. Det medfører at oppdrettsselskapene blir pristakere i markedet på kort sikt (Marine Harvest, 2016a, s. 223). Volatile laksepriser er et resultat av at tilbudet av laks til markedet er veldig uelastisk på kort sikt på grunn av lang produksjonssyklus og etterspørselen kan variere med sesongene. Andre prisfaktorer er størrelse og kvalitet på laksen, priser i regionale verdensmarked, andel av salg på fremtidige salgskontrakter som reduserer tilbudet i spotmarkedet, sykdomsutbrudd og endret forbrukermønster (Marine Harvest, 2016c, s. 24).

Selskapene måler oppnådd gjennomsnittspris på produktene sine som et viktig måltall. Gjennomsnittsprisen måles mot en vektet referansepris fra ulike prisindekser, se Figur 2-8. Prisoppnåelsen er primært avhengig av sammenhengen mellom kontraktsandel, kvaliteten på fisken og selskapenes evne til å forhandle i markedene (Marine Harvest, 2016a, s. 224).



Figur 2-8: Gjennomsnittlig årlig prisutvikling på atlantisk laks (Marine Harvest, 2016a, s. 24)

Det finnes flere tilgjengelige prisindekser for laks, hvor viktigste prisindekser for norsk laks utarbeides av Fish Pool og Statistisk Sentralbyrå (Marine Harvest, 2016a, s. 223). Fish Pool eies av Oslo Børs og er en markeds plass for kjøp og salg av finansielle derivater som anvendes til risikostyring, hvor fisk er det underliggende objektet. Tilsvarende markeds plasser finnes andre steder i verden, som i Miami for chilensk laks og i Seattle for nord-amerikansk laks. I markedene skilles det mellom spotprisen som er den gjennomsnittlige markedsprisen som oppdretterne oppnår for fersk, sløyd laks, og kontraktsprisen som er forventet pris på avtalt tid i fremtiden (Magma, 2006).

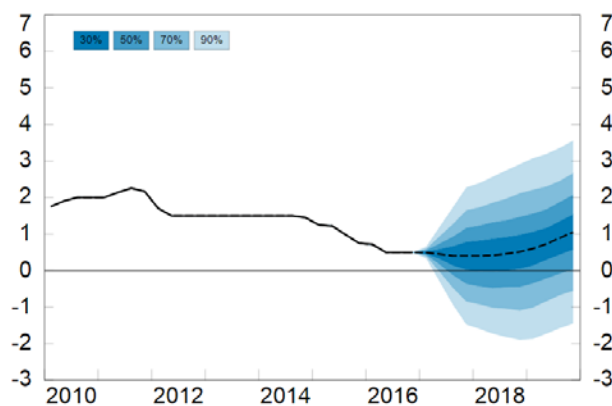
Økonomisk vekst

Verdens befolkning antas etter estimat fra FN å vokse til 9,7 milliarder i 2050. Det medfører en enorm økning i behovet for proteinrik mat i fremtiden. I henhold til FN sine estimater vil etterspørselen dobles, og med utgangspunkt i at forbruket av protein pr. capita forblir konstant, vil befolkningsveksten medføre en 40 % økning i behovet for protein. 70 % av jordens overflate er dekket av vann, mens kun 6,5 % av proteinkildene for menneskelig konsum kommer fra fisk. FN forventer at forbruket av fisk i perioden 2015-2024 vil øke pr. capita i samtlige verdensdeler, hvor Asia forventes å ha størst vekst. Verdensbanken har estimert at akvakultur vil øke sin andel innen fisk til menneskelig konsum fra 50,3 % i 2014 til 62 % i 2030 (Marine Harvest, 2016c, s. 6-8).

Størst økonomisk vekst forventes i Brasil, Russland, India, Kina og Sør-Afrika, også kalt BRICS. Det er forventet at nevnte land vil være markedene med størst potensiale for økt etterspørsel etter laks (Sjømat Norge, 2017b).

Renten

Styringsrenten til Norges Bank er renten for bankenes innskudd i Norge og vil normalt være veiledende for bankenes utlånsrente til sine kunder (Norges Bank, 2017b). Renten er et viktig verktøy i pengepolitikken og har innvirkning på valutakurser, etterspørsel og inflasjon. Videre er rentepolitikken et verktøy for å stimulere etterspørselen etter varer og tjenester. Rentenivået i Norge er historisk lavt og rentebanen til Norges Bank projiserer et lavt rentenivå de kommende år, se Figur 2-9. Oppdrettsbransjen er kapitalintensiv, og krever store investeringer som medfører betydelige låneopptak. Lånerenten har dermed stor betydning for rentekostnadene på finansieringen av bransjens investeringer.



Figur 2-9: Styringsrenten (Norges Bank, 2017b).

Valuta

Valutakursen er viktig for eksportbransjer da kursen kan ha stor påvirkning på etterspørselen etter bransjens varer. En svak krone fører til at norske varer vil være relativt billigere for land med en sterkere valuta og etterspørselen øker. På samme måte vil en svak valuta i viktige marked ha en negativ påvirkning på etterspørselen. For eksempel har rubelen i Russland blitt betydelig svekket de siste årene (ilaks, 2014). Det medfører at kjøpekraften til russiske forbrukere reduseres kraftig og etterspørselen overføres til rimeligere substitutter enn laks.

Valutakurser påvirkes av mange faktorer, men for den norske kronen er det viktig å trekke frem at den påvirkes sterkt av oljeprisen. For oppdrettsbransjen vil valutakursene mellom produksjonslandenes valuta og de viktigste markedene være av størst betydning. Norske bedrifter har størst eksponering mot EU-sonen og euro. En annen viktig valuta er dollar som blir foretrukket av mange markeder (Marine Harvest, 2016c, s. 52). Terminkontrakter er et derivat som bransjen benytter i stor grad for å sikre seg mot svingninger i valutakursen.

2.3.3 Miljømessige og teknologiske faktorer

Biologiske utfordringer

Næringen har betydelige biologiske utfordringer som øker produksjonskostnadene og utgjør en risiko for biomassen i merdene, hvor den største utfordringen i Norge er lakselus. Det er en parasitt som fester seg på laksen, gir dårlig dyrevelferd og åpner for andre infeksjoner. Lakselus finnes naturlig i saltvann i alle havområder på den nordlige halvkulen. Den store veksten i oppdrettsbransjen har samtidig gitt gode vekstvilkår for lakselusen da antall verter øker. Lakselusen formerer seg hele året, men hurtigst ved høye sjøtemperaturer (Mattilsynet, 2016). Myndighetene i Norge regulerer bransjen gjennom en egen forskrift som fastsetter grensene for tillatt lakselus i havbruk. Næringen må rapportere inn lusetall og gjøre tiltak for at lusebestanden ikke overskrider fastsatte grenser for at ikke myndighetene må gripe inn. Mattilsynet overvåker den norske bransjen og har myndighet til å tillate større mengder i perioder av året eller i visse soner. Hvis ikke bransjen overholder kravene kan Mattilsynet kreve umiddelbar slaktning av laksen. Bransjens metoder for å bekjempe lakselusen er legemidler, rensefisk og mekaniske metoder, men lakselusen har utviklet nedsatt følsomhet eller resistens mot legemidlene (Mattilsynet, 2016). Det er anslått i en analyse av Kontali Analyse og Nofima at kostnadene ved lakselus kan overstige 5 milliarder kroner for 2016 (Sysla, 2017).

Rømming av oppdrettslaks

En viktig årsak til å unngå rømming av oppdrettslaks er at det kan føre til negative genetiske effekter hvis den formerer seg med villaks. Rømming påvirker oppdretterne gjennom verditap, omdømmetap og rammevilkår. Bransjen legger ned mye ressurser i å forebygge (Laksefakta, 2017a), men med et gjennomsnitt på 160 000 rømte fisk de siste 5 år er rømming en utfordring for bransjen (Fiskeridirektoratet, 2017).

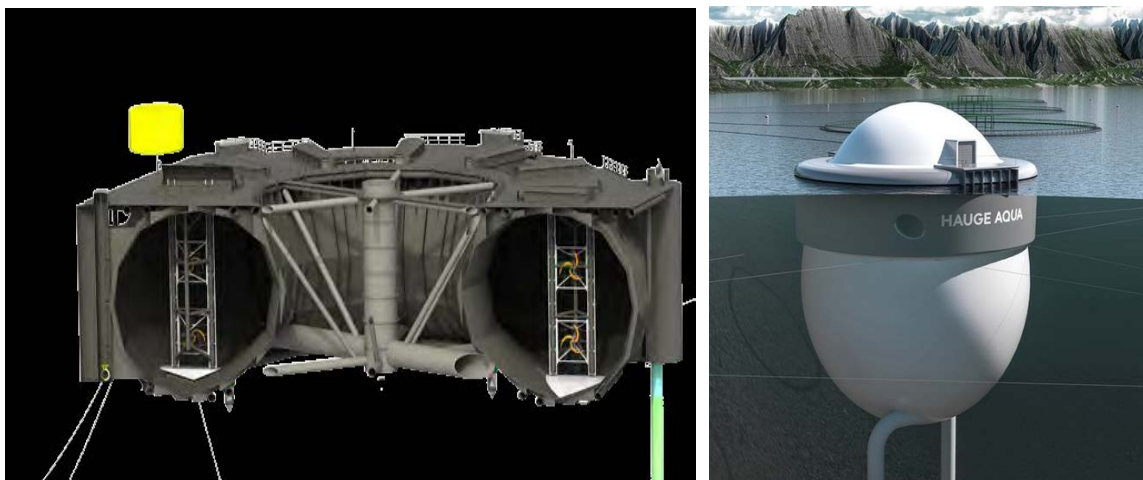
Utslipp av næringsalter

Ifølge Miljødirektoratet er fiskeoppdrett den største kilden til menneskeskapte utslipp av næringsalter langs kysten. For høye nivåer av næringsalter kan medføre store biologiske problemer i sjøen og videre føre til sykdommer hos laksen da laksen trenger god vannkvalitet for optimale vekstforhold. Myndighetene arbeider med forslag til endringer i lovgivningen som vil medføre en strengere regulering av bransjen (Miljødirektoratet, 2016).

Teknologisk utvikling

Tradisjonell oppdrett opplever vekstbegrensninger på grunn av naturgitte forhold og biologiske utfordringer som i tillegg øker produksjonskostnadene. Bransjen bruker store beløp på forskning og utvikling for å utvikle teknologiske innovasjoner innen oppdrett og metoder for å bekjempe lakselus og sykdommer. Konsernsjef Alf-Helge Aarskog i Marine Harvest har uttalt at selskapet pr. 2017 har iverksatt 90 ulike forskningsprosjekter vedrørende lakselusproblematikken (Sysla, 2017).

I 2015 utlyste norske myndigheter såkalte utviklingskonsesjoner som skal stimulere næringen til teknologisk utvikling innen oppdrett. Utviklingskonsesjonene blir utdelt gratis for en periode opp til 15 år og dersom de oppfyller målsatte krav, kan de omgjøres til kommersielle konsesjoner mot vederlag (Marine Harvest, 2016c, s. 61). Marine Harvest har søkt om 34 lisenser fordelt på 4 konsepter, og fikk i 2016 tildelt 4 lisenser for konseptet «Egget». Konseptet er lukkete, eggeformede merder som skal gi bedre og billigere laks ved å minimere det miljømessige fotavtrykket og redusere kostnadene. Konseptet med lukket anlegg bidrar til å løse utfordringene knyttet til lakselus og rømming fra merdene (E24, 2016a). «Marine Donut» er et annet lukket konsept som Marine Harvest har fått godkjent våren 2017 (Marine Harvest, 2017a).



Andre kjente nyvinninger er hav- og landbaserte oppdrettsanlegg. Havbaserte oppdrettsanlegg kan etableres utenfor kysten der det foreligger naturlige forutsetninger og er mindre eksponert for lakselus enn i fjordene. Det norske oppdrettsselskapet SalMar vil i 2017 etablere det første havbaserte produksjonsanlegget i verden utenfor norskekysten (Salmar, 2017). Landbaserte anlegg løser de biologiske utfordringene som oppstår i dagens produksjonsanlegg i sjøen, og åpner for produksjon i land nærmere verdensmarkedene. Utfordringene med landbaserte anlegg er at de vil være arealkrevende og har vært lite kostnadseffektive sammenlignet med tradisjonell oppdrett. Deloitte (2015) utga en rapport hvor man viser til at landbasert oppdrett begynner å bli kostnadseffektiv og dermed konkurransedyktig. Den peker på at mens dagens oppdrettsnæring fremdeles er i en vekstfase, så er landbasert oppdrett helt i startfasen med noen få anlegg under bygging.

2.4 Oppdrettsbransjen

Delkapittelet presenterer bransjespesifikke forhold for oppdrettsnæringen som er relevant for vår strategiske analyse i kapittel 4. Vi har valgt å presentere bransjen fra et norsk perspektiv.


2.4.1 Atlantisk laks





Det er et begrenset antall kystlinjer i verden som har naturlig gunstig forhold for lakseoppdrett og som kan gi oppdrettsanleggene tilstrekkelig beskyttelse mot vær og vind. En viktig faktor er sjøtemperaturene som må være innenfor et intervall på 0-20°C, hvor det optimale intervallet for laks er mellom 8-14°C. Lavere temperaturer medfører sen vekst samt økt fare for dødelighet. Laks vokser forttere ved høye temperaturer, men samtidig øker

biologisk risiko. I tillegg til temperatur må vanngjennomstrømningen være god for at laksen skal kunne bevege seg fritt i merdene (Marine Harvest, 2016c, s.19).

Atlantisk laks er et næringsrikt og sunt produkt som høyverdig proteinkilde og med høyt innhold av omega 3 syrer, vitaminer og mineraler. Nærmeste substitutter til animalsk protein er kylling, storfe og gris. Laks er et anvendelig produkt med mange bruksområder og er et økonomisk produkt da 68 % av fisken kan benyttes til mat, se Figur 2-10. Siden oppdrettslaks produseres i kontrollerte miljøer er den ikke utsatt for store sesongsvingninger slik at markedene har tilgang til fersk laks gjennom året (Marine Harvest, 2016c, s.13-14).

Sammenlignet med substituttene er produksjon av laks en miljøvennlig og energieffektiv proteinkilde som utmerker seg med en høy utnyttelse av fôr og en klimavennlig produksjon. Laks har et høyt proteininnhold og meget lav fôrfaktor sammenlignet med substituttene da laks er kaldblodig og fôret er protein- og energirikt. Fôrfaktoren er et viktig parameter for hvor stor mengde fôr som må benyttes for å øke dyrets vekt med 1 kg (Marine Harvest, 2016c, s.13-15).



				
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 2-10: Sammenligning substitutter (Marine Harvest, 2016c, s.14).

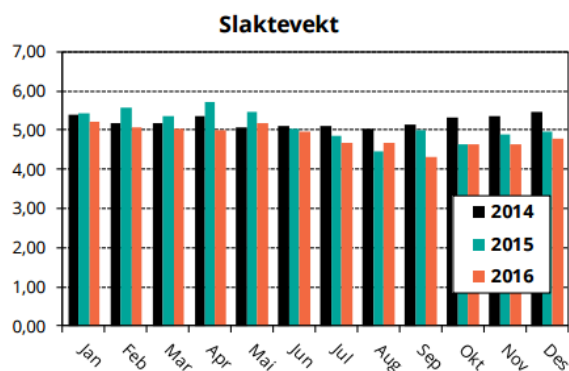
2.4.2 Produksjonsprosessen

Oppdrett er en prosess som imiterer utviklingsstadiene til villaks (Marine Harvest, 2017c). Stamfisk blir brukt til kunstig formering (Store norske leksikon, 2009) og er avlet frem fra naturlig fisk for dagens oppdrettslaks og valgt ut fra kriterier som kjøttkvalitet, rask vekst og sterkt immunforsvar (Sjømat Norge, 2017c). Det tar 10-16 måneder under kontrollerte forhold i ferskvannskar på land før laksen kan settes ut i matfiskanlegg i sjøen. Fra starten som kunstig befruktet rogn til nyklekket yngel går laksen så gjennom en viktig prosess som kalles smoltifisering. Da tilpasser laksen seg overgangen fra ferskvann til saltvann som smolt. Smolten er vanligvis 60-100 gram da den leveres til oppdrettsanleggene ved hjelp av brønnbåter. I løpet av 14-22 måneder i sjøen vokser laksen til den er slakteklar med en vekt

på mellom 4-6 kg (Sjømat Norge, 2017c) Brønnbåter frakter laksen levende fra oppdrettsanleggene til primærprosesseringsanlegg hvor laksen slaktes og distribueres videre til salg eller videreforedling (Sjømat Norge, 2017c).

Produksjonssyklusen gjennom fasene i ferskvann og saltvann har dermed et spenn på 24-38 måneder. Under norske rammevilkår er det vanlig med en produksjonssyklus på 3 år. I oppdrettsanleggene lever laksen i merder hvor det er god vanngjennomstrømning og gunstige miljøforhold for oppdrett. Gode miljøforhold gjennom laksens livssyklus er viktig for å opprettholde god vekst, helse og velferd. Oppdretterne ønsker at laksen skal vokse til slakteklar størrelse før laksen blir kjønnsmoden, siden kjønnsmodenhet kan medføre negative konsekvenser for vekst, fôrutnyttelse, kvalitet, helse og velferd i merdene (Havforskningsinstituttet, 2009). Kvaliteten påvirkes også ved at fargen på fiskekjøttet og kjøttkvaliteten forandres (Marine Harvest, 2016a, s. 223).

Slaktevolumet avhenger av mengden smolt som er satt ut i merdene, laksens vekstrate og oppdretterens slakteplan. Mengden av smolt er basert på oppdretterens forventninger til etterspørselen på slaktetidspunktet, forventet laksepris og målet for organisk vekst hos oppdretteren innenfor krav til maksimalt tillatt biomasse i merdene. Det er ønskelig fra oppdretterne at laksen vokser seg så stor som mulig på kortest mulig tid, men fiskens vekstrate avhenger blant annet av sjøtemperatur, biologiske faktorer, sykdommer og mengde lakselus. Siden kvaliteten på laksen avhenger av at den slaktes før den blir kjønnsmoden, er slakteplanen innenfor et relativt kort tidsvindu. Det gir liten fleksibilitet for oppdretterne med tanke på å tilpasse slakting etter etterspørselen (Marine Harvest, 2016a, s. 221-222). En kilde til bekymring i bransjen er at gjennomsnittlig slaktevekt i Norge har gått ned med et halvt kilo de siste årene som følge av biologiske utfordringer med lakselus (iLaks, 2017a).

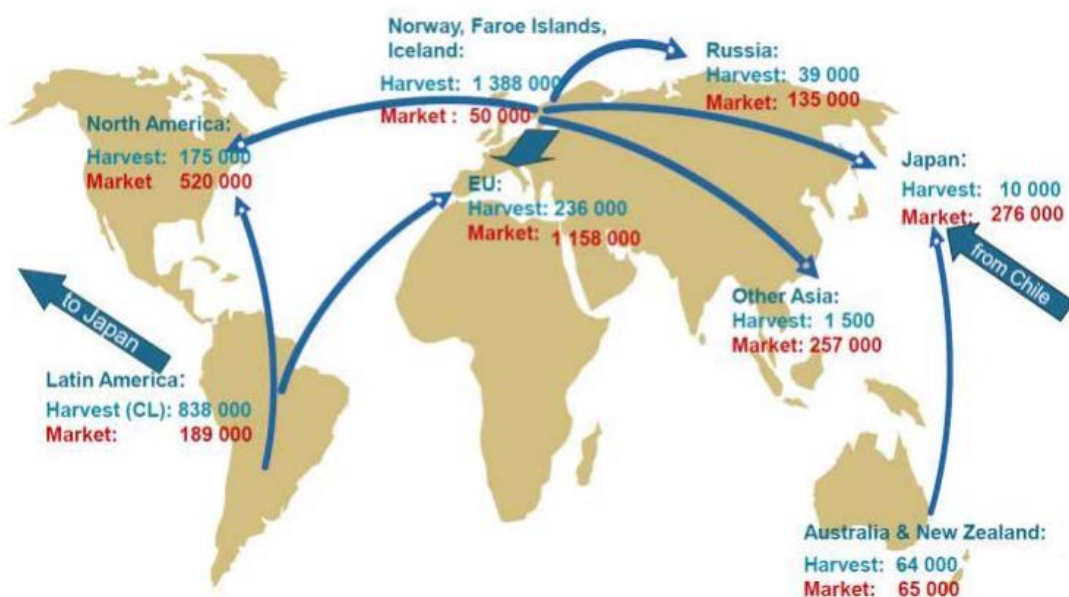


Figur 2-11: Slaktevekt laks (Sjømat Norge, 2017a)

2.4.3 Salg og distribusjon

Naturlige forhold beskrevet i delkapittel 2.4.1 setter en begrensning på antall produksjonsland av atlantisk laks. Norge er verdens største produsent med ca. 53 % av det totale produksjonsvolumet i 2015. Andre store produksjonsland er Chile, Skottland, Færøyene og Canada. Chile er landet med de beste naturlige forholdene for lakseoppdrett og var på 2000-tallet på vei forbi Norge som største produksjonsland. I perioden 2007-2010 ble den chilenske oppdrettsnæringen kraftig rammet av sykdommer som følge av svak forvaltning av chilenske myndigheter (Aftenposten, 2011). I 2016 ble den chilenske produksjonen rammet på nytt av et algeutbrudd som medførte reduksjon i produksjonen og det globale tilbudet av oppdrettslaks (Marine Harvest, 2017g, s.5).

Oppdrettsbransjen er i stor grad eksportrettet siden bransjen består av få produksjonsland med begrensede hjemmemarked, se Figur 2-12. Produksjonslandenes geografiske plassering har innflytelse på vareflyten til verdensmarkedene da det påløper betydelige fraktkostnader ved distribusjon av fersk fisk. De største markedene er EU, Nord-Amerika og Asia. Historisk har EU vært hovedmarked for Norge, mens Sør-Amerika og USA for Chile. Canada distribuerer i Nord-Amerika, mens Skottland produserer hovedsakelig for distribusjon i Storbritannia (Marine Harvest, 2016c, s. 20). Færøyene har eksportert store deler av sitt volum til Russland etter at importforbudet for norsk laks ble innført i 2014 (Iversen et al., 2016, s. 67).



Figur 2-12: Handel med laks i 2015 (Iversen et al., 2016, s. 62)

2.4.4 Produksjonskostnader

Forskningsinstituttet Nofima ga i oktober 2016 ut en rapport vedrørende kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland og konkluderte med at dersom de norske produksjonskostnadene øker mer, sammenlignet med Chile, Skottland, Færøyene og Canada, vil den norske oppdrettsbransjen over tid møte sterkere konkurranse og lavere lønnsomhet (Iversen et al., 2016, s. 47).

Iversen et al. (2016) utarbeidet en oversikt, se Figur 2-13, over estimerte produksjonskostnader brutt ned på de viktigste kostnadsartene for de største produksjonslandene. Oversikten konkluderer med at kostnadsdriverne er i stor grad de samme; fôr og helsekostnader, men i ulik grad som følge av ulike utfordringer. Rapporten viser at Færøyene og Norge har den mest kostnadseffektive produksjonen som følge av gode naturgitte forhold, gode biologiske resultater og større og mer effektive anlegg.

		NORGE	SKOTTLAND	FÆRØYENE	CHILE	CANADA
		NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg
Rund bløgget vekt (WFE)	Smolt	2,45	3,70	2,52	4,19	2,46
	Fôr	15,01	17,79	13,86	18,22	16,21
	Delsum	17,46	21,48	16,37	22,42	18,67
	Lønn	2,30	2,09	1,80	1,94	2,27
	Andre kostnader	3,95	4,93	4,50	6,13	5,05
Sløyd vekt (HOG)	Avskrivninger	1,10	1,36	1,44	0,81	0,95
	Delsum	7,35	8,38	7,73	8,87	8,26
	Produksjonskost (ved not)	24,81	29,86	24,10	31,29	26,94
	Sløyetap	2,76	3,32	2,68	3,48	2,99
	Produksjonskost, per sløyd kilo	27,56	33,18	26,78	34,76	29,93
Sløyd vekt (HOG)	Slaktning (inkl. brønnbåt)	3,40	4,19	3,66	4,19	3,72
	FOB sløyd og pakket	30,96	37,37	30,44	38,96	33,65
	Rentekostnad	0,50	1,64	0,47	1,52	0,84
	Produksjonskost (Sløyd, pakket fisk)	31,46	39,02	30,91	40,48	34,49

Figur 2-13: Estimerte produksjonskostnader (Iversen et al., 2016, s. 53)

Av de estimerte produksjonskostnadene ser vi at fôr skiller seg ut som den desidert største innsatsfaktoren. I Norge utgjør fôrkostnadene 47,7 % av produksjonskost. Fiskefôret som benyttes i oppdrettsnæringen er tørrfôr hvor innholdet gjennomsnittlig består av omtrent 30 % marine- og 70 % vegetabiliske råvarer (Laksefakta, 2016). Tilgangen på marine råvarer er en knapphetsfaktor, og bransjen har økt andelen vegetabiliske råvarer i fôret. En konsekvens av dette er en lavere andel av marine omega 3 fettsyrer i laksen (NIFES, 2016).

Dominerende leverandører av fôr i det norske og globale markedet er EWOS, Skretting og BioMar, som samlet har en markedsandel i Norge på 84 % pr. 2015 (Marine Harvest, 2016c, s. 43). Fra 2014 har fôrleverandørene blitt utfordret av Marine Harvest, som startet opp egen produksjon med en strategi om å bli selvforsynt med fôr på sikt.

2.5 Komparative selskap

Oppdrettsnæringen utgjør et vidt spekter av aktører fra små foretak til store internasjonale selskap som Marine Harvest. I våre analyser vil vi benytte et utvalg komparative aktører til Marine Harvest som betraktes som «gjennomsnittsvirksomheten» i bransjen. En oversikt over de største aktørene i viktige produksjonsland er gitt i Tabell 2-1.

	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: Oversikt produsenter (Marine Harvest, 2016c, s. 27)

For å finne komparative virksomheter har vi satt noen kriterier. Selskapene må ha oppdrett av laks som sin kjernevirksomhet og være norske oppdrettsselskap. Videre må selskapene benytte samme regnskapspråk som Marine Harvest, IFRS, for å kunne ha sammenlignbare tall til regnskapsanalyser. Aktørene som vi har valgt ut som komparative selskap er Lerøy Seafood, SalMar og Grieg Seafood.

Vi ønsket i utgangspunktet å inkludere det tidligere norskeide selskapet Cermaq i utvalget vårt, men selskapet ble i 2014 kjøpt opp av Mitsubishi Corporations og tatt av Oslo Børs. Selskapet er en av verdens største oppdrettsprodusenter av laks og ørret og har virksomhet i Norge, Canada og Chile (Cermaq, 2017). Etter at Cermaq ble et heleid datterselskap av Mitsubishi fremgår det av årsrapporten for 2015 at selskapet er underlagt morselskapets regnskapsperiode som avsluttes 31 mars. Det medfører at regnskapstall for 2015 ikke er sammenlignbare på grunn av 15 måneders rapporteringsperiode, samt at regnskapstall for 2016 ikke er tidsnok tilgjengelige for å bli tatt med i analysen.

2.5.1 Lerøy Seafood

Sjømatkonsernet Lerøy Seafood Group skiller seg ut i utvalget med en bredere satsning innen flere kategorier sjømat. Oppdrett av laks er likevel selskapets viktigste produkt da hel-

og bearbeidet laks stod i 2015 for 76,9 % av omsetningen (Lerøy, 2016). Lerøy Seafood har vært børsnotert siden 2002 og hovedaksjonærene er norske Austevoll Seafood og Folketrygdfondet med henholdsvis 52,69 % og 4,33 % eierandeler. Markedsverdien av selskapet er pr. 12.05.2017 ca. 27 milliarder kroner (DN.no, 2017c).

Lerøy Seafood er verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret med et slaktevolum i 2016 på 150 000 tonn og en omsetning på 17,26 milliarder kroner (Lerøy, 2017b). Store deler av produksjonen er basert i Norge, men selskapet har produksjon internasjonalt gjennom en 50 % eierandel av Norskott Havbruk som igjen er 100 % eier av Scottish Seafarms. Scottish Seafarms er Storbritannias nest største produsent av oppdrettslaks etter Marine Harvest. Lerøy Seafood har opparbeidet seg en sterk posisjon i Norge, men EU sonen er det viktigste markedet for selskapet. Internasjonalt eksporterer selskapet i tillegg til markedene i Nord-Amerika og Asia (Lerøy, 2016).

Lerøy Seafood er helintegret gjennom verdikjeden fra stamfiskproduksjon til en betydelig salgs- og markedsaktivitet ut mot sluttbruker, inkludert videreforedling. Selskapet har en ambisjon om å øke etterspørselen etter sjømat gjennom å lansere nye produkter til stadig nye markeder (Lerøy, 2017a).

2.5.2 SalMar

SalMar sin kjernevirksomhet er oppdrett, foredling og salg av laks. SalMar har vært børsnotert siden 2007 hvor hovedaksjonærene er norske Kverva og Folketrygdfondet med henholdsvis 53,4 % og 6,02 % eierandel. Markedsverdien av selskapet er pr. 12.05.2017 ca. 25 milliarder kroner (DN.no, 2017e).

SalMar er en av verdens største produsenter av oppdrettslaks med et slaktevolum på 115 600 tonn og en omsetning på 9 milliarder kroner (SalMar, 2017c). Selskapet produserer store deler av sitt volum i Norge, men har i likhet med Lerøy Seafood internasjonal produksjon gjennom tilsvarende eierandel i Scottish Seafarms. SalMar sitt viktigste marked er EU sonen, men selskapet eksporterer også til markedene i Asia og Nord-Amerika (Salmar, 2016b).

Selskapet er integrert gjennom hele verdikjeden fra stamfiskproduksjon til foredling og salg. Selskapet har en uttalt målsetning om kostnadslederskap, men har i senere tid lagt vekt på et prestasjonsfokus med blant annet en innovativ satsning på havbasert oppdrett (Salmar, 2017).

2.5.3 Grieg Seafood

Grieg Seafood er et rendyrket sjømatelskap som har sin virksomhet innen produksjon og handel med oppdrett av laks og ørret (Grieg Seafood, 2016). Selskapet har vært børsnotert siden 2007 og hovedaksjonærer er Grieg-gruppen og OM Holding med henholdsvis 49,97 % og 3 % eierandeler. Markedsverdi av selskapet er pr. 12.05.2017 ca. 8 milliarder kroner (DN.no, 2017a). Marine Harvest var tidligere eier av 25,82 % av aksjene i Grieg Seafood, men solgte hele aksjeposten i 2016 med gevinst da Marine Harvest ikke klarte å få kontrollen over selskapet (Sysla, 2016).

Grieg Seafood er utvalgets minste selskap med et slaktevolum i 2016 på 64 727 tonn og 6,5 milliarder kroner i omsetning (Grieg, 2017). Produksjonskapasiteten er på 90 000 tonn og er lokalisert i Norge, Shetland og Canada. Det klart viktigste eksportmarkedet er til EU sonen, men selskapet har gjennom sin produksjon i Canada også betydelig handel med det amerikanske markedet (Grieg Seafood, 2016).

Selskapet dekker verdikjeden fra intern stamfiskproduksjon til handel gjennom salgs- og distribusjonsselskapet Ocean Quality. Selskapet har derimot ikke integrert videreforedling som en del av verdikjeden. Selskapet satser fremover på å bedre kapasitetsutnyttelse blant annet ved å redusere produksjonssyklusen. Videre er selskapet tildelt grønne konsesjoner som forventes å legge grunnlaget for betydelig vekst i Nord-Norge (Grieg Seafood, 2016).

2.6 Særegne ressurser i Marine Harvest

For at Marine Harvest skal kunne oppnå en rentabilitet som er større enn bransjen, må selskapet inneha ressurser som komparative selskaper ikke besitter. Samtidig må selskapet ha evne til å utnytte sine særegne ressurser, slik at det genererer både et fortrinn og en rentabilitet utover bransjerentabiliteten (Knivsflå, 2017a). Dette delkapittelet tar derfor for seg områder hvor Marine Harvest skiller seg fra de komparative selskapene.

2.6.1 Fôrproduksjon

I 2014 åpnet fôrproduksjonsanlegget i Bjugn, og fôrproduksjon ble dermed en integrert del av verdikjeden til Marine Harvest. Fôrproduksjonen medfører at Marine Harvest pr. 2016 dekket 87 % av fôrkonsumet sitt i Norge og 60 % globalt. Forretningsområdet ekspanderer videre med åpning av en ny fôrfabrikk i Skottland i 2018 (Marine Harvest, 2017a). De

komparative selskapene er til sammenligning helt avhengig av fôrleverandører, noe som innebærer at Marine Harvest som eneste selskap, kan sikre råvaretilgangen uten å være fullstendig avhengige av leverandører. Marine Harvest er imidlertid ikke det eneste selskapet i næringen som produserer eget fôr. Bakkafrost produserer også eget fôr (Bakkafrost, 2017), men er som nevnt i delkapittel 2.5 ikke en del av de komparative selskapene og dermed utdypes ikke dette videre.

Marine Harvest skiller seg dermed fra konkurrentene ved at man har en egen fôrproduksjon, noe som kan resultere i forbedrede driftsmarginer da fôr er den største kostnaden i produksjonen av laks (Marine Harvest, 2016c). Samtidig får man også større kontroll over råvarene som benyttes i fôret, altså en større intern kvalitetskontroll av fôret.

2.6.2 Størrelsen

Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap og produserer omtrent 20 % av den totale mengden GWE (slaktevolum) på 1 948 700 tonn i verden. I Norge produserte Marine Harvest 235 962 tonn GWE, hvilket utgjør omtrent 23 % av den totale mengden på 1 054 000 tonn GWE. Marine Harvest er dessuten den største produsenten i Storbritannia med en total produksjon på 53 487 tonn GWE, og er den nest største produsenten av laks i Nord-Amerika og Chile. Den totale mengden produsert laks for Marine Harvest i disse landene var 380 621 tonn GWE (Marine Harvest, 2017a), hvorav 62 % dermed blir produsert i Norge. Sammenlignet med våre komparative selskaper produserte Marine Harvest omtrent halvparten (46 %) av den totale mengden i utvalget.

Marine Harvest omsatte i 2016 for 32 milliarder kroner (Marine Harvest, 2017a). Til sammenligning er Lerøy Seafood nest størst i utvalget med 17,3 milliarder kroner i omsetning (Lerøy, 2017b). Dermed skiller Marine Harvest seg fra de komparative selskapene ved at selskapet har større produksjon og størst omsetning, og som følge av størrelsen kan Marine Harvest derfor besitte stordriftsfordeler.

2.6.3 Videreforedling

Marine Harvest har i likhet med Lerøy Seafood og SalMar integrert videreforedling i verdikjeden. Gjennom oppkjøpet av Morpol, som er ledende innenfor verdiøkende produkt (VAP), fikk Marine Harvest en sterk posisjon innen videreforedling av laks. Morpol er lokalisert i Polen, og på den måten har man posisjonert seg nærmere det viktige europeiske

markedet. Marine Harvest utvider sin satsning på videreforedling med nye fabrikker, blant annet i USA.

Både Lerøy og SalMar har produksjonsanlegg innenfor videreforedling. Lerøy produserer store deler av sitt volum i Norge, og eier i tillegg et større foredlingselskap i Nederland (Lerøy, 2016). SalMar har satset stort på InnovaMar-anlegget. InnovaMar-anlegget er et av de mest innovative og kostnadseffektive anleggene i verden (SalMar, 2017a). Til forskjell fra Marine Harvest er videreforedlingen lokalisert i Norge, noe som betyr potensielt høyere driftskostnader, samtidig er man lengre unna det europeiske markedet. Grieg Seafood har til forskjell fra de andre komparative selskapene ikke integrert videreforedling i verdikjeden.

Videreforedling er dermed et satsningsområde for flere av selskapene i bransjen. Det som skiller Marine Harvest fra andre selskap er Morpol sin posisjon som verdens største foredlingsanlegg og etablering av fabrikker globalt som kan gi et fremtidig fortrinn. Satsningen på videreforedling av verdiøkende produkter er i en oppstartsfase som på sikt skal gjøre Marine Harvest mindre avhengig av prisutviklingen i spotmarkedet.

2.6.4 Global produksjon

Marine Harvest har pr. 2017 produksjonsanlegg i Norge, Storbritannia, Chile, Færøyene og Nord-Amerika noe som medfører at man skiller seg fra de komparative selskapene. Lerøy Seafood og SalMar har kun produksjon i Norge, men eier til sammen 100 % av Scottish Seafarms i Storbritannia. Grieg Seafood har oppdrettsanlegg i henholdsvis Storbritannia og Nord-Amerika, men er betydelig mindre målt i antall kilo produsert.

Marine Harvest har med sin etablering av produksjonsanlegg i alle store produksjonsland større internasjonal eksponering enn bransjegjennomsnittet, noe som historisk har hatt både fordeler og ulemper. Et eksempel på en politisk fordel er den norske bransjens utestengning fra det russiske markedet. Lerøy Seafood og SalMar var begge aktive i det russiske markedet, men ble ekskludert som følge av russiske restriksjoner i 2014. Marine Harvest kunne på sin side fortsette salget av laks til Russland fra sin produksjon på Chile og Færøyene (E24, 2014). En stor ulempe ved internasjonal eksponering har vært produksjonen i Chile som har vært utsatt for store biologiske utfordringer med sykdomsutbrudd i 2008 og algeutbrudd i 2016 (Marine Harvest, 2017a).

3. Valg av metode for verdivurdering

Kapittelet tar for seg en generell innføring i ulike verdsettelsesmodeller som kan benyttes ved verdivurdering av Marine Harvest. I tillegg drøftes svakheter og styrker ved de ulike teknikkene. Deretter blir valg av verdivurderingsmetode for Marine Harvest presentert og begrunnet. Til slutt redegjøres det for rammeverket til valgt verdivurderingsteknikk.

3.1 Verdivurderingsmetode

Det eksisterer mange ulike metoder for verdivurdering, fra enkle analyser til sofistikerte. De ulike metodene tar forskjellige antagelser, men de har noen fellesnevner og kan dermed bli klassifisert i ulike teknikker. Hensikten med verdivurdering er å finne et estimat på egenkapitalen til selskapet, og dermed få en indikasjon på om aksjene er over- eller underpriset i forhold til markedsverdien av selskapet (Penman, 2013, Palepu et al., 2016, Damodaran, 2012, Kaldestad og Møller, 2016)

Generelt er det tre hovedteknikker for verdivurdering, henholdsvis; fundamental-, opsjonsbasert- og komparativ verdivurdering (Penman, 2013). Verdivurderingsmetodene er dog ikke gjensidig utelukkende og kan, i henhold til Damodaran (2012), benyttes som et supplement til hverandre. Dette resulterer i et mer reflektert verdiestimat da de ulike metodene har sine fordeler og ulemper. Valg av verdivurderingsmetode avhenger av en rekke faktorer som for eksempel tilgjengelig informasjon, ressurser til rådighet, krav til pålitelighet og selskapet som skal verdsettes, herunder bransje og fase i livssyklusen (Penman, 2013).

3.1.1 Fundamental verdivurdering

En fundamental analyse involverer en strategisk regnskapsanalyse som benyttes til å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. I henhold til Penman (2013) innebærer verdivurderingen fem steg. Verdivurderingen tar først for seg en gjennomgang av selskapet, både kvantitativt og kvalitativt. Basert på dette lages prognoser på fremtidig avkastning som neddiskonteres til et verdiestimat. Egenkapitalverdien finnes ved å beregne nåverdien av frie kontantstrømmer, fremtidige dividender eller superprofitt. Dette resulterer til slutt i en investeringsbeslutning (Kaldestad og Møller, 2016).

Fundamental verdivurdering egner seg best for selskaper med en relativt lang driftshistorie da verdivurdering benytter seg av detaljert informasjon innen strategi, regnskap og finans. Metoden er tidkrevende og omfattende, noe som har bidratt til redusert bruk hos analytikere (Kaldestad og Møller, 2016). I tillegg er teknikken avhengig av at de fremtidige økonomiske vurderingene er korrekt utført. Dermed er det nødvendig med en grundig analyse av historisk regnskapsinformasjon for å predikere fremtiden. I henhold til Penman (2013) kan fremtidige prognoser av selskaper i nedgangstider, og selskaper med stor konkursfare, være vanskelig å utarbeide da det er vanskelig å si noe konkret om fremtiden. Det medfører at egenkapitalen vanskelig lar seg estimeres. For selskaper i oppstartsfasen, hvor man har betydelig vekst, vil den tilgjengelige informasjonen være lite representativ for fremtiden, ergo vil en fundamental verdivurdering være uegnet.

Innenfor fundamental verdivurdering skilles det mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden hvor begge metodene krever en prognose på fremtidige kapitalstrømmer, hvilket kan være krevende. Felles for modellene er at man verdsetter egenkapitalen, enten direkte ved egenkapitalmetoden eller indirekte ved selskapskapitalmetoden (Knivsfå, 2017u). I henhold til Kaldestad & Møller (2016) skal metodene, ved konsistent anvendelse og ved bruk av verdivektede avkastningskrav gi samme verdiesestimater. Da det kan være knyttet usikkerhet til den estimerte verdien, grunnet prognoser på fremtidig avkastning, vil det være fordelaktig å gjennomføre sensitivitetsanalyser. De senere årene har fundamental analyse, som medfører betydelig subjektiv vurdering, blitt supplementært med mer kvantitative tilnærmelser som for eksempel komparative analyser (Palepu et al., 2016).

Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden blir egenkapitalen verdsatt direkte, altså ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer til egenkapital med dens avkastningskrav (Damodaran, 2012). Egenkapitalmetoden har fire ulike fremgangsmåter, henholdsvis utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt og superprofittvekstmodellen som, brukt korrekt, gir samme verdiesestimater. De to første fremgangsmåtene tar utgangspunkt i kontantstrømmer, mens superprofitt – og superprofittvekstmodellen tar utgangspunkt i regnskapet.

Selskapskapitalmetoden

Metoden har likheter med egenkapitalmetoden, men selskapskapitalmetoden har en indirekte tilnærming ved at metoden verdsetter selskapsverdien («Enterprise Value (EV)») først,

deretter justeres det for eiendeler og relevante gjeldstørrelser (kreditorer og minoritetsinteresser) som er urelatert til den underliggende driften. Målet med selskapskapitalmetoden er å få et anslag på selskapsverdien ved å neddiskontere med et veid avkastningskrav, WACC (Damodaran, 2012).

Selskapskapitalmetoden har i likhet med egenkapitalmetoden ulike fremgangsmåter; fri kontantstrøm -, superprofitt- og superprofittvekstmodellen som, brukt korrekt, gir samme verdiesimat (Knivsflå, 2017v). Utbyttmodellen kan ikke benyttes ved bruk av selskapskapitalmetoden da denne modellen benytter seg av kontantstrømmer som direkte tilfaller egenkapitalen.

Kontantstrømmodeller – Ved kontantstrømmodeller blir verdien til selskapet funnet ved nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Dermed forutsetter metoden at man har prognoser på fremtidige kontantstrømmer og at man har estimert et avkastningskrav, basert på dette beregnes nåverdien (Penman, 2013).

Dividendmodellen – I dividendmodellen blir verdien av egenkapitalen beregnet av nåverdien av fremtidig utbytte. Metoden krever dermed et estimat på fremtidige dividender. Til forskjell fra andre metoder krever metoden at man har en lang tidshorisont på prognosene av dividender, selv forbi «steady state» som tilsvarer konstant vekst (Kaldestad og Møller, 2016).

Superprofittmodellen – Superprofittmodellen, også kalt residualmodellen, tar hensyn til alternativkostnaden ved den investerte kapitalen. Dermed er verdien av selskapet den investerte kapitalen pluss/minus nåverdien av avkastningen som blir generert av den investerte kapitalen. Metoden egner seg best i tradisjonelle og modne bransjer, og er ikke egnet for selskaper med høy andel immaterielle eiendeler (Kaldestad og Møller, 2016).

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering tar utgangspunkt i hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet, og basert på den sammenlignbare informasjonen verdsetter man selskapet (Kaldestad og Møller, 2016). Til forskjell fra fundamental verdivurdering involverer denne teknikken ikke prognoser (Penman, 2013). Da metoden er lett å forstå, samtidig som den er mindre ressurskrevende sammenlignet med fundamental verdivurdering, er metoden en av de mest brukte i praksis (Damodaran, 2012).

Komparativ verdivurdering er spesielt gunstig til verdivurdering av nyoppstartede bedrifter da det foreligger lite eller begrenset informasjon om selskapene, eventuelt for selskaper som befinner seg i tilbakegangsfasen. En komparativ verdivurdering kan i tillegg være et supplement eller en rimelighetssjekk for selskaper i den modne fasen. Det skilles mellom to modeller innenfor komparativ verdivurdering, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Substansverdimodellen egner seg ved verdivurdering av konkursbo eller ved likvidasjon da de immaterielle eiendelene anses som marginale eller tapte, og selskapets eiendeler omsettes under markedsprisen. Metoden forutsetter at det eksisterer et sekundært marked for selskapets eiendeler (Kaldestad og Møller, 2016). Teknikken vil som følge av dette ikke bli videre utdypet, se delkapittel 3.2 for nærmere redegjørelse.

Multiplikatormodellen er en metode for å beregne nøkkeltall for egenkapitalen og deretter sammenligne dette med komparative selskaper. Multiplikatormodellen er spesielt gunstig for verdivurdering av nyoppstartede selskaper, og som et supplement til fundamental verdivurdering. Metoden er mindre ressurs- og tidkrevende sammenlignet med en fundamental analyse ved at man blant annet ikke lager fremtidsprognoser, og er som følge av dette en av de mest brukte verdsettelsesmetodene (Damodaran, 2012). Teknikken har imidlertid blitt kritisert for at man kan påvirke estimatet, i en bestemt retning, ved at man utelater multipler eller selskaper som ikke stemmer med det svaret man ønsker. I tillegg er modellen blitt kritisert for å være for lite dyptgående (Kaldestad og Møller, 2016).

Samtidig kan det være krevende å finne komparative selskaper da metoden krever at selskapene som sammenlignes er relativt sammenlignbare, se kapittel 2.5 for komparative selskaper. Det at komparative selskapene i praksis ikke er fullstendig sammenlignbare medfører at man må gjennomføre justeringer. Det kan medføre at verdsettelsen blir relativt grov da det i praksis kan eksistere betydelige individuelle forskjeller, som for eksempel størrelse, lønnsomhet og risiko. Kaldestad og Møller (2016) antyder derfor at metoden kan være mer ressurskrevende i praksis.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

I denne oppgaven vil opsjonsbasert verdivurdering ikke bli benyttet, se kapittel 3.2 for redegjørelse, og oppgaven tar derfor for seg en kort presentasjon av opsjonsbasert verdivurdering.

Opsjonsbasert verdivurdering utgjør sjeldent en egen verdivurderingsmetode, men benyttes ofte som et supplement til fundamental- eller komparativ verdivurdering. Årsaken er at den fundamentale verdivurderingen kan undervurdere verdien når det foreligger en rett til å utføre en konkret type investering. Et selskap kan velge for eksempel å utsette, ekspandere eller avvikle et prosjekt og denne fleksibiliteten kan ha en viss verdi som ikke har blitt reflektert i den fundamentale verdivurderingen (Kaldestad og Møller, 2016). Selskapets verdi finnes ved å summere selskapets statiske verdi og nåverdien av fleksibilitet. Den statiske verdien er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer hvor man ikke tar hensyn til fleksibiliteten (Kaldestad og Møller, 2016).

Metoden sin fordel er at den tar hensyn til undervurderingen som en fundamental verdivurdering kan inneha, men metoden har sine begrensninger siden beregningen av realopsjoner avhenger av gode inputestimater, noe som i praksis er svært utfordrende (Kaldestad og Møller, 2016). Dessuten er ikke alle muligheter en opsjon, siden opsjonen krever en viss grad av eksklusivitet for selskapet, og tar man ikke hensyn til dette kan verdivurderingen bli påvirket (Damodaran, 2012).

3.2 Valg av metode

I dette delkapittelet redegjør vi for valg av verdivurderingsteknikk. Valg av verdsettingsteknikk avhenger blant annet av historisk regnskapsinformasjon, bransje, komparative selskaper, tidshorisont for verdivurderingen, samt hvilken fase selskapet befinner seg i livssyklusen (Kaldestad og Møller, 2016). Valg av metode medfører ikke eliminering av de andre metodene, men supplerende bruk av andre verdsettingsteknikker vil ofte være gunstig for å få et reflektert verdiestimat (Damodaran, 2012). Hver av de tre hovedteknikkene for verdivurdering har sine fordeler og ulemper og ifølge Penman (2013) er valg av teknikk en avveining mellom enkelheten av teknikken kontra kostnadene ved en kompleks teknikk.

3.2.1 Historisk regnskapsinformasjon / tilgjengelig informasjon

Da Marine Harvest er et børsnotert selskap er de underlagt å rapportere etter IFRS (NOU 2003:23, 2003). Det betyr at det eksisterer mye offentlig informasjon om selskapet, og retningslinjer for hva slags informasjon selskapet er pliktig til å offentliggjøre. Det foreligger regnskapsinformasjon, slik vi kjenner Marine Harvest i dag, tilbake til 2006 på selskapets

hjemmesider. Eldre årsrapporter ligger også ute, men disse vedrører regnskapsinformasjon før konsolideringen av Marine Harvest og Pan Fish (Marine Harvest, 2016a). Marine Harvest utgir også «Salmon Farming Industry Handbook», som har til hensikt å gi investorer og finansanalytikere bedre innsikt i oppdrettsnæringen (Marine Harvest, 2016c).

Bransjehåndboken er tilgjengelig via deres nettsider.

Innenfor oppdrettsnæringen er det flere selskaper som ligner på Marine Harvest ved at man har en vertikal integrert verdikjede, men da Marine Harvest er internasjonalt eksponert kan det være vanskelig å sammenligne selskapet med andre selskaper. På den annen side er de komparative selskapene underlagt IFRS hvilket medfører at det eksisterer betydelig sammenlignbar informasjon, noe som åpner for en multiplikatoranalyse.

Det skal også nevnes at oppdrettsnæringen er et relativt vanlig valg innenfor verdsettelsesoppgaver, og Marine Harvest har vært et populært valg. For tidligere verdsettelsesoppgaver av Marine Harvest henvises leseren til Evensen og Presthus (2015) og Andresen og Haugan (2015). For verdivurdering av komparative selskaper, henvises leseren til verdsettelsesoppgaver av Hanøy og Smolskas (2015) og Nyvoll og Lilje (2016), henholdsvis Lerøy Seafood og SalMar.

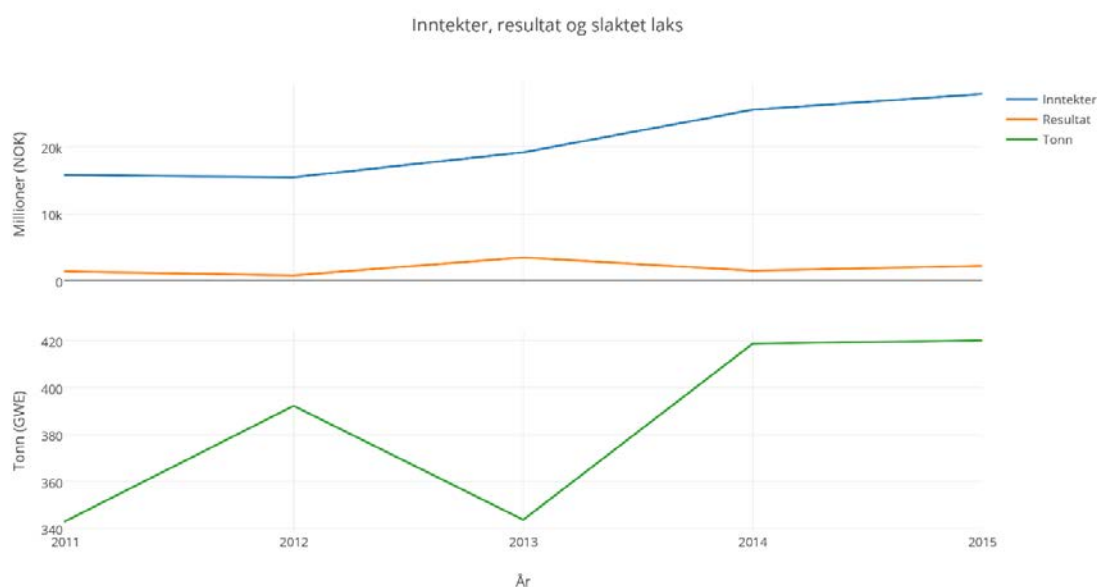
At det eksisterer offentlig informasjon av høy reliabilitet over en periode, både for Marine Harvest og bransjen, er helt nødvendig for at man skal få gode estimater på fremtidig utvikling. Det danner et godt utgangspunkt for en fundamental analyse, samtidig vil tilgangen til informasjon medføre at man gjennom en komparativ analyse kan få gode multipler, jf. kapittel 12.

3.2.2 Fase i livssyklusen

Da det ikke er funnet noen indikasjoner på avvikling eller tilbakegang i årsrapportene vil vi ikke benytte oss av substansmodellen. I tillegg, er eiendelene i Marine Harvest vanskelig å verdsette. Som nevnt eksisterer det regnskapsinformasjon over en lengre periode, både for Marine Harvest og bransjen, noe som tilsier at man ikke befinner seg i tidlig vekstfase. Mengden regnskapsdata, samt at det eksisterer mange komparative selskaper tilsier at man befinner seg i sen vekstfase eller moden fase.

En indikasjon på om et selskap befinner seg i den modne fasen er at inntektene og resultatet er relativt stabilt (Knivsflå, 2017a). Ser vi på inntektene og resultatet til Marine Harvest for

perioden 2011-2015 har Marine Harvest hatt en relativ stabil vekst, se Figur 3-1. Dagens konsesjonssystem medfører at man har en relativ forutsigbar produksjonsvekst da tildelingen av konsesjoner har blitt betydelig redusert – vekst må skje som følge av oppkjøp og innovasjon. Det er projisert en årlig vekst på 3 % i perioden 2015 – 2020 (Marine Harvest, 2016c). I perioden 2011-2015 hadde Marine Harvest en gjennomsnittlig årlig vekst på 4 % GWE (Marine Harvest, 2016c), se Figur 3-1. Begrensningen på tilbudssiden skyldes et økt fokus på en bærekraftig utvikling noe som medfører at veksten til næringen, herunder Marine Harvest er relativ lav. Derimot vil det eksistere vekstmuligheter i fremtiden da teknologiske fremskritt og havbasert oppdrett anses som pådrivere for en fremtidig vekst. Dette taler for at Marine Harvest befinner seg mot slutten av vekstfasen. Til sammenligning har Deloitte (2015) også plassert oppdrettsnæringen i tilsvarende fase.



Figur 3-1: Inntekt, resultat og tonn (GWE) for Marine Harvest i perioden 2011 – 2015. Tall er hentet fra selskapets årsrapporter.

Som presentert i kapittel 2 er Marine Harvest verdensledende innenfor oppdrettsnæringen, men selskapet har også satset stort på forretningsområder tilknyttet oppdrettsnæringen, deriblant fôrproduksjon (Marine Harvest, 2015). Det medfører at enkelte områder av verdiskapningen til Marine Harvest befinner seg i oppstartsfasen, mens kjernevirksomheten foregår i markeder hvor det foreligger en lang operasjonell drift med god tilgang til offentlig informasjon.

3.2.3 Oppsummering av valg av verdivurdering

Som et resultat av tilgangen på informasjon, fase i livssyklusen, komparative selskaper samt tiden vi har til rådighet vil vi benytte oss av fundamental verdivurdering. Fundamental verdivurdering er en grundig verdivurderingsteknikk og er dermed gunstig for å finne de underliggende verdiene og framtidsutsiktene for Marine Harvest.

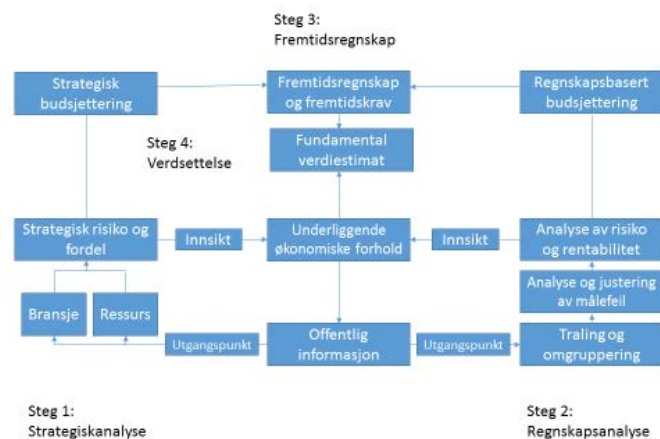
Som et supplement til fundamental verdivurdering vil en komparativ verdsettelse i form av multiplikatorer benyttes da det eksisterer sammenlignbare selskaper i bransjen. Selv om det foreligger visse ulikheter mellom selskapene vil regnskapsmateriale som er tilgjengelig være av høy kvalitet og sammenlignbart da selskapene rapporterer etter IFRS. Den komparative analysen vil også virke som en «kontroll» av den fundamentale analysen.

Opsjonsbasert verdivurdering er relevant når det foreligger opsjoner. Det at Marine Harvest kan overføre konsesjoner innad i selskapet representerer en fleksibilitet overfor de små oppdrettsselskapene, men vi antar at denne verdien av fleksibiliteten er relativt lav og man vil derfor ikke fokusere på en opsjonsbasert verdsettelse.

3.3 Rammeverk – fundamental verdivurdering

Dette delkapittelet vil gi en presentasjon av rammeverket for fundamental verdsettelse av Marine Harvest. Oppgaven bygger på rammeverket til Penman (2013) og er videreutviklet av Knivsflå (2017a). Rammeverket innebærer 5 steg; strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap og fremtidskrav, verdsettelse og handlingsstrategi, se Figur 3-2.

Utgangspunktet er som tidligere nevnt offentlig tilgjengelig informasjon.



Figur 3-2: Rammeverk for fundamental verdivurdering basert på Penman (2013) og (Knivsflå, 2017a)

Steg 1: Strategisk analyse – kvalitativ analyse

Rammeverket tar først for seg en strategisk analyse basert på selskaps- og bransjeinformasjon som er offentlig tilgjengelig, altså en kvalitativ analyse. Analysen gir innsikt i underliggende økonomiske forhold. Her blir makroforholdene i omgivelsene, samt forhold internt i Marine Harvest og oppdrettsnæringen analysert for å få innsikt i forholdene som påvirker den fremtidige verdiskapningen til selskapet.

I denne delen blir det foretatt en ekstern bransjeorientert analyse og deretter en intern ressursorientert analyse. Hensikten med den strategiske analysen er å få innsikt i de interne ressursfordelene og de eksterne bransjefordelene som resulterer i selskapets strategiske fordeler (Sørensen, 2012).

Steg 2: Regnskapsanalyse – kvantitativ analyse

Etter at man har gjennomført den kvalitative analysen og fått kunnskap om selskapet og innsikt i faktorer som påvirker selskapets evne til å generere fremtidig inntekt gjennomføres en kvantitativ analyse. I den kvantitative analysen, regnskapsanalysen, omgrupperes regnskapstall fra årsrapporter og kvartalsrapporter slik at tallene er egnet til en investororientert analyse da oppstillingsplanen etter IFRS i hovedsak er kreditororientert (Knivsflå, 2017c). Her skilles det mellom drift og finans samt normale og unormale poster i regnskapet, siden unormale poster forventes å være engangstilfeller. I tillegg blir regnskapstallene justert for målefeil da det vil medføre bedre måling av underliggende lønnsomhet. Regnskapsanalysen medfører at strategiske fordeler avdekkes og dekomponeres, og gir dermed innsikt i underliggende økonomiske forhold i Marine Harvest.

Analyser av selskapets risiko og rentabilitet utføres med omgruppert og justert regnskapsinformasjon. Likviditet- og soliditetsanalyser resulterer i et estimat på selskapets syntetiske rating. Analyse av rentabilitet gir oss større innsikt på strategisk fordel med underliggende drift- og finansieringsfordel. Ved dekomponering av driftsfordelen er det viktig at driftsfordelen er relatert til selskapets interne eller eksterne bransjefordeler funnet i steg 1.

Steg 3: Fremtidsregnskap og fremtidskrav

I dette steget blir kunnskapen fra den strategiske analysen, samt regnskapsanalysen brukt til å lage fremtidsregnskapet og fremtidskrav. Fremtidsregnskapet blir til ved at man projiserer

den økonomiske utviklingen i selskapet til et tidspunkt hvor selskapet er i en stabil tilstand med konstant vekst, såkalt «steady state».

Til slutt i steg 3 blir fremtidige avkastningskrav estimert, herunder avkastningskrav til egenkapital, gjeld og selskapskapital.

Steg 4 Verdiestimat basert på fremtidsregnskapet

Verdivurderingen av Marine Harvest baseres på fremtidsregnskapet og fremtidskrav. Som nevnt i delkapittel 3.1 kan dette enten gjøres direkte ved hjelp av egenkapitalmetoden eller indirekte ved selskapskapitalmetoden. Egenkapitalverdien og aksjeverdien av Marine Harvest finnes så gjennom en konvergeringsprosess.

Steg 5 Handlingsstrategi

Basert på de fire ovennevnte stegene munner analysen ut i en handlingsstrategi vedrørende aksjen til Marine Harvest. Handlingsstrategien bestemmes ved at man sammenligner verdiestimatet oppnådd gjennom de fire stegene med dagens aksjekurs. Da det er knyttet usikkerhet til verdiestimatet i punkt fire vil det være naturlig med en analyse av usikkerhet. Her endres inputvariabler, gjennom simuleringer og sensitivitetsanalyser. Det medfører at man får innsikt i hvordan verdiestimatet av Marine Harvest påvirkes av sentrale faktorer.

Som et supplement vil det være gunstig å gjennomføre en komparativ verdsettelse og sammenligne dette med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen før handlingsstrategi velges.

4. Strategisk analyse

Framnes, Pettersen og Thjømmøe (2012, s. 101) definerer strategi som: «et mønster eller en plan som integreres i en organisasjons overordnede mål, politikk og hendelsesforløp som helhet». Hensikten med å gjennomføre en strategisk analyse er å få kvalitativ innsikt i underliggende økonomiske forhold i Marine Harvest og dermed et grunnlag for å vurdere strategisk risiko og om selskapet er i en unik strategisk posisjon. Med en unik strategisk posisjon menes evnen til å generere en strategisk fordel som gir rentabilitet utover normalavkastningskravet på kapital (Knivsflå, 2017b).

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Vår strategiske analyse baseres på rammeverket til Knivsflå (2017a). Med utgangspunkt i offentlig informasjon gjennomfører vi en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse for å avdekke om Marine Harvest er i besittelse av en strategisk fordel.

En bransjeorientert strategisk analyse vil bestå av 2 analyser som avdekker viktige faktorer for lønnsomheten i bransjen. PESTEL er et analyseverktøy som kartlegger viktige makroforhold i bransjens omgivelser, mens Porters 5 konkurransekrefter undersøker konkurranseforholdene i bransjen. Vi benytter oss av SVIMA rammeverket til den interne ressursbaserte analysen av Marine Harvest.

Etter å ha gjennomført strategisk analyse av bransjen og selskapet har vi nødvendig innsikt til å vurdere hva som er kildene til den strategiske fordel til Marine Harvest. Strategisk fordel dekomponeres i ekstern bransjefordel og intern ressursfordel. Bransjefordeler som skaper en rentabilitet over avkastningskravet er felles for alle aktører i bransjen, mens interne ressursfordeler gir et selskap en rentabilitet som er større enn bransjen (Knivsflå, 2017b).

Eksternanalysen avdekker hvilke muligheter og trusler Marine Harvest står ovenfor, mens internanalysen avdekker selskapets sterke og svake sider. Dette oppsummeres i en SWOT analyse avslutningsvis i kapittelet. Analysen indikerer strategisk risiko og viser hvordan trusler eksternt og svake sider internt kan redusere en strategisk fordel over tid, mens muligheter eksternt og sterke sider internt derimot kan øke den strategiske fordel over tid (Knivsflå, 2017b).

4.2 Ekstern bransjeanalyse

Eksternanalysen består av PESTEL og Porters 5 konkurransekrefter og bygger på bakgrunnsinformasjonen som ble presentert i kapittel 2.

4.2.1 Makroanalyse - PESTEL

En makroanalyse gjennomføres for å identifisere hvilke spesifikke faktorer i omgivelsene som påvirker lønnsomheten i bransjen som helhet og avdekker potensielle muligheter og trusler for bransjen. Dette kalles også for en samfunns- og trendanalyse (Knivsflå, 2017b), og et godt egnet verktøy for faktoranalyser er PESTEL-rammeverket (Johnson, 2014, s. 34-36). Politiske (P) -, økonomiske (E) -, sosiokulturelle (S) -, teknologiske (T) -, miljømessige (E) – og juridiske (L) faktorer utgjør akronymet PESTEL.

Politiske faktorer

Konsesjonssystemet ble opprettet for at myndighetene skal kunne føre et tilsyn med bransjen og ivareta interessene til samfunnene hvor bransjen er etablert. Med tiden har biologiske utfordringer økt behovet for en streng offentlig forvaltning av bransjen, noe som blant annet reflekteres i akvakulturloven som skal sikre en lønnsom og bærekraftig forvaltning.

Myndighetene har ambisiøse vekstambisjoner for oppdrettsnæringen i fremtiden, og med det nye trafikklyssystemet legger myndighetene til rette for en kontrollert vekst i eksisterende produksjonsområder hvor miljøet tåler det. Med utdeling av grønne- og utviklingskonsesjoner oppfordrer myndighetene bransjen til å utvikle produksjonsmetoder som kan sikre en bærekraftig næring hvor bransjen samtidig oppnår vekst. Myndighetenes lemping på eierbegrensningskravene legger til rette for en ytterligere konsolidering av bransjen, hvor etablerte aktører kan vokse gjennom oppkjøp av konsesjoner og andre aktører i et større omfang enn tidligere. Et viktig moment som vil drøftes i Porter analysen er at konsesjonssystemet fungerer som en effektiv inngangsbarriere for nye aktører som kan presse lønnsomheten i bransjen.

Selv om konsesjonssystemet begrenser veksten i bransjen, er det meget viktig for lønnsomheten i bransjen. Konsesjonssystemet bidrar til sunn forvaltning og bærekraftig vekst innenfor hva miljøet tåler, hvor problemene i Chile er et eksempel på hva svak forvaltning av bransjen kan medføre. Dermed vil konsesjonssystemet fortsatt være en viktig regulator for bransjen i fremtiden.

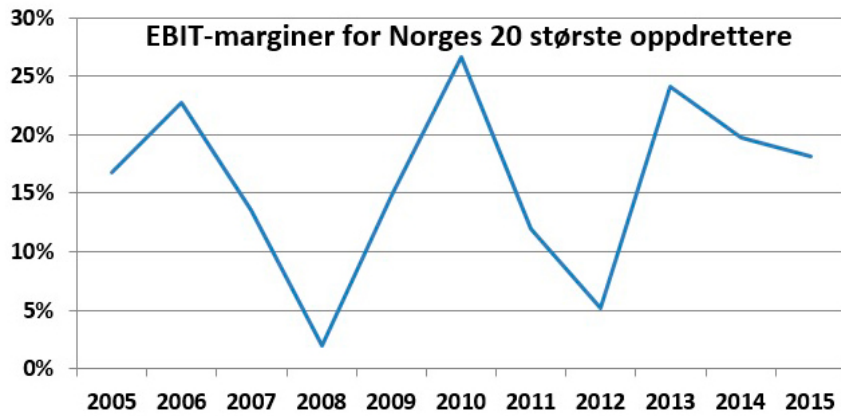
Oppdrettsbransjen er veldig eksportrettet og god markedstilgang er helt essensielt for lønnsomheten i bransjen. I analyseperioden vår har handelspolitiske konflikter med Kina og Russland gitt begrenset markedstilgang for den norske bransjen. Siden etterspørselen har vært høyere enn tilbudet de siste årene har det ikke medført store negative konsekvenser da det eksisterer flere markeder med høy betalingsvilje for laks. Russland og Kina har tradisjonelt ikke vært essensielle markeder for den norske næringen, selv om enkelte aktører ble skadelidende på kort sikt. På lengre sikt kan bedret markedstilgang gi store vekstmuligheter slik det nylig normaliserte handelsforholdet med Kina åpner for. Våren 2017 har norske og kinesiske myndigheter inngått avtaler som avklarer hvordan handelen skal gjennomføres og tilrettelegger for gjenåpning av norsk lakseeksport til Kina (Nærings- og fiskeridepartementet, 2017a). På lengre sikt kan Kina bli et av de største markedene for laks hvis aktørene i bransjen klarer å posisjonere seg riktig og få en god distribusjon til forbrukerne.

EU har historisk vært det viktigste markedet for laks og EU-samarbeidet sikrer god markedstilgang. Storbritannia er et viktig marked for norsk sjømat og nye handelsavtaler må inngås som følge av «Brexit». Sjømateksporten til Storbritannia er størst på andre fiskearter som torsk og hyse, men laks er et vekstprodukt med stort potensiale i Storbritannia.

Lavkonjunkturen i den viktige oljesektoren i Norge viser at politikerne må tilrettelegge gode handelsavtaler for viktige næringer som oppdrettsbransjen for å redusere den økonomiske avhengigheten av olje og gass i fremtiden. Mulighetene vil være størst for selskapene som har bygget opp solide globale salgs- og markedsorganisasjoner ved at man allerede har innpass i viktige marked, og dermed kan gripe muligheten til å øke sine volum. Ved å tilrettelegge for gode handelsavtaler reduseres også risikoen for at bransjen blir utsatt for proteksjonistiske tiltak i viktige marked.

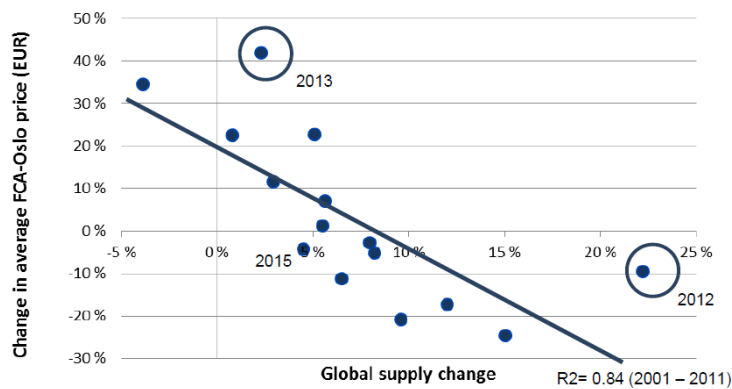
Økonomiske faktorer

Lønnsomheten i oppdrettsbransjen svinger med prisutviklingen på laks, se Figur 4-1. Videre viste vi i delkapittel 2.2.1 en meget høy korrelasjon på 0,86 mellom utviklingen i aksjekursen til Marine Harvest og spotprisen, se Figur 2-3.



Figur 4-1: EBIT-marginer (iLaks, 2016)

En regresjonsanalyse utført av Kontali Analyse viser høy korrelasjon mellom globalt tilbud av laks og spotprisen til Fish Pool. Det foreligger en forklaringskraft på 84 % om at endringene i prisen skyldes endringer i globalt tilbud (Marine Harvest, 2016c, s. 23).



Figur 4-2: Korrelasjon Pris – Tilbud (Marine Harvest, 2016c, s. 23)

Etterspørselen etter laks er svært høy og har medført høye spotpriser da produksjonsvolumet er begrenset. Spesielt 2016 har vært et meget sterkt år for bransjen, hvor redusert tilbud presset prisen opp. Oppdrettsbransjen er dermed en syklisk bransje hvor laksepris og globalt tilbud er svært viktige faktorer for bransjen. Volatile laksepriser er en trussel for lønnsomheten i bransjen, og medfører at bransjen må være solid finansiert for sikker drift gjennom nedgangssykluser.

Historisk har prisene blitt redusert i perioder hvor tilbudet øker, slik at en større produksjonskapasitet som øker tilbudet kan være en trussel for lønnsomheten i bransjen. Høy etterspørsel etter laks kan forventes å vedvare da det foreligger store muligheter for vekst i flere befolkningsrike markeder, som kan kompensere for en økning i produksjonskapasiteten.

Det kreves store investeringer for oppdrett av laks og med store verdier stående i laks gjennom produksjonssyklusen kan bransjen kalles kapitalintensiv. Bransjen foretar betydelige låneopptak for å finansiere investeringer og det medfører at dagens lave rentenivå er en fordel for kapitalintensive bransjer. Selskap med betydelig rentebærende gjeld vil være utsatt for en økning i rentenivået, men rentebanen til Norges Bank viser at bransjen med stor sannsynlighet vil kunne finansieres med et historisk lavt rentenivå på kort og mellomlang sikt. På lengre sikt vil det kunne forventes at rentenivået stiger, og vil kunne utgjøre en potensiell trussel for lønnsomheten i bransjen.

Valutakursene er viktig for en eksportrettet oppdrettsnæring og siden laks er en ferskvare, med begrenset holdbarhet, blir næringen ekstra utsatt for valutakursen. Oljeprisen er viktig for den norske kronen og fallet i oljeprisen har gitt en svakere krone målt mot viktige valutaer som euro og dollar. Fordelen for oppdrettsnæringen har vært større etterspørsel etter norsk laks, men konkurransevnen til den norske næringen vil svekkes hvis kronen styrker seg. Bransjen benytter sikringsinstrumenter for å redusere risikoen tilknyttet valutakursendringer på kort sikt. På lang sikt er det trolig at valutakursen vil returnere til sitt gjennomsnitt basert på empiri. Et slikt scenario innebærer at en svak krone vil styrkes i fremtiden og dermed utgjøre en trussel for konkurransekraften og lønnsomheten til den norske oppdrettsnæringen.

Sosiale faktorer

Prognosen på befolkningsvekst frem mot 2050 viser at behovet for bærekraftige og miljøvennlige proteinkilder blir stort. Protein fra fisk utgjør kun 6,5 % av forbruket pr. 2016, noe som indikerer et betydelig potensiale for vekst. Begrensede produksjonsareal på land tilsier en større utnyttelse av ressursene i havet og rapporter uttrykker at oppdrett vil øke sin andel av mat til menneskelig konsum. De største markedene for fremtidig vekst vil være i befolkningsrike land som Russland, Brasil, Sør-Afrika og i Asia hvor kjøpekraften forventes å stige. Totalt sett er det positive estimater for oppdrettsbransjen som har mulighet til stor markedsvekst i fremtiden.

Et økende fokus på sunne produkter er en global trend, og laks med sine ernæringsmessig gode egenskaper er et produkt som drar fordeler av et fokus på sunn mat. Sjømat har i tillegg fått god hjelp av stadig økende etterspørsel etter sushi, hvor laks er en svært populær ingrediens. Sushi sin posisjon i det asiatiske markedet er også en god inngangsport for norsk laks som har et rykte for høy kvalitet.

Teknologiske faktorer

Biologiske utfordringer har gitt bransjen økende produksjonskostnader, og begrenser mulighetene for vekst. For å forebygge biologisk risiko vil teknologisk utvikling som bidrar til forbedrede produksjonsanlegg og nye produksjonsmetoder være viktig. Myndighetene oppfordrer til teknologisk innovasjon gjennom utviklingskonsesjonene, og det er flere konsept som allerede er godkjent for videre utvikling. Kjente eksempler er havmerden til SalMar, og Marine Harvest sine lukkede konsept «Egget» og «Marine Donut». Teknologisk utvikling som bidrar til forbedret produksjon er viktig for bransjen og gir muligheter til mer kostnadseffektiv drift, mindre eksponering for biologisk risiko og større vekstmuligheter.

Norske myndigheter har åpnet for landbaserte anlegg som ikke vil rammes av konsesjonsbegrensningene og det første anlegget forventes å åpne i Norge i desember 2017 (iLaks, 2017b). En fordel med landbaserte anlegg er mindre eksponering for biologiske risikofaktorer som har medført en stor økning i produksjonskostnadene. Produksjon på land kan gi en stor kapasitetsøkning som reduserer prisene, nye produksjonsland nærmere store markeder og etablering av nye aktører siden oppdrett på land ikke krever konsesjoner. Landbasert oppdrett er helt i startfasen og antas å ikke utgjøre en trussel for bransjen på kort og mellomlang sikt. Landbasert oppdrett vil være kapitalintensivt med store investeringer i produksjonsanlegg, samt arealkrevende. Produksjonsformen kan på lang sikt være en potensiell trussel for lønnsomheten i den etablerte bransjen, men det vanskelig å spå hvor konkurransedyktig landbasert oppdrett vil være, spesielt hvis marginene i bransjen blir mindre som følge av større produksjonskapasitet. Marine Harvest har uttalt at Norge ikke bør være en pådriver til vekst innen landbasert oppdrett, da det kan fjerne konkurransefortrinnet som Norge har i dag (E24, 2015).

Miljømessige faktorer

Lakseoppdrett er i utgangspunktet en miljø- og klimavennlig produksjon. Laks har en veldig lav førfaktor og bruker lite energi, og produksjonen har lave CO₂ utslipp sammenlignet med andre proteinkilder og er dessuten lite arealkrevende. Bransjen er imidlertid utsatt for lakselus og andre sykdommer, rømming av oppdrettslaks og utslipp av næringsalter. Sykdommer og rømming medfører store økninger i produksjonskostnadene og fare for betydelige tap. Bransjen er underlagt strenge krav for å ivareta velferden til laksen og for å sikre seg mot sykdomsutbrudd, blant annet ved innføringen av det nye trafikkløssystemet som setter krav til lusekontroll for å kunne oppnå vekst i produksjonsområdene. Vi har

tidligere påpekt at manglende regulering kan medføre store konsekvenser, jf. biologiske utfordringer i Chile. Bransjen bruker betydelige summer på forskning og utvikling (FoU) i forbindelse med biologiske risikofaktorer og må jobbe kontinuerlig med innovative løsninger som forebygger biologisk risiko. Biologiske utfordringer er en konstant risiko som også i fremtiden vil utgjøre en trussel for bransjen.

Omdømmet til oppdrettslaks er svært viktig for etterspørselen etter produktet. Det er derfor svært viktig at bransjen tar sine miljøutfordringer på alvor. Det er støy rundt bransjen på grunn av flere forhold, blant annet utslipp av næringssalter og rømmingsproblemer. Miljø- og klimavennlige produkt vil få økt etterspørsel i fremtiden da miljø og klima er svært aktuelle samfunnstema, og i medias søkelys. En miljø- og klimavennlig produksjon kan således gi muligheter for økt etterspørsel, og det er derfor viktig at bransjen ikke blir stemplet som en miljøversting.

Juridiske faktorer

Juridiske faktorer henger tett sammen med politiske faktorer da nasjonalforsamlingene er den lovgivende makt i de fleste samfunn. Kongsessjonssystemet er regulert av akvakulturloven og er under sterk politisk påvirkning. Statlige tilsyn overvåker bransjen og har mandat til ulike sanksjoner ved brudd på regelverket.

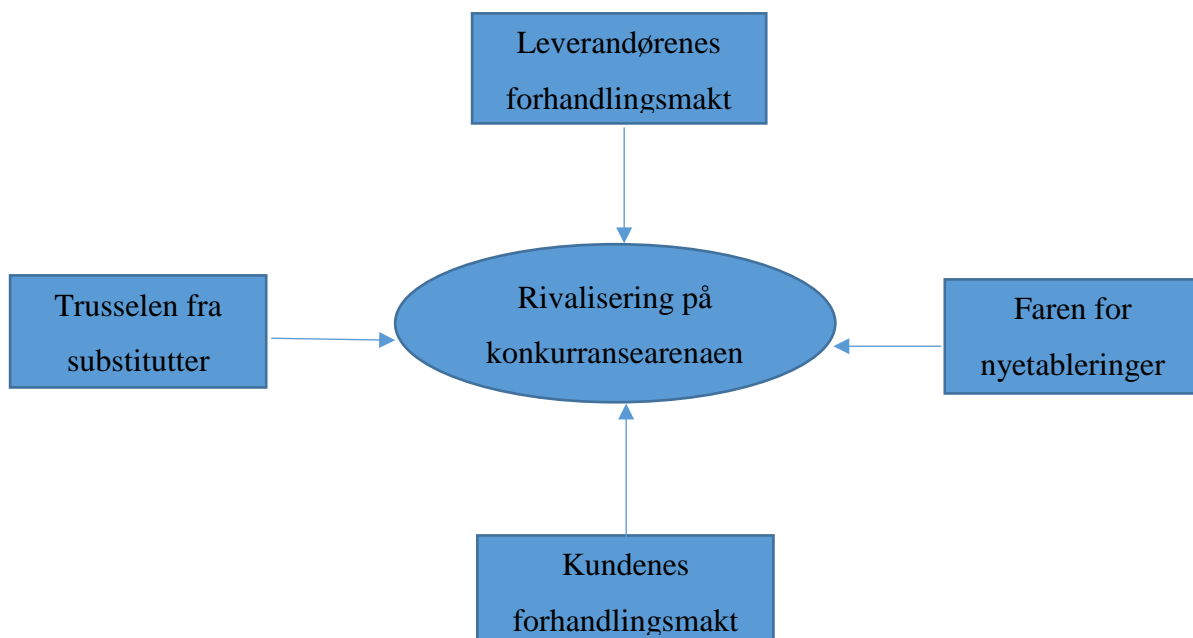
Kravene i akvakulturloven til maksimalt tillatt biomasse (MTB) er under kritikk da næringen mener reguleringen ikke gir bransjen nok fleksibilitet. Laks har størst tilvekst på høsten, og det medfører at hovedtyngden av slaktingen foregår på høsten for å holde seg under kravene for MTB. Det gir et problem for bransjen da tilbudet av laks blir høyt på høsten og tilsvarende lite på våren. Bransjen ønsker et fleksibelt system hvor MTB regnes ut som et rullerende 12 måneders gjennomsnitt, da det gir bedre muligheter for å slakte etter behov og etterspørsel. Det er avvist av myndighetene på grunn av forvaltningsmessige utfordringer, men bransjen ble tilbudt en ordning med variabel tillatt biomasse med høyere grense i tilvekstperioden og lavere grense resten av året (NRK, 2017).

Konkurranselover er et juridisk forhold som kan få større betydning i fremtiden hvis bransjen konsolideres ytterligere med et fåtall gjenværende aktører. En for høy konsentrasjon i bransjen gir større fare for maktmisbruk og prissamarbeid, og kan føre til oppkjøpsnekt. Et eksempel er i forbindelse med kjøpet av Morpol hvor Marine Harvest måtte avhende deler av virksomheten for å få godkjent oppkjøpet (E24, 2013b).

4.2.2 Bransjeanalyse - “Porter’s 5 krefter”

Bransjeanalysen er et verktøy for å avdekke konkurransekraftene i bransjen og avgjøre om det foreligger konkurransefortrinn som gir en lønnsomhet utover avkastningskravet. Hvis en bransje oppnår en lønnsomhet utover normalavkastningskravet på kapital, oppstår det superprofitt (Lien og Jakobsen, 2015, s. 55).

Rammeverket til Porter blir benyttet til bransjeanalysen og kalles «Porters 5 krefter». Rammeverket undersøker 5 konkurransekrefter som utgjør trusler for bransjens evne til å opprettholde lønnsomhet. Bransjen kan utnytte muligheter gjennom strategiske tiltak som nøytraliserer trusler slik at det er mulig å oppnå en superrentabilitet som tilsvarer en varig strategisk fordel (Lien og Jakobsen, 2015).



Figur 4-3: Porters fem krefter (Lien og Jakobsen, 2015, s. 54)

Trussel fra nyetableringer

Hvis det foreligger superprofitt som gir høyere lønnsomhet enn andre bransjer, vil konkurransekraftene under fri konkurranse lede til en etablering av nye aktører. Det medfører større kapasitet og antall konkurrenter i bransjen øker slik at lønnsomheten reduseres til avkastningskravet (Lien og Jakobsen, 2015, s. 55). En bransje kan også bli utsatt for en overetablering av nye aktører hvilket medfører lav lønnsomhet i bransjen.

Inngangsbarrierer fungerer effektivt for å hindre nyetableringer og kan være et grunnlag for en varig felles bransjefordel. Potensielle inngangsbarrierer til en bransje kan være

kapitalbehov, skalafordeler, byttekostnader, eksklusiv tilgang til knappe innsatsfaktorer, læringskurveeffekter, nettverksekskternaliteter og reguleringer fra myndigheter (Lien og Jakobsen, 2015, s. 55-57).

Oppdrettsbransjen er kapitalintensiv med høye oppstartskostnader i form av investeringer i konsesjoner og produksjonsanlegg. Produksjonssyklusen er lang slik at nye aktører vil måtte ha finansiell styrke til å vente minimum 3 år for avkastning på investeringene sine. Bransjen er også utsatt for biologisk risiko og sykluser som følge av volatile laksepriser som medfører et behov for solid finansiering.

Det kan være betydelige skalafordeler i lakseoppdrett da volum reduserer aktørens enhetskostnader. Fôr er den største produksjonskostnaden og kan reduseres med store innkjøp eller etablering av egen fôrproduksjon, noe som krever et stort volum. Laks slaktes i egne anlegg (primærprosessering) og sendes ut i markedet som hel fisk eller til videreforedling (sekundærprosessering). Ved store volum kan kostnader til prosessering reduseres og utføres i interne anlegg fremfor industrianlegg. Laks blir i stor grad eksportert og har store logistikk kostnader med blant annet flyfrakt, slik at store volum reduserer logistikk kostnadene. Store etablerte aktører vil dermed ha skalafordeler som bidrar til økt lønnsomhet. For å utligne skalafordeler må nykommere i en tidlig fase oppnå store produksjonsvolum, noe som kan være en inngangsbarriere for nye aktører.

I lakseoppdrett er det lave byttekostnader for kundene da produktet som selges er relativt homogent og det finnes et stort antall tilbydere. Lave byttekostnader er en fordel for nye aktører i bransjen.

Den etablerte oppdrettsbransjen kontrollerer lokasjoner av produksjonsanlegg som er en viktig eksklusiv innsatsfaktor. Det er et begrenset antall egnete lokasjoner for oppdrett i verden som følge av geografi, biologi og klima. Myndighetene har styrt etableringen av produksjonsanlegg med utdeling av konsesjoner i lang tid og det antas at lokaliseringene som er best egnet for lakseoppdrett allerede er utdelt til den etablerte bransjen. Nye aktører må dermed enten skaffe seg lokasjoner ved å få tildelt konsesjoner fra myndighetene eller gjennom oppkjøp som krever mye kapital. En annen mulighet er ved teknologisk innovasjon, men det forutsetter store finansielle ressurser til FoU. Landbaserte oppdrettsanlegg kan utgjøre en trussel som tidligere drøftet i makroanalysen, men siden landbasert oppdrett er i startfasen vurderes den som en lav trussel på kort sikt og en mulig stor trussel på lang sikt.

Læringskurveeffekter er en variant av skalafordeler som oppstår når kostnadene reduseres på grunn av driften blir mer effektiv ved gjentakelser (Lien og Jakobsen, 2015, s. 57). Den etablerte bransjen har bygget opp stor kompetanse innen oppdrett som det er rimelig å anta nye aktører ikke vil kunne oppnå på kort sikt.

Myndighetene regulerer bransjen gjennom utdeling av konsesjoner. Konsesjoner er et knapt gode siden geografiske og biologiske forhold medfører store begrensninger på antall mulige lokasjoner og hvor mange konsesjoner som blir utlyst. Prisene for konsesjonene er høye, spesielt i annenhåndsmarkedet. En annen mulighet er som nevnt gjennom oppkjøp av andre aktører, hvilket kan være svært kapitalkrevende. Hvis en ny aktør foretar et oppkjøp av andre aktører eller konsesjoner øker ikke produksjonskapasiteten i bransjen. Konsesjonssystemet er en stor inngangsbarriere for nye aktører og er en stor bidragsyter til lønnsomheten i bransjen da produksjonskapasiteten kontrolleres strengt.

Etablerte aktører kan nøytralisere trusselen fra «bryssomme» nykommere på markedet gjennom oppkjøp (Knivsflå, 2017d). Det stiller krav til finansiell styrke og en forventet konsolidering av bransjen sannsynliggjør et scenario hvor store aktører vil vokse gjennom oppkjøp av mindre selskap.

Siden det foreligger store inngangsbarrierer i bransjen forventes trusselen fra nyetableringer å være lav. På lang sikt kan trusselen bli større hvis teknologisk utvikling bidrar til produksjonsmetoder som øker antall konsesjoner betydelig og reduserer inngangsbarrierene. Landbasert oppdrett er en potensiell trussel på lang sikt hvis den blir konkurransedyktig og gir nye aktører langt større muligheter for innpass i markedet.

Trussel fra substitutter

Substitutter oppfyller de samme kundebehovene som bransjens produkt, og prisen som kundene er villige til å betale for et produkt avhenger av tilgjengelige alternativ. Nære substitutter kan dermed være produkt som kunden vurderer har samme brukskriterier, bruksanledning og er tilgjengelig i samme geografiske område (Lien og Jakobsen, 2015, s. 59).

Vi velger å definere substitutter fra et forbrukerperspektiv hvor substituttene er alternative kilder til animalsk protein innen landbruksprodukter som kylling, storfe, lam og gris. Mer generelle substitutt kan være annen sjømat som for eksempel ørret og hvitfisk.

Laks er et veldig effektivt produkt sammenlignet med substituttene hvor store deler av laksen kan brukes til menneskelig konsum. Fôrkostnadene utgjør store deler av produksjonskostnaden til laks, og en meget effektiv fôrfaktor sammenlignet med substitutter er viktig for å kunne være konkurransedyktig på pris. Historisk har laks likevel vært dyrere enn landbruksprodukter (Marine Harvest, 2016c, s. 16). Med en mer kostnadseffektiv produksjon og større volum har forskjellene blitt mindre og laks er dermed blitt mer konkurransedyktig. Prognosene fremover tilsier et begrenset tilbud som fører til at laksepriser vil være relativt høye. Det gir en fare for at etterspørselen vil skifte mot rimeligere substitutter som kan dekke forbrukerens behov for proteinrike produkt.

Laks konkurrerer mot substitutter som en proteinkilde. Det som skiller laks fra substituttene innen landbruk er høyt innhold av omega 3 syrer som gir gode helsemessige gevinster. Den globale helsetrenden bidrar til at forbrukere velger sunne produkter og økende bevissthet om matvarenes egenskaper bidrar til å redusere trusselen fra substituttene.

Oppdrett er mer energieffektivt og mindre arealkrevende enn landbruksproduktene. Fremtidige muligheter til vekst med teknologisk innovasjon taler for at oppdrett har mindre vekstbegrensinger på sikt enn landbruk og at laks vil styrke sin posisjon i fremtiden.

Valgene til sluttkundene påvirkes av varens tilgjengelighet. Mens landbruksproduktene har vært godt innarbeidet i mange år, er fersk laks et produkt som er blitt mer tilgjengelig for forbrukere de siste årene. Nye forbrukerpakninger har gitt langt større distribusjon i dagligvarehandelen og er et konsept som rulles ut i stadig flere land. Veksten innen sushi er et annet eksempel på økt tilgjengelighet som reduserer trusselen fra andre substitutter.

En trussel mot laks er at bransjen har hatt visse omdømmeproblemer, blant annet som følge av biologiske utfordringer. Det kan bidra til at forbrukere endrer innkjøpene sine til substituttene.

En mulig metode for å nøytralisere trusler fra substitutter er ved diversifisering gjennom oppkjøp. Det er ikke sannsynlig at oppdrettsselskap vil gjøre oppkjøp innen landbruk som ligger utenfor kjernevirksomheten. Et mer sannsynlig scenario er mer diversifisering innen sjømat som for eksempel Lerøy Seafood har gjort med hvitfisk.

Trusselen fra substitutter anses som moderat. Laks har gode ernæringsmessige egenskaper til sin fordel, men høy pris gir lavere barrierer for å bytte til substituttene.

Forhandlingsmakt fra kunder

Hvis kundene har stor forhandlingsmakt, kan bransjen bli satt i en posisjon hvor den må gi rabatter ved å redusere prisene eller tilby kunden større volum til samme pris. Kundens forhandlingsmakt vil dermed kunne redusere lønnsomheten i bransjen (Lien og Jakobsen, 2015, s. 64). En bransje kan bli utsatt for forhandlingsmakt fra kunder når det er få kunder og mange leverandører, homogene produkt, store byttekostnader for leverandørene, store faste kostnader med ledig kapasitet og mulighet for vertikal integrasjon (Lien og Jakobsen, 2015, s. 65).

Oppdrettsbransjen består av et begrenset antall oppdrettere hvor store kunder er dagligvarekjeder, storhusholdning, industri og distributører i et internasjonalt marked. En konsentrert bransje som kan selge produktene sine i et stort antall kanaler med mange kunder og med lave byttekostnader, reduserer kundens forhandlingsmakt.

Laks er i utgangspunktet et homogent produkt hvor velinformerte kunder vil være bevisst på pris og kvalitet. Markedsprisen er utgangspunktet for prisingen og bransjen må forholde seg til et prisnivå som blir akseptert av kundene. Laks har substitutter som kundene kan bytte til uten byttekostnader hvis prisene blir for høye og etterspørselen går ned. Det styrker også forhandlingsmakten til kunden at laks er et homogent produkt hvor kunden enkelt kan bytte leverandør i markedet.

At markedsprisen er utgangspunktet for prisingen av laks og at det er ingen enkeltkunder som i stor grad kan påvirke markedsprisen alene tyder på begrenset forhandlingsmakt hos kundene. Kunder kan sikre seg mot svingninger i lakseprisen ved å inngå kontrakter om fremtidig volum, og kundene kan ha en fordel hvis de har god markedsinnsikt og evne til å forhandle frem gode avtaler.

Enkeltkunder som store dagligvarekjeder kan ha forhandlingsmakt i forhandlinger med leverandører gjennom kjøp av store volum, lave byttekostnader og ved å være en viktig distribusjonskanal ut mot forbrukerne i sitt marked. I dagens situasjon med ingen ledig kapasitet og stor etterspørsel sitter oppdrettsselskapene med de beste kortene da bransjen kan kanalisere salget til markeder med høy betalingsvilje.

Oppdrettsselskap selger i utgangspunktet direkte til store kunder som selger laksen videre. Ved vertikal integrasjon kan bransjen nøytralisere forhandlingsmakten til kundene ved å ta kontroll over større deler av videreforedlingen av laksen. Videreforedling gir også et

grunnlag til å bygge merkevarer som reduserer kundens forhandlingsstyrke og som kan gi bedre lønnsomhet. Selskap som Marine Harvest og Lerøy har bygget opp en solid salgsorganisasjon som gir selskapene merverdi ved å øke antall mulige kunder og mulighet til å oppnå bedre priser i forhandlinger.

Kundenes forhandlingsstyrke anser vi som moderat i dagens marked. Begrenset tilbud gir høye priser og mulighet til å tilby laks til markeder med høy betalingsvilje.

Forhandlingsmakt fra leverandører

Hvis leverandørene har gode valgmuligheter og kundene har få alternativer, kan forhandlingsmakten hos leverandørene være stor. Forhandlingsmakten øker på bekostning av bransjens lønnsomhet hvis det er få leverandører, mange kunder, differensierte produkter og tjenester, store byttekostnader for bransjen, ingen gode substitutter og leverandørene kan integrere fremover i verdikjeden uten at bransjen kan integrere bakover (Lien og Jakobsen, 2015, s. 65).

Eksempler på leverandører for oppdrettsselskapene er fôrprodusenter, utstyrsleverandører, smoltprodusenter og shippingselskap. I leverandørleddet er det fôrleverandørene som tradisjonelt har hatt størst forhandlingsstyrke siden fôr er en viktig innsatsfaktor i industrien. Skretting, Biomar og Ewos har store markedsandeler, men har mistet store volum siden Marine Harvest startet opp egen fôrproduksjon. Fôrleverandørene har dermed mistet mye av leverandørmakten sin og er i større grad blitt avhengig av et godt samarbeidsforhold med øvrige aktører for å opprettholde salgsvolum. Fôr er et relativt homogent produkt og større konkurranse mellom leverandørene kommer bransjen til gode gjennom økt forhandlingsstyrke.

Leverandørenes forhandlingsmakt er blitt betydelig redusert som følge av at oppdrettsbransjen kontrollerer store deler av verdikjeden ved baklengs vertikal integrasjon. Det har vært en effektiv metode for å nøytralisere leverandørmakten og få kontroll over større deler av verdiskapningen. Mindre aktører som ikke er like integrert langs verdikjeden vil være mer utsatt for leverandørmakt. Hvis bransjen som forventet blir mer konsolidert i fremtiden, vil leverandørenes forhandlingsmakt reduseres ytterligere da avhengigheten til den enkelte kunde øker.

Leverandørens forhandlingsstyrke anser vi som lav på grunn av stor grad av vertikal integrasjon blant de store oppdrettsaktørene. Det gjør leverandørene mer avhengige av mindre aktører og gir svekket forhandlingsmakt.

Intern rivalisering

Lien og Jakobsen (2015, s. 61) definerer rivalisering som «hvor stor andel av verdiskapingen som overføres til kundene på grunn av konkurranse mellom etablerte aktører i markedet». Hvis det foreligger perfekt konkurranse med mange identiske tilbydere samt velinformerte kunder, så vil tilbyderne tilpasse seg gitt markedspris og tilby et kvantum hvor marginalkostnaden er lik prisen og har en lønnsomhet tilsvarende normalavkastning. Den interne rivaliseringen i bransjen avhenger av faktorer som produkt differensiering, antall aktører, etterspørsel, faste kostnader og ledig kapasitet, avviklingsbarrierer og kvalitetskonkurranse (Lien og Jakobsen, 2015, s. 62-64).

Atlantisk laks kan i utgangspunktet defineres som et homogent produkt da store deler av produksjonen selges til markedene som ubearbeidet produkt. Pris blir den viktigste konkurransefaktoren når det er liten grad av produkt differensiering i en bransje, og oppdrettsselskapene blir på grunn av rammevilkårene pristakere i markedet. Det er lave byttekostnader for kundene og kostnadsfokus er viktig når prisen bestemmes av markedet. De største aktørene i bransjen er børsnoterte og følges tett av finansanalytikere og investorer i markedet hvor blant annet operasjonell EBIT/kilo er et viktig nøkkeltall. Selskap som viser lav kostnadskontroll og svakere lønnsomhet enn bransjegjennomsnittet risikerer negativ utvikling i aksjekursen. Det taler for mer intens rivalisering i markedet.

Selv om laks kan betegnes som et homogent produkt finnes det muligheter for produkt differensiering. Den norske bransjen har markedsført norsk laks som et kvalitetssymbol og har opparbeidet et godt rykte for norsk laks som kan være et mulig fortrinn ovenfor laks fra andre produksjonsland. En annen strategi for å skille seg fra konkurrentene er å satse på bearbeidet laks gjennom videreføring. Det gir muligheter for merkevarebygging som for eksempel Salma og differensiering ved å tilby premium produkter som kan øke lønnsomheten.

Oppdrettsbransjen er dominert av et lite antall produksjonsland hvor det er noen få selskap som har store markedsandeler. Antall tilbydere i bransjen har over tid blitt betydelig redusert som følge av konsolidering. Myndighetene hadde tidligere en begrensning om at ingen aktør

kunne eie mer enn 15 % av den totale biomassen. Denne begrensningen er nå hevet til 50 % og tilrettelegger for ytterligere konsolidering av bransjen. Marine Harvest har tidligere prøvd å overta kontroll over både Cermaq og Grieg Seafood uten å lykkes, slik at foreligger interesse for store oppkjøp (E24, 2013a). Marine Harvest hadde i 2016 en markedsandel på 19,5 % av det globale produksjonsvolumet, og er en av få aktører med internasjonal eksponering. Likevel er det mange små aktører som oppnår høy lønnsomhet i bransjen. Det er et tegn på at det ikke forekommer en intens prisrivalisering i bransjen og at marginene er gode. Trusselen fra landbasert oppdrett medfører at bransjen må drive omfattende forskning på forbedrede produksjonsmetoder og være kostnadseffektive for å kunne være konkurransedyktige i fremtiden. Det styrker konkurransen da aktørene må være skjerpet for å beholde konkurransefortrinnet sitt.

Høy etterspørsel etter laks i markedet og god betalingsvilje har gitt en gunstig konkurransesituasjon hvor bransjen som helhet oppnår meget god lønnsomhet. Produksjonsbegrensningene på laks reduserer priskonkurransen mellom aktørene og reduserer faren for overkapasitet i markedene. Likevel forekommer det regionale forskjeller som i Nord-Amerika hvor lønnsomheten var lav i 2015 på grunn av prispress (Marine Harvest, 2016b). Befolkningsveksten forventes å øke etterspørselen etter laks i fremtiden da en større andel av forbruket av mat må komme fra havet. I så måte er oppdrettsbransjen godt posisjonert da den ikke har samme begrensninger som villfisk. Laks har et uforløst potensiale i mange markeder med lav kjennskap til laks og hvor distribusjon av verdiøkende forbrukerpakninger ikke er etablert.

Det foreligger få avviklingsbarrierer innen lakseoppdrett. Store deler av verdiene består av konsesjoner og tilhørende lokasjoner med produksjonsanlegg og biomasse som er et ettertraktet og knapt gode, hvor betalingsviljen er høy. Konsolidering av bransjen innebærer at det er stor interesse for oppkjøp.

Rivaliseringen i bransjen anses å være moderat. Konsolidering i bransjen har medført færre aktører i en vekstbransje som historisk har hatt god lønnsomhet. Siden store andeler av bransjen er børsnotert er det strenge krav til kostnadskontroll og god lønnsomhet for å holde aksjonærene og markedet fornøyd. Det er risiko for intens konkurranse på sikt hvis trusselen fra landbasert oppdrett endrer seg.

4.2.3 Oppsummering av ekstern bransjeanalyse

Makroanalysen vektlegger noen sentrale forhold. Politiske faktorer viser at oppdrettsbransjen er en viktig fremtidig bransje som myndighetene har store forventninger til. Myndighetene fokuserer på at veksten skal være kontrollert og nye konsesjoner tildeles bærekraftige teknologiske nyvinninger som kan gi bransjen fremtidige muligheter. Et nylig normalisert politisk forhold til Kina gir tilgang til et meget stort marked for bransjen. Økonomiske faktorer påpeker at bransjen er syklisk som følge av volatile laksepriser, og utsatt for valuta- og renteendringer. Sosiale faktorer viser muligheter til etterspørselsvekst på grunn av befolkningsvekst, økende middelklasse og en sunnhets-trend som favoriserer produkter som laks. Teknologiske faktorer påpeker at innovasjon er viktig for å oppnå fremtidig vekst, bevare konkurransekraften mot trusselen fra landbasert oppdrett og for å beholde lønnsomheten på grunn av biologisk risiko. Miljømessige faktorer påpeker at bransjen har muligheter til å oppnå en posisjon som miljø- og klimavennlig, men at spesielt biologisk risiko og omdømme truer en slik posisjon. Juridiske faktorer er tett forbundet med politiske faktorer og viser til muligheter innen konsesjonssystemet. Bransjen er strengt juridisk regulert og en trussel for store aktører er begrenset vekst på grunn av konkurransehensyn.

Mulighetene og truslene som ble avdekket i PESTEL analysen gir grunnlag for å hevde at bransjen har store muligheter for vekst og lønnsomhet i fremtiden. Oppdrettsbransjen reguleres av konsesjonssystemet som er svært viktig for bransjen. Siden lønnsomheten er tett korrelert med utviklingen i lakseprisen er bransjen syklisk. Det foreligger store muligheter for etterspørselsvekst som bidrar til at bransjen fremdeles vil være attraktiv selv om produksjonsvolumet stiger som følge av teknologisk utvikling. Den biologiske risikoen vurderes til å være den største trusselen for bransjen på kort sikt.

Bransjeanalysen viser en sterk bransje som har stor makt med dagens rammevilkår.

Oppsummert vurderes trusselen fra nyetableringer som lav på grunn av store inngangsbarrierer som konsesjonssystemet og en kapitalintensiv bransje med skalafordeler. Trusselen fra substitutter vurderes som moderat da etterspørselen etter laks kan snu mot substitutter hvis lakseprisene blir for høye på grunn av begrenset produksjon.

Forhandlingsmakten til kunder vurderes som moderat siden dagligvare er en svært viktig distribusjonskanal for bransjen mot forbrukerne. Leverandørenes forhandlingsmakt vurderes som lav da bransjen i svært stor grad har kontroll over verdikjeden. Den interne

rivaliseringen vurderes som moderat da bransjen er svært lønnsom, men har høye krav til kostnadskontroll og lønnsomhet fra aksjonærer.

Totalt vurderes de fem konkurransekraftene i Porters modell som lav til moderat, og bransjen vurderes dermed som attraktiv og lønnsom. I oppsummeringen av strategisk analyse i delkapittel 4.4 estimerer vi historisk bransjefordel og hvordan bransjefordelen vil utvikle seg i fremtiden.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Intern ressursorientert analyse blir brukt for å undersøke om selskapet besitter en ressursorientert strategisk fordel, altså om selskapet genererer en høyere rentabilitet sammenlignet med bransjen. I henhold til Penman (2013) vil lønnsomheten til selskapene i bransjen, basert på empiri, konvergere mot et felles punkt. De «beste» selskapene i bransjen vil derfor vende tilbake til bransjegjennomsnittet. Dette kan ifølge Kaldestad & Møller (2016) være på grunn av etterligning, innovasjon, offentlige myndigheter og «slakk».

Målet med den interne analysen er å identifisere hvilke ressurser selskapet besitter sammenlignet med bransjen, og vurdere om det medfører en strategisk fordel eller en strategisk ulempe for Marine Harvest. Den intern ressursorienterte analysen tar først for seg en kartlegging av ressurser som Marine Harvest besitter, jf. kapittel 2. Det gjøres ved hjelp av KIKK-analysen, deretter vurderes det om ressursene utgjør et konkurransefortrinn ved bruk av SVIMA-analysen.

4.3.1 KIKK

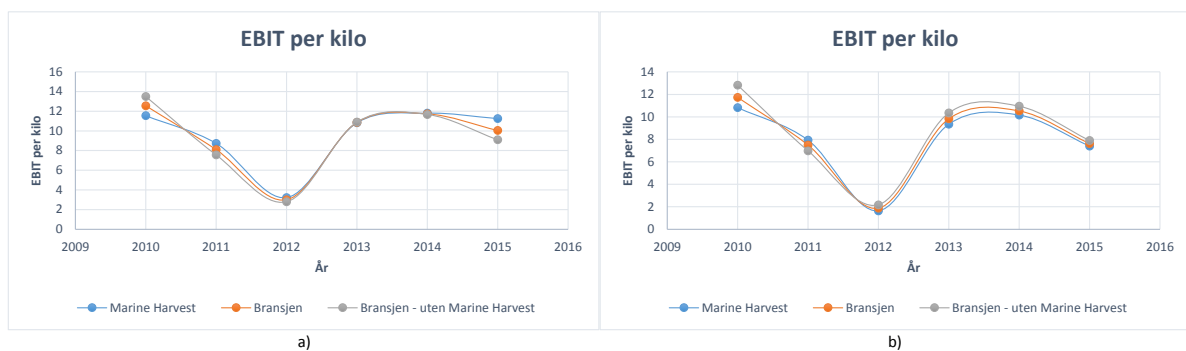
KIKK benyttes for å identifisere områder hvor Marine Harvest potensielt kan besitte et konkurransefortrinn, og hvilke ressurser som skaper konkurransefortrinnet. KIKK-analysen må dessuten ses i sammenheng med bransjen. Analysen ser på følgende områder; kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering som utgjør akronymet KIKK.

Kostnadsstruktur – Et selskap kan være mer effektivt ved at man har en gunstig kostnadsstruktur og dermed besitter et konkurransefortrinn (Lien og Jakobsen, 2015).

Marine Harvest er verdens største lakseoppdretter, noe som kan resultere i stordriftsfordeler, Det kan medføre at Marine Harvest har lavere kostnader, og en høyere driftsmargin pr. kilo

sammenlignet med konkurrentene. Ved å sammenligne operasjonell EBIT/kg med de komparative selskapene kan man få indikasjon på om driften representerer et konkurransefortrinn. Operasjonell EBIT/kg er et mål på ytelse og et viktig nøkkeltall i bransjen, siden det viser resultatet av underliggende driften.

Det viser seg at Marine Harvest har hatt en lavere operasjonell EBIT/kg sammenlignet med bransjen for alle år unntatt 2011, se Figur 4-4a. Forskjellen blir større dersom vi ekskluderer Marine Harvest fra bransjetallene. Grunnen er at Marine Harvest er det desidert største selskapet, slik at man i praksis vil sammenligne Marine Harvest med seg selv. Det at Marine Harvest har en lavere operasjonell EBIT/kg indikerer en lavere driftsmargin sammenlignet de komparative selskapene. Derimot, dersom vi kun benytter oss av nasjonale tall på operasjonell EBIT/kg har Marine Harvest kun en lavere operasjonell EBIT/kg for 2010 og 2013, se Figur 4-4b. For den resterende perioden har man en høyere operasjonell EBIT/kg nasjonalt. Dermed kan det virke som Marine Harvest oppnår bedre resultat i den norske virksomheten som følge av blant annet stordriftsfordeler, mens internasjonalt kan det tyde på at selskapet ikke har organisert ressursene sine i stor nok grad.



Figur 4-4: Operasjonell EBIT/kg vedrørende norsk (a) og internasjonal (b) produksjon for Marine Harvest og bransjen (Lerøy Seafood, Grieg Seafood og SalMar). Tallene er generert fra årsrapportene til selskapene, og er tilgjengelige via selskapene sine hjemmesider.

Innovasjon – Et konkurransefortrinn eksisterer dersom et selskap er mer innovativt enn konkurrentene i bransjen (Sørensen, 2012).

Da veksten i næringen er beskjeden, grunnet konsesjonssystemet, vil innovasjon være nødvendig for å sikre fremtidig vekst da utviklingskonsesjonene tildeles prosjekt med betydelig innovasjon og investeringer (Fiskeridirektoratet, 2016b). Marine Harvest har de senere årene satset stort på lukkede systemer hvor utviklingen av «Egget» har vært sentralt (Marine Harvest, 2016c). Marine Harvest er imidlertid ikke alene om utvikling av bærekraftige systemer. Både SalMar og Lerøy Seafood har søkt om utviklingskonsesjoner

til havmerder og lukkede systemer (Salmar, 2016a, Leroy seafood, 2016). Forskning og utvikling (FoU) er derfor sentralt for bransjen som helhet som en konsekvens av dagens konsesjonssystem.

Selv om betydelige ressurser går til FoU, er Marine Harvest på ingen måte alene om dette og dermed er det ikke grunnlag for å hevde, basert på offentlig informasjonen, at Marine Harvest er mer innovative sammenlignet med sine konkurrenter. Vår vurdering er derfor at hverken Marine Harvest eller noen av de komparative selskapene innehar et konkurransefortrinn vedrørende innovasjon.

Kvalitet – Dersom selskapet har et produkt med en oppfattet høyere kvalitet medfører dette, potensielt, et konkurransefortrinn (Lien og Jakobsen, 2015).

Laks er et relativt homogent produkt som gir få muligheter til å skille seg ut på kvalitet. Det stilles dessuten strenge krav for produksjon av laks (NOU 2014:16, 2014) noe som medfører at oppdrettsnæringen som helhet, herunder Marine Harvest, ikke besitter et konkurransefortrinn når det kommer til kvalitet. Kvalitet er heller et krav for bransjen og det åpner dermed opp for differensiering og produktutvikling. Størrelse på fisken har derimot en betydning for kiloprisen som oppnås, da markedet har høyere betalingsvilje for større laks. Bakkafrost har hele sin produksjon på Færøyene og har oppnådd en lønnsomhet over bransjen blant annet som følge av svært høy snittvekt (DN.no, 2016). Marine Harvest er det andre store oppdrettsselskapet på Færøyene, og har en liten fordel på denne lokasjonen. Marine Harvest slaktet 10 893 tonn på Færøyene i 2016 (Marine Harvest, 2017a). Siden Bakkafrost ikke er et av våre komparative selskap og slaktet volum for Marine Harvest kun utgjør 2,87 % av totalvolumet vektlegges ikke dette forholdet videre i analysen.

Kundeorientering – Konkurransefortrinnet oppstår som følge av evnen til å tilpasse seg kundebehovene når det kommer til produkter og tjenester (Lien og Jakobsen, 2015).

Som nevnt er laks en homogen vare og dermed kan det være vanskelig å tilpasse seg kundenes behov. Flexibilitet, i den forstand at selskapet kan tilpasse varer og tjenester, er et viktig element i kundeorienteringen. For å øke etterspørselen etter laks i fremtiden vil det være viktig å øke forbrukerens kunnskaper om tilberedning av produktet. Sammenlignet med andre proteinbaserte produkter som kylling og storfe er laks et produkt som har et lite produktspekter. De senere årene er det utviklet lettvinde lakseprodukter som har fått en langt større distribusjon innen dagligvare da fersk laks ikke lenger kun er å finne i supermarkeder.

Ved å flytte produktet ut av tradisjonelle fiskedisker og få en bredere eksponering i kjølehyllene øker salget betraktelig og oppfattes av forbrukeren som et lettvinnt alternativ. Produktutviklingen er i en tidlig fase hvor produktene foreløpig er introdusert i et begrenset antall land, men dette er en trend som bransjen vil fokusere sterkt på i fremtiden. Marine Harvest kontrollerer hele verdikjeden (Marine Harvest, 2017e) og har dermed mulighet til å gjøre kundetilpasninger uten å måtte forhandle med leverandørene. En stor satsning på videreforedling og etablering av videreforedlete produkt i samarbeid med store dagligvarekjeder kan være et potensielt fremtidig fortrinn for Marine Harvest. Kontroll over verdikjeden gir også Marine Harvest en mulighet til å tilpasse kundebehovet ved et økt fokus på helse og bærekraftig utvikling. Et eksempel kan være muligheter for å tilpasse fôrsammensetning til å inneholde en høyere andel omega 3 syrer.

Det kan dermed tenkes at Marine Harvest innehar et fortrinn da man har en mer komplett verdikjede, inkludert videreforedling, sammenlignet med konkurrentene sine, og kan dermed lettere tilpasse seg kundenes spesifikke behov.

4.3.2 SVIMA

SVIMA-verktøyet benyttes for å avgjøre om selskapet besitter ressurser som representerer varige konkurransefortrinn. For at selskapet skal besitte et varig konkurransefortrinn må ressursen tilfredsstillende de fem kriteriene som utgjør akronymet SVIMA; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar (Lien og Jakobsen, 2015).

En ressurs blir ansett som sjelden dersom den ikke er tilgjengelig for alle selskapene i bransjen. Dersom ressursen er tilgjengelig for alle aktørene medfører den ikke lønnsomhet utover det som kan forventes å oppnå. Ressurser som ikke blir karakterisert som sjeldne, paritet, representerer derfor ikke et konkurransefortrinn, men er nødvendig for bransjen som helhet. Ressursen må dessuten være viktig for selskapets lønnsomhet. Dersom ressursen ikke er viktig, men samtidig oppfyller de andre kriteriene kategoriseres ressursen som et trivielt fortrinn. Ikke-imiterbar innebærer at konkurrentene ikke kan etterligne ressursen og man får dermed en lønnsomhet utover bransjegjennomsnittet. Dersom alle kan imitere ressursen, gitt at den representerer en fordel, kan man utligne forskjellen. En ressurs som kan imiteres representerer bare et midlertidig konkurransefortrinn. For at en ressurs skal være mobiliserbar må selskapet klare å benytte ressursen, slik at den gir økonomiske verdier. Dersom selskapet ikke benytter seg av ressursen eller at ressursen brukes feil vil ressursen

ikke kunne generere en varig konkurransefordel og fortrinnet er kun potensielt. Med appropriierbar menes at de økonomiske fordelene tilflyter selskapet. Dersom den økonomiske gevinsten utlignes av den økonomiske kostnaden av å besitte ressursen vil ressursen ikke være appropriierbar og man har et varig konkurransefortrinn, men ikke forbeholdt fortrinn (Lien og Jakobsen, 2015).

Marine Harvest besitter mange ulike ressurser, og vi vil derfor kun belyse de interne ressursene hvor vi mener Marine Harvest besitter en potensiell fordel sammenlignet med de komparative selskapene.

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriierbar	Utfall
x	✓	✓	✓	✓	Paritet
✓	x	✓	✓	✓	Trivielt fortrinn
✓	✓	x	✓	✓	Midlertidig fortrinn
✓	✓	✓	x	✓	Potensielt, varig fortrinn
✓	✓	✓	✓	x	Varig, ikke forbeholdt fortrinn
✓	✓	✓	✓	✓	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 4-1: Forskjellige utfall i SVIMA-testen basert på Lien og Jakobsen (2015).

Fôrproduksjon

I henhold til årsrapporten er fôr den desidert største kostnaden til Marine Harvest og utgjorde i 2016 ca. 50 % av de totale kostnadene i Norge (Marine Harvest, 2016c). Fôrproduksjon ble innlemmet i verdikjeden til Marine Harvest i 2014 og pr. 2016 er selskapet i høy grad selvforsynt med fôr i Norge og globalt.

Ressursen medfører muligheter til å oppnå bedre marginer, samtidig er man ikke utsatt for prispress fra leverandører. Til sammenligning er det bare Bakkafrost som har integrert fôrproduksjonen i verdikjeden (Bakkafrost, 2017). De komparative selskapene er dermed avhengige av eksterne leverandører som for eksempel EWOS, Skretting og Biomar (Salmar, 2016a, Leroy seafood, 2016). Pr. dags dato er dette en ressurs Marine Harvest, sammen med Bakkafrost, har ovenfor de øvrige konkurrentene. Dermed kan ressursen betegnes som sjelden i bransjen.

Fôrproduksjon har ifølge Marine Harvest (2015) bidratt til et forbedret driftsresultat og må av den grunn anses som viktig for selskapet siden ressursen er med på å redusere de største kostnadene til selskapet. En egen produksjon medfører dessuten at Marine Harvest har større muligheter til å tilpasse seg markedet ved at en større del av verdikjeden er integrert i selskapet.

På sikt kan det bli flere oppdrettsselskaper som integrerer fôrproduksjon i verdikjeden da ressursen er imiterbar, men flere av oppdrettsselskapene er for små til å dra nytte av en egen produksjon. Det kan imidlertid tenkes at de største aktørene, eventuelt et samarbeid mellom mindre aktører, kan integrere fôrproduksjon i verdikjeden. Det kreves imidlertid store ressurser, både i form av kapital og kunnskap, for å integrere fôrproduksjon i verdikjeden. Det medfører at det er vanskelig å imitere ressursen på kort sikt. Ressursen er mobiliserbar siden ressursen er integrert i verdikjeden, dog er man ikke 100 % selvforsynt.

Fôrproduksjonen i Marine Harvest bidrar til å redusere kostnadene til selskapet, samtidig som man er mindre utsatt for markedsmakten til leverandørene. Det medfører at de økonomiske fordelene overveier de økonomiske kostnadene og dermed anser vi ressursen som approprierbar.

Basert på dette representerer ressursen en midlertidig fordel, se Tabell 4-2, da større aktører og potensielt et samarbeid mellom mindre aktører kan imitere ressursen, men inngangskostnadene kan være betydelige og medfører dermed en inngangsbarriere.

Størrelsen

Marine Harvest er som tidligere nevnt det største oppdrettsselskapet i verden og kan som følge av størrelsen inneha et potensielt konkurransefortrinn. Derimot, som indikert av KIKK-analysen har Marine Harvest en lavere operasjonell EBIT/kg sammenlignet med resten av bransjen. Det faktum at Marine Harvest er internasjonalt eksponert kan resultere i lavere driftsmarginer sammenlignet med selskaper som ikke er internasjonalt eksponert. På den annen side kan det tenkes at Marine Harvest kan utnytte størrelsen overfor leverandører og potensielt få bedre betingelser, dog har Marine Harvest integrert mye av verdikjeden (fôrproduksjon, stamfisk, matfisk, rogn, foredling, distribusjon og salg).

Det at Marine Harvest er betydelig større enn konkurrentene i Norge, utgjør ca. en tredjedel av de 10 største oppdrettsanleggene her til lands og er omtrent dobbelt så stor som SalMar og Lerøy Seafood til sammen, medfører at størrelsen må anses som sjelden. Grunnet den beskjedne produksjonsveksten i oppdrettsnæringen, som følge av fokus på en bærekraftig utvikling, er ressursen vanskelig å imitere. En større produksjonsvekst må dermed komme som følge av oppkjøp eller innovasjon noe som gjør at ressursen er vanskelig å imitere.

Størrelsen til Marine Harvest gjør det også mulig å overføre konsesjoner ved sykdom eller ved dårlig produksjon, noe mindre oppdrettsselskaper ikke har muligheten til å gjøre. Marine

Harvest antas å besitte stor intern kompetanse da store deler av verdikjeden er integrert, hvor denne kunnskapen blir overført innad i selskapet ved at man har utveksling mellom regionene (Marine Harvest, 2016a). Det kan bidra til å øke stordriftsfordelen ytterligere ovenfor de mindre aktørene i bransjen. I tillegg har Marine Harvest, som følge av størrelsen, en viss mulighet til å påvirke lakseprisen gjennom produksjonsvolum og volum på utsetting av smolt. Det medfører at vi anser ressursen som viktig, samtidig som ressursen er appropriert. Det at Marine Harvest derimot har en lavere operasjonell EBIT/kg sammenlignet med bransjen kan tyde på at ressursen ikke er mobilisert pr. 2017, da selskapet ikke har fått organisert ressursene sine tilstrekkelig etter oppkjøp og restrukturering av forretningsområder.

Vi mener derfor at Marine Harvest sin størrelse representerer et varig, potensielt konkurransefortrinn, se Tabell 4-2.

Global produksjon

Av de 10 største produsentene av atlantisk laks i Norge er det kun Grieg Seafood og Mitsubishi (Cermaq) som er etablert internasjonalt, hvor Marine Harvest har størst produksjon av selskapene. Sammenlignet med Marine Harvest er ikke Grieg Seafood og Mitsubishi (Cermaq) etablert i henholdsvis Chile og Storbritannia og har samtidig lavere produksjon (Marine Harvest, 2016c). Lerøy Seafood og SalMar eier på sin side 100 % av aksjene i Norskott Havbruk AS som er eiere av Scottish Seafarms Ltd (SalMar, 2017b). Dermed er det relativt få oppdrettsselskaper som er globale, i den utstrekning Marine Harvest er, hvilket gjør at ressursen er sjelden i bransjen.

Marine Harvest er som følge av dette mer internasjonalt eksponert sammenlignet med de andre komparative oppdrettsselskapene. På den annen side er Marine Harvest også mindre eksponert vedrørende politiske forhold, jf. det politiske forholdet mellom Norge og Kina samt Russland, potensielle tollbarrierer og sykdom. Vi anser derfor dette som en viktig ressurs da man kan møte fremtidige trusler ved at man er en internasjonal organisasjon. Det har medført at man har solgt laks til Kina fra Chile, Skottland og Canada, samtidig har man solgt laks fra Chile og Færøyene til Russland og har dermed unngått å bli fullstendig utelukket fra det kinesiske og russiske markedet (Marine Harvest, 2016a). Potensielt kan dette bety at norsk laks, produsert av Marine Harvest, lettere kan gjeninnføres når de politiske forholdene forbedres.

Derimot, det at etterspørselen, i dagens marked, er større enn tilbudet medfører at Marine Harvest ikke får utnyttet ressursen da man ikke får en merverdi utover det som bransjen oppnår. I tillegg har man som følge av internasjonal eksponering blitt negativt påvirket, jf. store biologiske utfordringer i Chile. Den lave veksten er med på å sette et lokk på tilbudet og dermed ressursen, slik at vi anser ressursen for å ikke være mobilisert i analyseperioden.

Ressursen er imidlertid imiterbar, som nevnt er andre selskaper også etablert internasjonalt, og dermed vil det være mulig for andre selskaper å bli globale aktører. Lerøy Seafood har på sin side en effektiv internasjonal salg- og distribusjonsavdeling. Selv om ressursen krever store ressurser i form av kapital og andre innsatsfaktorer vil det være mulig å kopiere. Marine Harvest kan derimot ha førstetrekksfordeler som følge av tidlig etablering på gode lokasjoner, noe som kan være vanskelig for konkurrentene å imitere.

Vi anser dermed ressursen som viktig og approprierbar, men vi anser derimot at ressursen er imiterbar og ikke mobilisert. Dermed klassifiserer vi denne ressursen som et potensielt midlertidig fortrinn, se Tabell 4-2.

Videreforedling

I 2016 stod bearbeidet laks for 46,3 % av omsetningen i Marine Harvest.

Videreforedlingsgraden har økt jevnt i selskapet de seneste årene da selskapet har en uttalt strategi om å øke andelen bearbeidete produkt for å bli mindre avhengig av spotpriser da bearbeidete produkt har en mer stabil inntjening.

Videreforedling gir muligheter for lønnsom produkt differensiering ved å produsere verdiøkende produkter med høyere betalingsvilje hos forbrukerne enn hel fisk.

Videreforedling gir også muligheter for langt bredere distribusjon i mange kanaler og større eksponering mot forbruker. Både SalMar og Lerøy Seafood satser på videreforedling, men er mindre eksponert internasjonalt. SalMar er kun lokalisert i Norge, mens Lerøy har videreforedling i Norge og Nederland. Marine Harvest har derimot det største videreforedlings selskapet, Morpol, under sin kontroll. I tillegg har selskapet etablert videreforedling i flere globale markeder, blant annet i USA. Dermed har Marine Harvest en ressurs, sammenlignet med komparative selskap, ved at de har etablert videreforedling i markeder hvor andre selskap ikke kan tilby bearbeidete produkt. Ressursen kan derfor betegnes som sjelden.

Videreforedling skal bidra til mindre avhengighet til spotpriser og dermed en lavere finansiell risiko med mer stabil inntjening. Ressursen er derfor viktig for selskapets lønnsomhet.

Flere oppdrettsselskap satser på videreforedling og kan etablere seg i nye markeder. Ressursen er dermed imiterbar, men Marine Harvest kan ha førstetrekkefordeler ved å etablere seg tidlig globalt med videreforedling.

Videreforedling er et relativt nytt forretningsområde i Marine Harvest og under oppbygning. Siden ressursen fremdeles er under oppstart med etablering av nye fabrikker, vurderer vi ressursen som ikke mobilisert. Videreforedling er etter oppstarten blitt lønnsomt seneste år, slik at inntektene tilfaller Marine Harvest og ressursen kan anses som approprierbar.

Videreforedling vurderes dermed til et potensielt midlertidig fortrinn. Ressursen anses som viktig og approprierbar, men er imiterbar og ikke mobilisert. Det foreligger et stort potensiale innen videreforedling ved å etablere kundevennlige produktvarianter av laks i nye markeder. Ved å etablere seg tidlig i globale markeder kan Marine Harvest oppnå viktige førstetrekkefordeler.

Ressursulemper

Marine Harvest har på sin side et relativt svakt merkevarenavn sammenlignet med Lerøy Seafood i Norge, og vi anser dette som en av svakhetene til selskapet.

Marine Harvest fokuserer kun på lakseoppdrett etter at produksjonsanlegget av kveite ble solgt i 2016. Selskapet er dermed svært lite differensiert når det kommer til artsmangfold, noe som gir en større risiko ved at selskapet blir mer eksponert for laksepris, etterspørsel og omdømmet til oppdrettslaks. Av konkurrentene skiller Lerøy seg ut med en langt bredere satsning innen ulike arter, selv om laks er hovedproduktet.

4.3.3 Oppsummering av intern ressursorientert analyse

Internanalysen har til hensikt å vurdere om Marine Harvest besitter en ressursorientert strategisk fordel utover det som forventes i bransjen, og som gir en meravkastning utover bransjegjennomsnittet (Sørensen, 2012). Det er viktig at den kvalitative analysen, herunder den interne ressursanalysen, gjenspeiler rentabilitetssanalysen i kapittel 8.

Marine Harvest besitter mange ressurser, men fokuset har vært på de ressursene hvor vi anser at Marine Harvest har en potensiell fordel overfor aktørene i bransjen. Ved bruk av SVIMA-verktøyet anser vi fôrproduksjonen som et midlertidig konkurransefortrinn, se Tabell 4-2. Årsaken er at ressursen bidrar til å skape høyere driftsmarginer, og gir større «kontroll» over verdikjeden. Derimot er ressursen imiterbar, men er begrenset grunnet store kapital- og kompetanseressurser.

Som følge av konsolidering gjennom oppkjøp og oppstart av nye forretningsområder antar vi at stordriftsfordelene ikke har «satt seg», og dermed utgjør dette et potensielt varig fortrinn ovenfor konkurrentene, da ressursen vil være unik for Marine Harvest når den er mobilisert.

Global produksjon vurderes til potensielt midlertidig fortrinn. Ressursen anses som ikke fullt mobilisert da lokaliseringen i Chile har vært utfordrende. Videreforedling ble også vurdert til potensielt midlertidig fortrinn, men ikke mobilisert på grunn av oppstart av forretningsområdet, og selskapet har dermed ikke klart å utnytte ressursen ennå. Dermed representerer ikke global organisasjon og videreforedling en ressursfordel pr. 2017. På sikt forventes ressursene å være mobilisert, men samtidig imiterbare for konkurrenter. Som følge av tidlig etablering kan Marine Harvest oppnå førstetrekkefordeler på sikt.

Basert på SVIMA analysen anser vi at Marine Harvest har en marginalt lavere ressursfordeling sammenlignet med våre komparative selskaper. Basert på empiri vil ressursulempen på sikt antas å konvertere tilbake til bransjegjennomsnittet.

SVIMA	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Konkurranseimplikasjon
Størrelse	✓	✓	✓	✗	✓	Potensielt varig fortrinn
Fôrproduksjon	✓	✓	✗	✓	✓	Midlertidig fortrinn
Global produksjon	✓	✓	✗	✓	✓	Potensielt midlertidig fortrinn
Videreforedling	✓	✓	✗	✗	✓	Potensielt midlertidig fortrinn

Tabell 4-2: Interne ressurser for Marine Harvest

4.4 Oppsummering – strategisk fordel

Strategisk fordel er en funksjon av bransjefordeler og ressursfordeler basert på historisk tilgjengelig informasjon, og viser om rentabiliteten overstiger avkastningskravet. Basert på våre kvalitative analyser kan vi estimere historisk strategisk fordel og hvordan vi forventer at strategisk fordel vil utvikle seg på sikt. Strategisk rentabilitetsanalyse i kapittel 8 estimerer kvantitative størrelser på strategisk fordel. I kapittel 10 vurderes strategisk fordel i fremtidsregnskapet.

4.4.1 Bransjefordel

Analysene av makroforhold avdekket at bransjen befinner seg i en oppgangssyklus hvor begrenset produksjonskapasitet og høy etterspørsel har bidratt til høye laksepriser og svært god lønnsomhet. Bransjeanalysen avdekket en attraktiv og lønnsom bransje da det foreligger store etableringshindre for nyetableringer gjennom konsesjonssystemet, samt en kapitalintensiv bransje hvor det foreligger skalafordeler og høy grad av vertikal integrasjon. Vi forventer derfor at det historisk foreligger en meget stor bransjefordel.

På kort sikt forventes oppgangssyklusen i bransjen å vedvare med fortsatt høye laksepriser på grunn av begrenset produksjonsvolum hvor det ikke tilføres vesentlig større kapasitet. Etterspørselen vedvarer å være større enn et begrenset tilbud, og bidrar til at prisene er høye. Biologiske utfordringer vil fortsatt øke produksjonskostnadene i bransjen. Bransjefordelene med store inngangsbarrierer og høy vertikal integrasjon bidrar til en fortsatt svært attraktiv og lønnsom bransje. På kort sikt forventer vi at bransjefordelen fremdeles vil være meget stor.

På mellomlang sikt vil teknologisk innovasjon tilføre større produksjonskapasitet og reduserer biologisk risiko. Økt tilbud kompenseres i stor grad med en fortsatt høy etterspørsel da bransjen har fått større andeler i Kina og andre befolkningsrike land med en økende middelklasse. En noe større grad av likevekt mellom tilbud og etterspørsel medfører at lakseprisene reduseres til et mer moderat nivå. Inngangsbarrierene til bransjen blir gradvis mindre på grunn av teknologisk innovasjon gir nye aktører innpass i bransjen og reduserer bransjefordelen. På mellomlang sikt forventes likevel bransjefordelen å være stor da økende markedsandeler i nye markeder kompenseres for økt tilbud og bidrar til at bransjen fremdeles har en høy lønnsomhet.

På lang sikt blir bransjefordelen redusert da nye produksjonsmetoder innen tradisjonell- og havbasert oppdrett øker konkurransen internt og svekker inngangsbarrierene. Sterkere konkurranse gir lavere marginer og redusert lønnsomhet, men bransjen vil vedvare å vokse på grunn av befolkning- og produksjonsvekst. På lang sikt forventes bransjefordelen å være redusert til en mindre fordel hvor konsesjonssystem for både tradisjonell- og havbasert oppdrett sikrer en bærekraftig bransje uten overetablering. En kapitalintensiv bransje vil fremdeles sørge for visse inngangsbarrierer da det kreves store investeringer for etablering.

4.4.2 Ressursfordel

Ressursorientert analyse avdekket at Marine Harvest har mulige ressursfordeler gjennom sin størrelse og fôrproduksjon som gir lavere kostnader, fortrinnsvis i Norge. Globale lokaliseringer av produksjonsanlegg er en ressurs som Marine Harvest i stor grad er alene om, men ikke har klart å utnytte da produksjonen i Chile har vært en belastning for selskapet. I 2010 omorganiserte Marine Harvest forretningsområdene sine med en stor satsning på videreforedling med blant annet et stort oppkjøp av foredlingselskapet Morpol. Ressursen videreforedling er i en krevende oppstartsfase hvor vi forventer at det tar tid før ressursen har «satt» seg og blir tilstrekkelig lønnsom. Vi forventer dermed at Marine Harvest vil ha en historisk marginal ressursulempe.

På mellomlang sikt vil man bevege seg mot bransjegjennomsnittet da Marine Harvest vil utnytte ressursfordelene sine mer effektivt og produksjonen i Chile er stabilisert. Videreforedling reduserer selskapets eksponering for spotpriser, i samsvar med selskapets strategi, og bidrar til at selskapet oppnår konkurransedyktige gjennomsnittspriser. Vi forventer dermed at ressursfordelen vil være i likevekt på mellomlang sikt.

På lang sikt forventer vi at selskapet har organisert ressursene sine i en gunstig posisjon hvor mindre eksponering for reduserte spotpriser gir mulighet til lønnsom produktdifferensiering gjennom videreforedling. Global lokalisering samt Marine Harvest sin størrelse vil kunne gi en varig ressursfordel da man allerede har en infrastruktur på plass, og således førstetrekkefordeler gjennom oppkjøp av globale lokasjoner og videreforedling som er vanskelig for konkurrenter å utligne.

4.4.3 Konklusjon – Strategisk fordel

Marine Harvest forventes ut fra strategisk analyse å ha en historisk meget stor fordel på grunn av en attraktiv og svært lønnsom bransje som er beskyttet av store inngangsbarrierer. Bransjen er i en oppgangssyklus som forventes å vedvare over lang tid da det vil ta tid før ny teknologi tilfører større produksjonskapasitet og mer intens konkurranse. Befolkningsvekst og etterspørselsvekst i store vekstmarked som Kina bidrar til fortsatt gode laksepriser på mellomlang sikt. På lang sikt forventes strategisk fordel å reduseres til en moderat fordel da økt produksjonskapasitet fører til nyetablering og intens konkurranse med lavere marginer.

	Historisk	Kort sikt	Mellomlang sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Meget stor fordel	Meget stor fordel	Stor fordel	Mindre fordel
Ressursfordel	Marginal ulempe	Marginal ulempe	Likevekt	Marginal fordel
Strategisk fordel	Meget stor fordel	Meget stor fordel	Stor fordel	Moderat fordel

Tabell 4-3: Utvikling strategisk fordel

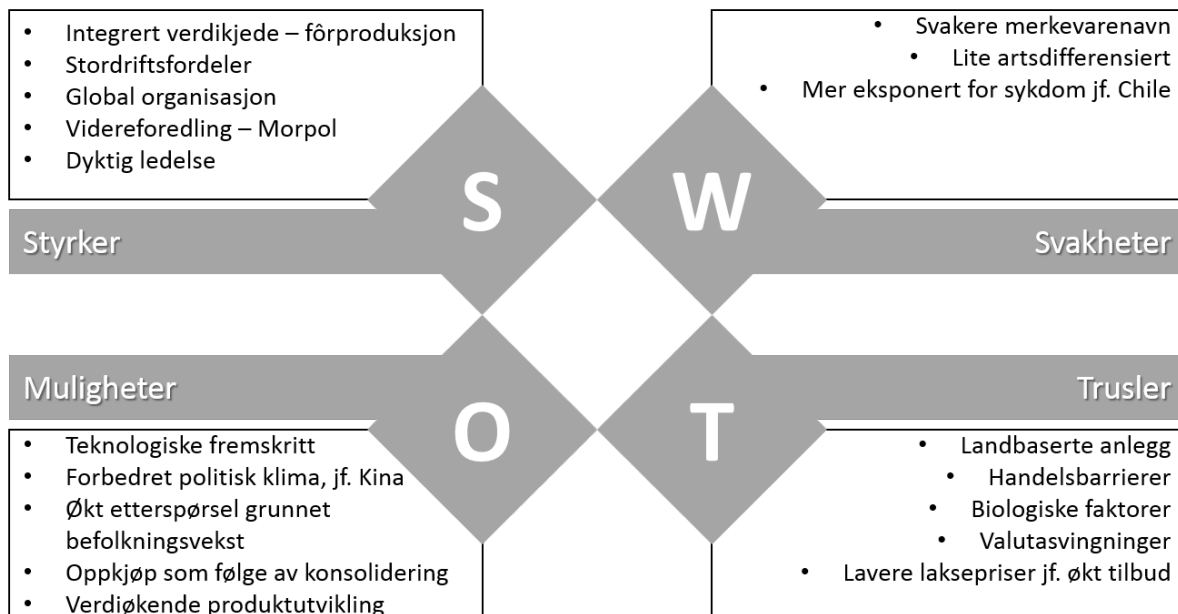
4.4.4 SWOT

Til slutt oppsummeres hovedpunktene våre fra den strategiske analysen i en SWOT-modell som indikerer strategisk risiko. Eksterne faktorer ble kartlagt ved hjelp av PESTEL og Porters 5 konkurransekrefter, mens interne faktorer ble kartlagt ved hjelp av KIKK og SVIMA. SWOT analysen er et verktøy for å identifisere styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T) til en bedrift. Analysen har til hensikt å finne interne og eksterne faktorer som kan utvikles til å skape konkurransefortrinn eller forhindre svekkelse av konkurranseevnen (Sørensen, 2012). Faktorene indikerer dermed forhold som har strategisk risiko, siden forholdene kan bidra til vesentlige avvik i forventet fremtidig utvikling. Strategisk risiko er dermed en vurderingsfaktor i estimatet på Marine Harvest sin syntetiske rating i kapittel 6.

Forholdene som vi anser som mest vesentlig for Marine Harvest er presentert i Figur 4-5. Strategisk analyse har avdekket at lakseoppdrett er en lønnsom og attraktiv bransje da konkurransen er begrenset som følge av store inngangsbarrierer. Likevel er det betydelig strategisk risiko da bransjen er syklisk og svært utsatt for svingninger i lakseprisen. Hvis bransjen får tilført for stor produksjonskapasitet på kort tid, kan lakseprisene bli betydelig redusert. God markedstilgang er viktig for oppdrettsbransjen som er meget eksportrettet og handelshindringer er en trussel for bransjen, jf. Kina og Russland. Bransjen blir pristakere på kort sikt da en lang produksjonssyklus gir begrenset tilgang til å styre tilbudet i takt med

etterspørselen. Landbasert oppdrett kan potensielt være en betydelig trussel for bransjen da inngangsbarrierene blir i stor grad redusert.

Marine Harvest har integrert store deler av verdikjeden med flere forretningsområder som krever store investeringer. Det kan foreligge en strategisk risiko for Marine Harvest ved at satsninger kan mislykkes. Eksempler kan være satsning på global produksjon og videreforedling hvor Marine Harvest i langt større grad enn konkurrentene er eksponert internasjonalt. Det er en posisjon som kan gi store muligheter, men utgjør en risiko hvor Chile er et eksempel på dette. Ved å bygge opp stor kapasitet i gode tider, kan Marine Harvest være eksponert for risiko hvis etterspørselen etter laks skulle svikte. Marine Harvest er et lite diversifisert selskap da laks er selskapets eneste produkt og det er svært viktig for selskapet at laks forblir en etterspurt vare i fremtiden.



Figur 4-5: SWOT - strategisk risiko

5. Regnskapsanalyse

Kapittelet tar først for seg rammeverket for regnskapsanalysen. Deretter presenteres praktiske valg vedrørende analysen før man, basert på rapporterte regnskapstall, foretar en omgruppering av resultatregnskapet og balansen. Det argumenteres og justeres så for målefeil, før man til slutt introduserer rammeverket for forholdstallsanalyse.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Den strategiske analysen blir etterfulgt av regnskapsanalysen som danner steg 2 i fundamental verdivurdering, se delkapittel 3.3. I likhet med den strategiske analysen danner offentlig informasjon, herunder års- og delårsrapporter, utgangspunktet for regnskapsanalysen (Penman, 2013). Til forskjell fra den strategiske analysen er regnskapsanalysen en kvantitativ analyse hvor målet er å kvantifisere strategisk fordel med underliggende kilder. Regnskapsanalysen danner sammen med strategisk analyse grunnlaget for fremtidsregnskapet og fremtidskravet. I henhold til Knivsflå (2017c) består regnskapsanalysen av fire ulike steg; «trailing», omgruppering av resultat og balanse, analyse og eventuell justering av målefeil og til slutt analyse av forholdstall, jf. Figur 3-2. Da utredningen skal finne egenkapitalen pr. 31.12.2016 er «trailing» sådan uaktuelt.

5.2 Praktiske valg

Før omgruppering og en eventuell justering av resultat og balanse er det nødvendig å avklare analysenivå, analyseperiode samt hvilke komparative virksomheter som utgjør «referansenivået» for Marine Harvest.

5.2.1 Valg av analysenivå

Valg av analysenivå avhenger om analysen skal baseres på konsernregnskapet eller om man skal analysere ulike segment hver for seg, da ulike forretningsområder innad i konsernet kan være svært forskjellige (Knivsflå, 2017c). I henhold til Penman (2013) kan analyse av ulike segment være vanskelig da det ofte foreligger et lavt deltajnivå i regnskapsnotene.

Marine Harvest har gjennom sin strategi integrert ulike forretningsområder i verdikjeden, herunder fôrproduksjon, videreforedling og et rederisamarbeid med Deep Sea Supply. Det

kan, som følge av ulik segmentering i Marine Harvest, argumenteres for å analysere de enkelte forretningsområdene hver for seg da det eksisterer ulikheter mellom selskapene som for eksempel fôrproduksjon.

Vi velger imidlertid å legge til grunn et analysenivå på konsernregnskapet da det eksisterer et lavt detaljnivå for de ulike forretningsområdene. Dessuten vil en oppsplitting, grunnet lavt detaljnivå, medføre betydelig estimering av tallstørrelser hvilket kan medføre støy, jf. delkapittel 5.5. I tillegg er fôrproduksjon og videreforedling tett tilknyttet kjernevirksomheten, siden aktivitetene bidrar til en strømlinjet produksjon. Det taler ytterligere for et analysenivå på konsernregnskapet hvor man analyserer «mor-» og «datterselskap» som et samlet selskap.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger av en rekke faktorer (Penman, 2013). Blant annet om selskapet historisk har hatt en stabil utvikling, siden rapporterte regnskapstall blir mindre relevante for fremtiden ved større endringer (Knivslå, 2017c).

Det at Marine Harvest de senere år har gjort vesentlige oppkjøp i nye forretningsområder, jf. Morpol, og satset stort på fôrproduksjon taler for at historiske regnskapstall har blitt mindre relevant for fremtiden. Det at historiske regnskapstall er mindre relevant medfører at man bør legge til grunn for en kortere analyseperiode. Knivslå (2017c) argumenterer i så fall for 4 år. På den annen side vil volatile laksepriser medføre en syklisk bransje og dermed bør analyseperioden fange eventuelle nedgangs- og oppgangssykluser. Vi velger derfor å innlemme overgangen fra 2011 til 2012 som var preget av en nedgang i lakseprisene.

På bakgrunn av dette benytter vi oss av en analyseperiode på 6 år. Analyseperioden strekker seg dermed fra 2011 til 2016. Regnskapstall for 2010 danner dermed «input-verdiene» til analysen for å kunne måle endringer fra og med 2011.

5.2.3 Valg av komparative selskap

Valg av komparative selskap er et resultat av sammenlignbarhet (Damodaran, 2012). Viktige faktorer for valg av komparative selskaper var blant annet størrelse på selskap, regnskapsspråk og forretningsområdet man opererer i. I delkapittel 2.5 ble henholdsvis SalMar, Lerøy Seafood og Grieg Seafood valgt som komparative selskap. I analysen har vi

valgt å inkludere Marine Harvest i bransjen, selv om en potensielt risikerer å sammenligne Marine Harvest «mot seg selv». Årsaken er at Marine Harvest er betydelig større sammenlignet med de komparative selskapene, se Tabell 2-1, hvilket medfører at bransjegjennomsnittet beveger seg mot Marine Harvest og enkelt sagt vil en innlemmelse av Marine Harvest resultere i mindre forskjeller. Grunnen til at vi har valgt å inkludere Marine Harvest er at Marine Harvest er en del av bransjen, og således vil det være naturlig å inkludere selskapet i bransjegjennomsnittet. I analysen bør en derfor ta i betraktning at bransjetall mer eller mindre blir påvirket av størrelsen til Marine Harvest.

5.3 Presentasjon av balanse og resultat

I dette delkapittelet presenteres resultatet, balansen og endring i egenkapitalen, jf. Tabell 5-1, 5-2 og 5-3. De presenterte tallene er hentet fra de seneste årsrapportene og er således «oppdaterte» tall for perioden 2010-2016. Oppstillingene er klargjort for regnskapsanalyse ved bruk av tabulering.

Resultatregnskap (MNOK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inntekter	15281,2	15757,4	15420,4	19177,3	25300,4	27710,2	32540,7
Andre inntekter	0,0	375,4	43,2	22,1	230,9	170,5	68,7
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
Lønn og personalkostnader	-2202,5	-2177,8	-2418,7	-2674,3	-3320,9	-3825,5	-4087,6
Andre driftskostnader	-1453,8	-2063,2	-2163,5	-2581,9	-3350,0	-3969,9	-4389,5
Avskrivning	-653,0	-666,7	-677,2	-762,5	-966,8	-1252,0	-1323,8
Driftsresultat før unormale kostnader	3191,2	2826,5	537,7	3182,2	4216,2	2974,9	6252,1
Verdijustering - slaktet fisk	0,0	-3250,6	-1575,8	-4323,7	-5518,5	-4098,9	-8078,5
Verdijustering biologiske eiendeler	1091,7	1736,6	1926,0	6118,3	5007,7	4189,2	11666,3
Avsetning for tapskontrakter	-14,3	-5,8	-6,1	-124,7	23,7	-6,6	-1009,8
Restruktureringskostnader	-4,4	-21,8	-0,8	-272,8	-52,9	-136,3	-50,2
Andre ikke-operasjonelle kostnader	0,0	0,0	0,0	-74,4	-168,2	21,7	12,1
Nedskrivning	-5,0	-67,0	-0,5	-65,0	-24,1	-60,9	-164,4
Driftsresultat	4259,2	1217,9	880,5	4439,9	3483,9	2883,1	8627,5
Nettoresultat fra tilknyttede selskap - normalt	202,0	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5
Nettoresultat fra tilknyttede selskap - unormalt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansinntekt - normal	12,0	13,1	-0,9	25,0	30,3	10,8	16,7
Finanskostnad - normal	-380,3	-405,8	-382,8	-640,3	-544,6	-416,5	-449,6
Unormalt finansresultat	159,4	566,2	204,2	-589,0	-1632,4	-446,9	-1722,3
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	4252,3	1382,9	789,3	3457,4	1486,7	2240,2	7053,8
Skattekostnad - normal	-1143,9	-261,7	-376,5	-1026,8	-752,0	-820,5	-2042,8
Skattekostnad - unormal		0,0	0,0	0,0		0,0	0,0
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	3108,4	1121,2	412,8	2430,6	734,7	1419,7	5011,0
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	0,0	91,9	204,8	-2,1	0,0
Netto minoritetsresultat - normalt	-30,5	-5,5	-4,0	-7,4	-3,9	-0,6	2,8
Netto minoritetsresultat - unormalt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Årsresultat	3077,9	1115,7	408,8	2515,1	935,6	1417,0	5013,8
Andre driftsrelaterte resultatenelement	151,4	-23,9	-404,7	576,3	831,6	676,6	496,1
Andre finansielle resultatenelement	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutadifferanse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-999,2
Totalresultat	3229,3	1091,8	4,1	3091,4	1767,2	2093,6	4510,6

Tabell 5-1: Resultatregnskapet for Marine Harvest (konsern) i perioden 2010 – 2016. Tall oppgitt i NOK (mill.). Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

Konsernbalansen (MNOK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Konsesjoner	5442,5	5577,5	5435,4	6036,1	6514,9	7163,8	6944,7
Goodwill	2111,6	2146,1	2115,5	2374,9	2416,9	2484,7	2435,1
Utsatt skattefordel	118,6	160,1	73,9	178,8	147,3	110,3	23,6
Andre immaterielle eiendeler	132,9	123,1	114,2	188,4	166,5	265,0	294,4
Sum immaterielle eiendeler	7805,6	8006,8	7739,0	8778,2	9245,6	10023,8	9697,8
Eiendom, anlegg og utstyr	3885,1	4167,5	4111,9	6677,2	8257,2	9246,4	9159,9
Investeringer i tilknyttede virksomheter	678,9	624,4	647,3	900,4	978,2	1188,8	1590,1
Andre finansielle anleggsmidler	124,2	92,1	1008,6	132,1	166,1	4,0	3,6
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	2,6	25,8	73,2	8,8	14,5	20,5	45,4
Sum anleggsmidler	12496,4	12916,6	13580,0	16496,7	18661,6	20483,5	20496,9
Biologiske eiendeler	7278,1	6285,2	6207,9	9536,6	10014,0	10939,6	14300,0
Inventar	775,8	783,0	819,7	1751,1	2400,8	2664,5	2255,2
Kundefordringer	1844,9	1914,9	1782,0	3191,4	3360,2	3926,2	4525,0
Andre driftsrelaterte fordringer	814,7	609,8	592,7	956,4	883,4	1260,3	1024,9
Andre finansielle omløpsmidler	0,0	0,0	0,0	130,1	227,1	280,2	129,0
Kontanter med restriksjoner	74,8	66,0	89,3	167,1	213,1	111,5	146,3
Bankinnskudd	244,2	213,1	246,0	439,1	1195,2	577,0	799,6
Diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	0,0	1059,1	19,0	17,4	31,8
Sum omløpsmidler	11032,5	9872,0	9737,6	17230,9	18312,8	19776,7	23211,9
Sum eiendeler	23528,9	22788,6	23317,6	33727,6	36974,4	40260,2	43708,7
Egenkapital, majoritet	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18794,1
Minoritetsinteresser	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2
Sum egenkapital konsern	12570,7	10842,1	11688,7	16346,3	14718,2	18187,2	18802,3
Avsetning til krav	2809,0	2451,2	2958,4	3485,9	3684,8	3874,1	4225,1
Annen langsiktig rentebærende gjeld	5107,3	6589,3	5338,5	7710,2	10669,1	10279,3	9026,3
Annen langsiktig finansiell gjeld/forpliktelse	0,0	0,0	0,0	855,3	2218,6	2010,5	3994,3
Sum langsiktig gjeld	7916,3	9040,5	8296,9	12051,4	16572,5	16163,9	17245,8
Kortsiktig rentefri gjeld	2612,1	2748,7	2954,1	4452,9	5676,7	5907,6	7659,8
Kortsiktig rentebærende gjeld	429,7	157,0	377,8	686,7	7,0	1,5	0,9
Gjeld holdt for salg	0,0	0,0	0,0	190,5	0,0	0,0	0,0
Sum kortsiktig gjeld	3041,8	2905,7	3331,9	5330,1	5683,7	5909,1	7660,7
Sum egenkapital og gjeld	23528,8	22788,3	23317,5	33727,8	36974,4	40260,2	43708,7

Tabell 5-2: Balanseoppstilling for Marine Harvest (Konsern) i perioden 2010 – 2016. Tall oppgitt i NOK (mill.). Merk at ulikheter mellom sum eiendeler og sum egenkapital kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

Endring i egenkapital (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital 01.01	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,5
+ Totalresultat	1091,80	3,90	3091,40	1767,20	2093,70	5508,91
- Betalt utbytte	2864,70	0,00	843,30	3405,80	2292,60	3884,11
+ Netto kapitalinnskudd	39,30	849,50	2450,80	22,30	3675,20	-9,99
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-999,21
+ Finansielt "dirty surplus"	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Egenkapital 31.12	10766,6	11619,7	16318,6	14702,2	18178,5	18794,1

Tabell 5-3: Endring i egenkapital for Marine Harvest (konsern) i perioden 2010 – 2016. Tall oppgitt i NOK (mill.). Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

5.3.1 Viktige hendelser i analyseperioden

Vi velger kortfattet å trekke frem hendelser i regnskapsperioden som vi anser er av betydning. Det første vi velger å trekke frem er en betydelig økning i FoU-aktiviteter i perioden, hvilket er i tråd med indikasjonene om en bransje med fokus på biologiske utfordringer, jf. kapittel 4.

I henhold til strategien om en vertikal integrert verdikjede ble Morpol kjøpt i 2013, samtidig ble fôrproduksjon en integrert del av verdikjeden i 2014. Derfor vil, som tidligere nevnt,

eldre regnskapstall være mindre representative for «dagens» Marine Harvest. Det skal og nevnes at driftsinntektene de senere år er preget av en sterk laksepris, til forskjell fra 2012 som var preget av lave laksepriser.

I 2016 ble presentasjonsvaluta endret fra norske kroner til euro, og konsekvensene av dette blir drøftet i følgende delkapittel.

5.4 Omgruppering

I følgende delkapittel vil vi ta for oss omgrupperingen av resultatregnskapet og balanseoppstillingen med den hensikt å klargjøre rapporterte tall for investororientert regnskapsanalyse da resultat- og balanseoppstillingen, i hovedsak, er kreditororientert (Knivsflå, 2017c). Omgrupperingen vil ikke endre rapporterte tall, men medfører at man får et skille mellom drift og finans samt unormale og normale poster. Dermed er årsresultatet for majoriteten lik fullstendig nettoresultat, se Tabell 5-1 og 5-4. Omgrupperingen medfører at man kan gjennomføre en analyse av forholdstall basert på enten justerte eller kun omgrupperte tall (Knivsflå, 2017f). Til slutt, basert på omgruppert resultat og balanse, blir kontantstrømmen funnet og presentert.

5.4.1 Omgruppering av resultatet

Det eksisterer i henhold til Knivsflå (2017e) fire steg i omgrupperingen av resultatet. Det innebærer å identifisere fullstendig nettoresultat (FNR), deretter fordeler man FNR på drift, finans og skatt. Neste steg er å skille unormale og normale poster før man til slutt fordeler skattekostnaden på normale og unormale poster i steg 4.

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen finnes ved å summere rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat og «dirty surplus». Annet fullstendig resultat, også kjent som OCI, er resultatposter som ikke er oppgitt i ordinært resultat. «dirty surplus» derimot er inntekter og kostnader som føres direkte mot egenkapitalen. I utgangspunktet vil ikke «dirty surplus» eksistere da Marine Harvest er underlagt IFRS, og følgelig bli rapportert over annet fullstendig resultat (OCI). Enkelte kostnader og inntekter kan imidlertid bli ført direkte mot egenkapitalen og dermed kan det oppstå «dirty surplus» i IFRS (Knivsflå, 2017e).

I 2016 gikk Marine Harvest fra norske kroner til euro som presentasjonsvaluta. Som en forenkling omregnes rapporterte tall fra 2016 til norske kroner. Overgangen fra Euro til NOK medfører «dirty surplus» for regnskapsåret 2016. «dirty surplus» oppstår som en residualpost når man omregner balansen med kursen pr. 31.12.2016, og gjennomsnittskursen for 2016 på resultatet. Dette er under den antagelse om at inntektene og kostnadene har påløpt likt over året og valutakursen har holdt seg relativt stabil i perioden.

Fullstendig nettoresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rapportert årsresultat	3077,9	1115,7	408,8	2515,1	935,6	1417,0	5013,8
+ Annet fullstendig resultat	151,4	-23,9	-404,7	576,3	831,6	676,6	496,1
= Rapportert fullstendig nettoresultat	3229,3	1091,8	4,1	3091,4	1767,2	2093,6	5509,8
"Dirty surplus"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-999,2
= Fullstendig nettoresultat	3229,3	1091,8	4,1	3091,4	1767,2	2093,6	4510,6

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat for Marine Harvest (konsern) i perioden 2010 –2016. Tall oppgitt i NOK (mill.).

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

I dette steget fordeles det fullstendige nettoresultatet med den hensikt å finne kildene til resultatet (Knivsflå, 2017e). Det medfører en oppsplitting av fullstendig nettoresultat før skatt med hensyn til finans og drift.

Dermed må vi skille mellom finansielle investeringer kontra investeringer vedrørende tilknyttede selskap, altså en ren pengeplassering kontra en strategisk investering. En strategisk investering, 20 % - 50 % eierpost, vil i henhold til Knivsflå (2017e) inngå i driftsresultatet. Selskaper som derimot skal selges, eventuelt avvikles, inngår derimot i finansresultatet.

Annet fullstendig resultat kan inneholde både drift og finansposter, men som en konsekvens av mangelfulle noteopplysninger og det faktum at Marine Harvest gir uttrykk for at dette er sikring av drift klassifiseres elementene som drift.

“The purpose of these derivatives is to manage the interest rate, currency and salmon price risks arising from the operations of the Group.” (Marine Harvest, 2016a, s. 173)

Fullstendig driftsresultat før skatt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsresultat fra egen virksomhet	4259,2	1217,9	880,5	4439,9	3483,9	2883,1	8627,5
+ Netto resultat fra tilknyttede selskap	202,0	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5
+ Annet fullstendig resultat - drift	120,9	-29,4	-408,7	568,9	827,7	676,0	498,9
+ Dirty surplus -valutadifferanse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-999,2
= Fullstendig driftsresultat før skatt	4582,1	1180,0	560,1	5230,6	4461,1	3768,8	8708,7

Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt for Marine Harvest (konsern) i perioden 2010 –2016. Tall oppgitt i NOK (mill.).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fullstendig finansresultat før skatt							
Finansinntekter	12,0	13,1	-0,9	25,0	30,3	10,8	16,7
+ Finanskostnader	-380,3	-405,8	-382,8	-640,3	-544,6	-416,5	-449,6
+ Unormalt finansresultat	159,4	566,2	204,2	-589,0	-1632,4	-446,9	-1722,3
+ Resultat fra diskontinuerlig selskap	0,0	0,0	0,0	91,9	204,8	-2,1	0,0
+ Annet fullstendig resultat - finans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ "Dirty surplus"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-208,9	173,5	-179,5	-1112,4	-1941,9	-854,7	-2155,3

Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt for Marine Harvest (konsern) i perioden 2010–2016. Tall oppgitt i NOK (mill.).

Steg 3: Normalisering - Unormalt drifts- og finansresultat før skatt.

I følgende avsnitt vil vi argumentere for poster i regnskapet som vi anser for unormale eller normale. Hensikten er at de unormale postene antas å ikke være gjentakende og således irrelevant for fremskrivning. I henhold til Knivsflå (2017c) karakteriseres unormale poster som ekstraordinære hendelser og vil som oftest variere betydelig i størrelse og hyppighet. På den annen side karakteriseres normale poster som gjentakende for hver periode og dermed relevant for fremtiden. Det resulterer i en oppsplitting av det fullstendige resultatet; henholdsvis unormalt og normalt resultat. Det kan imidlertid diskuteres om en post i utgangspunktet er unormal, men som følge av den «korte» analyseperioden klassifiseres enkelte poster som unormale da postene kan få stor betydning for fremskrivning.

Unormalt driftsresultat før skatt

I følgende avsnitt vil vi ta for oss de postene vi anser som unormale for Marine Harvest herunder biologiske eiendeler, nedskrivning og reversering, restruktureringskostnader, andre engangsposter og driftsrelatert annet fullstendig resultat, se Tabell 5-11.

Biologiske eiendeler

Reguleringen av levende fisk, herunder laks, reguleres av IAS 41 Landbruk. Biologiske eiendeler regnskapsføres dermed til virkelig verdi og inntektsføringen skjer løpende (Magma, 2007). Som følge av IAS 41 regnskapsføres levende fisk mellom 1 kg – 4 kg til virkelig verdi jf. IFRS 13. Levende fisk under 1 kg verdsettes til akkumulert kostnad, mens for fisk over 4 kg (slaktemoden) blir verdjustering av biomassen fastsatt til forventet netto resultat. Verdsettelse til virkelig verdi medfører betydelig bruk av skjønn da estimatet er en vurdering av kvalitet, størrelse samt markedspriser på rapporteringstidspunktet.

Som nevnt tidligere skal fremskrivning av resultatet være representativt for fremtiden, men en skjønnsmessig vurdering av lakseprisen medfører stor usikkerhet vedrørende faktisk pris på realisasjonstidspunktet. Det at historiske data benyttes til utarbeidelse av fremtidsregnskapet vil derfor gi lite representative verdier ved fremskrivning. Vi anser derfor

posten som unormal, og inngår dermed i det unormale driftsresultatet, se Tabell 5-11. Andre verdijusteringer til virkelig verdi som for eksempel urealisert verdiendring, herunder Fish Pool kontrakter, klassifiseres også som unormale poster

Nedskrivning og reversering

Nedskrivning og reversering blir klassifisert som unormale poster, se Tabell 5-11, da nedskrivning medfører kostnadsføring av uforutsette verdiforringelser, ergo en ekstraordinær hendelse. Dessuten har vi, som eksterne analytikere, liten innsikt i anleggsmidlenes tilstand og dermed er prediksjon av posten utelukket.

Restruktureringskostnader

Restruktureringskostnader oppstår som følge av blant annet oppkjøp. Marine Harvest har i tråd med sin strategi gjennomført flere oppkjøp i regnskapsanalyseperioden, jf. Morpol. Dermed kan det argumenteres for at disse restruktureringskostnadene kan være normale driftskostnader, men posten har store årlige variasjoner noe som indikerer at posten er unormal. Samtidig vil det være vanskelig å predikere fremtidige oppkjøp da det ikke foreligger en klar trend.

Andre engangsposter.

Disse postene representerer bøter, brudd på kontrakter samt andre engangstilfeller. Disse postene varierer fra år til år og klassifiseres dermed som unormale poster da man ikke har noen predikasjonsverdi for fremskrivning.

Driftsrelatert annet fullstendig resultat

Dette er unormale poster i regnskapet da postene i hovedsak er endringer i virkelig verdi og valutaomregningsdifferanser som vil være vanskelig å predikere.

Unormalt finansresultat før skatt

Denne posten består av valutaendringer samt verdiendringer på finansielle instrumenter. Det eksisterer relativt lite noteinformasjon vedrørende disse postene noe som medfører usikkerhet rundt klassifiseringen. Det kan argumenteres for at aksjeutbytte er normale poster, men noten gir lite informasjon angående dividender. Vi har derfor valgt å betrakte posten som unormal da noten også inneholder informasjon angående gevinst/tap på andre aksjer. Samtidig varierer de finansielle instrumentene i stor grad hvilket også er en indikasjon på en unormal post.

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

I dette steget fordeles skattekostnaden på de ulike resultatelementene. Hensikten er at man ønsker å «skille ut» den unormale skattekostnaden da de unormale postene ikke har en predikasjonsverdi for framskrivning, og som følge har man heller ikke en prediksjon på fremtidig skatt på de unormale postene. De følgende avsnitt vil beregne netto finansinntekt (NFI), netto finanskostnad (NFK), unormalt netto finansresultat (UNFR), netto driftsresultat (NDR) og unormalt netto driftsresultat (UNDR).

Netto finansinntekter (NFI)

Etter skatteloven § 2-38 har Marine Harvest skattefritak for inntekt på aksjer og andre eierandeler. Det medfører at inntekt på aksjer faller inn under fritaksmetoden, jf. § 2-38 (2), dog skal 3 % av utbyttet likevel anses som skattepliktig inntekt, jf. 2-38 (6) bokstav a. Renteinntekter er derimot fullt skattepliktig med 25 % pr. 2016 (Finansdepartementet, 2016).

Som en konsekvens av dette vil den effektive skattesatsen reduseres. Det at man ikke kan regne den effektive finansinntekstskattesatsen nøyaktig, grunnet mangelfull informasjon, medfører at man vektet selskapsskattesatsen, i vårt tilfelle med 2/3 vekt. Selv om finansinntektene for det meste er renteinntekter benyttes allikevel redusert sats.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto finansinntekt							
Finansinntekt - normal	12,0	13,1	-0,9	25,0	30,3	10,8	16,7
- Finansinntektsskatt	2,2	2,4	-0,2	4,7	5,5	1,9	2,8
= Netto finansinntekt	9,8	10,7	-0,7	20,3	24,8	8,9	13,9

Tabell 5-7: Netto finansinntekter for Marine Harvest i analyseperioden.

Netto finanskostnader (NFK)

Finanskostnadene er derimot fradragsberettiget. Selskapsskattesatsen har i løpet av analyseperioden blitt redusert, fra 28 % til 25 %, og det er fattet vedtak om å redusere selskapsskatten ytterligere (NOU 2014:13, 2014). Selskapsskattesatsen kan, ved utregning av netto finanskostnad, sees på som en «skatteinntekt» da denne vil redusere netto finanskostnad, se Tabell 5-8.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto finanskostnad							
Finanskostnad - normal	380,3	405,8	382,8	640,3	544,6	416,5	449,6
- Finanskostnadsskatt	106,5	113,6	107,2	179,3	147,0	112,5	112,4
= Netto finanskostnad	273,8	292,2	275,6	461,0	397,6	304,0	337,2

Tabell 5-8: Netto finanskostnader (NFK)

Unormalt netto finansresultat (UNFR)

Unormalt netto finansresultat inneholder både finansinntekter og finanskostnader, og er en blanding av både skattepliktige - og skattefrie inntekter, samt fradragsberettigede kostnader. Det vil redusere selskapsskatten, hvor reduksjonen avhenger av hvor mye som er skattepliktig (25 %) og hvor mye som faller inn under fritaksmetoden (0 %). Som en forenkling reduseres selskapsskattesatsen på finansinntektene med to tredjedeler. I beregningen av unormalt finansresultat benyttes selskapsskattesatsen for tilsvarende år.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Unormalt netto finansresultat							
Unormalt finansresultat før skatt	159,4	566,2	204,2	-589,0	-1632,4	-446,9	-1722,3
- (2/3)*sss av unormalt finansresultat	29,8	105,7	38,1	-109,9	-293,8	-80,4	-287,1
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	0,0	91,9	204,8	-2,1	0,0
= Unormalt netto finansresultat	129,6	460,5	166,1	-387,2	-1133,8	-368,6	-1435,3

Tabell 5-9: Unormalt netto finansresultat (UNFR) for Marine Harvest i analyseperioden.

Selskapsskattekostnaden er gitt ved sss.

Netto driftsresultat (NDR)

For å beregne skatten tilknyttet driftsresultatet må vi først beregne driftsskattesatsen (dss). Da denne inneholder en blanding av blant annet skattepliktig og skattefrie finansinntekt vil man benytte en redusert skattesats på disse postene. Ut fra driftsskattesatsen beregnes den normaliserte driftsskattesatsen (ndss), som er den minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen av den beregnede driftsskattesatsen. I vårt tilfelle blir dette medianen som gir en normalisert driftsskattesats på 29,5 %. Den unormale driftsskattesatsen er forskjellen mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen. På bakgrunn av dette finnes netto driftsresultat ved å kalkulere driftsrelatert skattekostnad, se Tabell 5-10.

Marine Harvest	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	15281,2	16132,8	15463,6	19199,4	25531,3	27880,7	32609,4
+ Driftsresultat fra egen virksomhet	3191,2	2826,5	537,7	3182,2	4216,2	2974,9	6252,1
- Driftsrelatert skattekostnad	942,5	834,8	158,8	939,9	1245,3	878,7	1846,6
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2248,7	1991,7	378,9	2242,3	2970,9	2096,2	4405,5
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	202,0	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5
= Netto driftsresultat	2450,7	1983,2	467,2	2464,1	3120,4	2305,9	4987,0

Tabell 5-10: Netto driftsresultat for Marine Harvest.

Unormalt netto driftsresultat (UNDR)

Til slutt kalkuleres unormalt netto driftsresultat (UNDR). Unormal driftsskattesats er driftsskattesatsavviket, altså avviket mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen. I Tabell 5-11 presenteres det unormale netto driftsresultatet.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Unormalt driftsresultat før skatt							
- Verdijustering - slaktet fisk	0,0	-3250,6	-1575,8	-4323,7	-5518,5	-4098,9	-8078,5
- Verdijustering - biologiske eiendeler	1091,7	1736,6	1926,0	6118,3	5007,7	4189,2	11666,3
- Avsetning på tapskontrakter	-14,3	-5,8	-6,1	-124,7	23,7	-6,6	-1009,8
- Restruktureringskostnader	-4,4	-21,8	-0,8	-272,8	-52,9	-136,3	-50,2
- Nedskrivning	-5,0	-67,0	-0,5	-65,0	-24,1	-60,9	-164,4
- Andre engangsposter	0,0	0,0	0,0	-74,4	-168,2	21,7	12,1
= Unormalt driftsresultat før skatt	1068,0	-1608,6	342,8	1257,7	-732,3	-91,8	2375,4
- Skatt på unormalt driftsresultat	305,5	-352,9	173,5	371,5	-249,6	-32,2	671,7
+ Unormalt nettoresultat tilknyttete selskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	151,4	-23,9	-404,7	576,3	831,6	676,6	496,1
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-999,2
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-29,7	-214,7	113,4	0,0	191,7	165,0	-78,8
- Unormal skattekostnad	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Unormalt netto driftsresultat	943,6	-1064,9	-348,8	1462,5	157,2	452,0	1279,4

Tabell 5-11: Unormalt netto driftsresultat for Marine Harvest.

Skattekostnad

Basert på utregningene oppsummeres skattekostnaden, se Tabell 5-12.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fordelt skattekostnad							
Normal driftsskattekostnad	942,5	834,8	158,8	939,9	1245,3	878,7	1846,6
+ Skatt på finansinntekt	2,2	2,4	-0,2	4,7	5,5	1,9	2,8
+ Skatt på finanskostnad	-106,5	-113,6	-107,2	-179,3	-147,0	-112,5	-112,4
+ Skatt på unormalt driftsresultat	305,5	-352,9	173,5	371,5	-249,6	-32,2	671,7
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	-29,7	-214,7	113,4	0,0	191,7	165,0	-78,8
+ Unormal skattekostnad	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Skatt på unormalt finansresultat	29,8	105,7	38,1	-109,9	-293,8	-80,4	-287,1
= Skattekostnad - totalt	1143,8	261,7	376,5	1026,8	752,0	820,5	2042,8

Tabell 5-12: Fordeling av skattekostnaden basert på utregningene i steg 4. Merk at denne skal være identisk med rapportert skattekostnad.

Omgruppert resultatregnskap

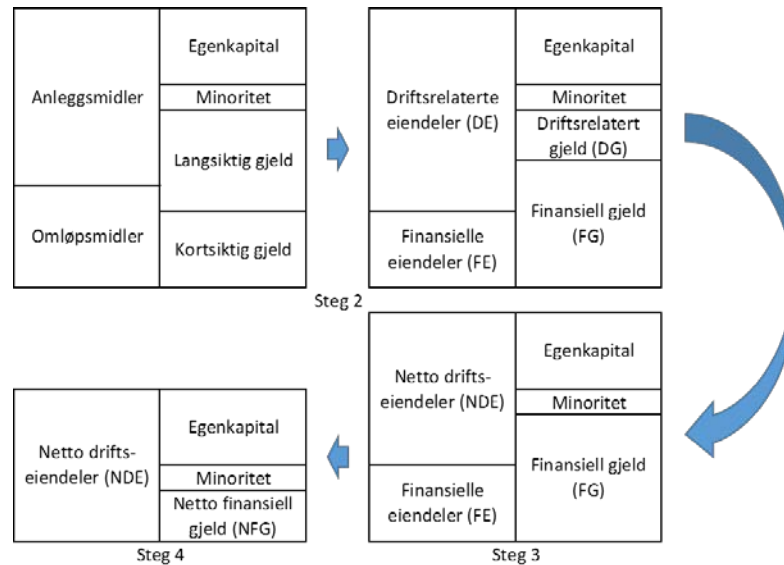
Basert på de overfor nevnte stegene presenteres det omgrupperte resultatregnskapet for Marine Harvest.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OMGRUPPERT RESULTAT MARINE HARVEST							
Driftsinntekter	15281,2	16132,8	15463,6	19199,4	25531,3	27880,7	32609,4
+ Driftsresultat fra egen virksomhet	3191,2	2826,5	537,7	3182,2	4216,2	2974,9	6252,1
- Driftsrelatert skattekostnad	942,5	834,8	158,8	939,9	1245,3	878,7	1846,6
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2248,7	1991,7	378,9	2242,3	2970,9	2096,2	4405,5
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	202,0	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5
= Netto driftsresultat	2450,7	1983,2	467,2	2464,1	3120,4	2305,9	4987,0
+ Netto finansinntekt	9,8	10,7	-0,7	20,3	24,8	8,9	13,9
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2460,4	1993,8	466,5	2484,4	3145,3	2314,8	5001,0
- Netto finanskostnad	273,8	292,2	275,6	461,0	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	2156,1	1696,1	186,8	2016,0	2743,8	2010,1	4666,5
+ Unormalt netto driftsresultat	943,6	-1064,9	-348,8	1462,5	157,2	452,0	1279,4
+ Unormalt netto finansresultat	129,6	460,5	166,1	-387,2	-1133,8	-368,6	-1435,3
- Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	3229,4	1091,8	4,1	3091,4	1767,2	2093,6	4510,6
- Netto betalt utbytte	2144,9	2825,4	-849,5	-1607,5	3383,5	-1382,6	3894,1
= Endring i egenkapital	1084,5	-1733,6	853,6	4698,9	-1616,3	3476,2	616,5

Tabell 5-13: Omgruppert resultatregnskap for Marine Harvest i perioden 2010 – 2016 (konsern).

5.4.2 Omgruppering av balansen

I henhold til Knivsflå (2017f) innebærer omgrupperingen av balansen fire steg. Det første steget innebærer at avsatt utbytte anses som egenkapital. Deretter skilles det mellom drift og finans i totalbalansen. I steg 3 går man fra totalkapital til sysselsatt kapital før man til slutt, i steg 4, går fra sysselsatt kapital til netto driftskapital, se Figur 5-1. Penman (2013, s. 301) uttrykker at den omgrupperte balansen gir innsikt i hvordan selskapet er organisert.



Figur 5-1: Ulike steg i omgrupperingen av balansen.

Steg 1: Avsatt utbytte anses som egenkapital

Da Marine Harvest er underlagt IFRS blir ikke utbytte avsatt som kortsiktig gjeld. Dermed blir foreslått utbytte, etter IFRS, klassifisert som egenkapital og en omgruppering av utbyttet er derfor ikke nødvendig.

Steg 2 – Skille mellom drift og finans

Hensikten med dette steget er å gå fra en kreditorientert balanse til en balanse hvor man har et klart skille mellom drift og finansiering, altså en investororientert balanse, se Figur 5-1. Driftsrelaterte eiendeler (DE) er eiendeler som vedrører driften av selskapet, mens finansielle eiendeler (FE) er for eksempel pengeplasseringer og andre driftsfremmede eiendeler (Penman, 2013, s. 292-302). De finansielle eiendelene og den driftsrelaterte gjelden utgjør til sammen de totale eiendelene. Totalkapitalen består av egenkapital, driftsrelatert- og finansiell gjeld.

I henhold til Penman (2013) kan prosessen med å skille driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeld være krevende. Det følgende avsnitt vil derfor ta for seg en redegjørelse for våre valg vedrørende klassifiseringen av driftsrelaterte- og finansielle eiendeler og gjeld. Balanseposter som ikke har en klar noteopplysning vedrørende drift eller finans blir som en forenkling kategorisert som drift da flertallet av postene i Marine Harvest må antas å stamme fra drift.

Driftsrelaterte eiendeler (DE)

Driftsrelaterte eiendeler består av driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) og driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) som er tilknyttet den operasjonelle driften av Marine Harvest. De følgende avsnitt vil derfor redegjøre for klassifisering av postene.

Immaterielle eiendeler – Dette er ifølge noteopplysningene lisenser, goodwill, andre immaterielle eiendeler, samt utsatt skatt. Disse postene anses dermed som driftsrelaterte anleggsmidler da de knytter seg til den operasjonelle driften.

Varige driftsmidler – Er blant annet eiendom, anlegg og utstyr og klassifiseres dermed som driftsrelaterte anleggsmidler, altså anleggsmidler relatert til driften.

Investeringer i tilknyttede selskap – Dette er eierposter hvor Marine Harvest har betydelig eierskapsinteresser og har signifikant innflytelse på selskapene. Dermed klassifiseres denne posten som driftsrelatert anleggsmiddel da dette er i tråd med Marine Harvest sin strategi. Dette er virksomheter som har en relativt lik operasjonell drift som Marine Harvest og derfor anser vi ikke dette som tilfeldige pengeplasseringer i aksjer og kategoriseres derfor som driftsrelaterte anleggsmidler (DAM).

Biologiske eiendeler og varelager – blir klassifisert som driftsrelaterte omløpsmidler.

Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer – er relatert til driften og klassifiseres dermed som driftsrelaterte omløpsmidler.

Finansielle eiendeler (FE)

Finansielle eiendeler består av finansielle anleggsmidler (FAM) og finansielle omløpsmidler (FOM). Dette er altså eiendeler som ikke vedrører den operasjonelle driften til Marine Harvest.

Investeringer i andre aksjer – Dette er aksjer hvor konsernet ikke har betydelig innflytelse og anses dermed som en finansiell pengeplassering.

Bankinnskudd og bundne bankinnskudd – Det kan diskuteres om bundne bankinnskudd kan kategoriseres som driftsrelaterte omløpsmidler. Bundne bankinnskudd kan anses som nødvendige illikviditeter for å opprettholde driften av Marine Harvest, siden dette blant annet er avsetning for skatt. Som følge av konsistens må renteinntektene fordeles, men grunnet mangelfulle noteopplysninger, velger vi som en forenkling å behandle alle likvider som finansielle eiendeler i tråd med Penman (2013, s. 294-295)

Diskontinuerlig virksomhet – Posten inneholder virksomhet som skal avvikles og er av den grunn ikke relevant for fremtidig drift. Dermed blir posten klassifisert som et finansielt omløpsmiddel da man ikke har planer om å beholde virksomheten.

Driftsrelatert gjeld (DG)

Driftsrelatert gjeld er summen av langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) og kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG), og som navnet tilsier er den relatert til selskapets operasjonelle drift og er ikke rentebærende. Det kan argumenteres for at gjelden er rentebærende da rentekostnaden er «innbakt» i gjelden. Imidlertid deles ikke dette synet i oppgaven.

Pensjon – Da pensjonskostnader inngår i lønnskostnaden vil denne kostnaden grunnet konsistens inngå i langsiktig driftsrelatert gjeld da kostnaden oppstår i forbindelse med driften av selskapet.

I posten annen langsiktig gjeld inngår pensjonskostnadene og annen langsiktig gjeld. Da det ikke eksisterer informasjon vedrørende annen langsiktig gjeld velger vi å klassifisere denne som driftsrelatert da mesteparten av gjelden til Marine Harvest må antas å stamme fra driften. I tillegg inngår utsatt skatt i langsiktig driftsrelatert gjeld

Kortsiktig driftsrelatert gjeld – I denne posten inngår blant annet betalbar skatt og leverandørgjeld. Dette er rentefri gjeld som skriver seg fra driften av Marine Harvest og klassifiseres dermed som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Finansiell gjeld (FG)

Langsiktig finansiell gjeld (LFG) og kortsiktig finansiell gjeld (KFG) utgjør finansiell gjeld (FG). Dette utgjør den rentebærende gjelden til Marine Harvest.

Langsiktig finansiell gjeld – Denne posten inneholder leasing gjeld, annen langsiktig gjeld samt gjeld til kredittinstitusjoner og kategoriseres dermed som langsiktig finansiell gjeld.

Kortsiktig finansiell gjeld – Dette er kortsiktig rentebærende gjeld for Marine Harvest som består av avdrag og gjeld til andre kredittinstitusjoner, samt annen rentebærende gjeld som er påløpte renter.

Oppsummering – skille mellom finans og eiendeler.

Basert på nevnte steg har man oppnådd et skille mellom eiendeler og finans. Tabell 5-14 gir en oppsummering av stegene som er nevnt ovenfor, og gir oss totalbalansen. Den omgrupperte balansen etter drift og finans danner så utgangspunkt for å omgruppere totalkapitalen til sysselsatt kapital.

Marine Harvest - Totalbalanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anlegg i egen virksomhet	11693,3	12200,1	11924,1	15464,2	17517,3	19290,7	18903,1
+ Investering i driftstilknyttet og felleskontrollert	678,9	624,4	647,3	900,4	978,2	1188,8	1590,1
= Driftsrelaterte anleggsmidler	12372,2	12824,5	12571,4	16364,6	18495,5	20479,5	20493,2
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	10713,5	9592,9	9402,3	15565,6	16885,5	19070,8	22234,2
= Driftsrelaterte eiendeler	23085,7	22417,4	21973,7	31930,2	35381,0	39550,3	42727,4
+ Finansielle anleggsmidler	124,2	92,1	1008,6	132,1	166,1	4,0	3,6
+ Finansielle omløpsmidler	319,0	279,1	335,3	1665,3	1427,3	705,9	977,7
= Finansielle eiendeler	443,2	371,2	1343,9	1797,4	1593,4	709,9	981,3
TOTALE EIENDELER	23528,9	22788,6	23317,6	33727,6	36974,4	40260,2	43708,7
Egenkapital	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18794,1
Minoritetsinteresser	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2809,0	2451,2	2958,4	4341,2	5903,4	5884,6	8219,5
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2612,1	2748,7	2954,1	4452,9	5676,7	5907,6	7659,8
= Driftsrelatert gjeld	5421,1	5199,9	5912,5	8794,1	11580,1	11792,2	15879,2
Langsiktig finansiell gjeld	5107,3	6589,3	5338,5	7710,2	10669,1	10279,3	9026,3
+ Kortsiktig finansiell gjeld	429,7	157,0	377,8	877,2	7,0	1,5	0,9
= Finansiell gjeld	5537,0	6746,3	5716,3	8587,4	10676,1	10280,8	9027,2
TOTALKAPITAL	23528,8	22788,3	23317,5	33727,8	36974,4	40260,2	43708,7

Tabell 5-14: Omgruppert totalbalanse for Marine Harvest, se tekst for utdypning av totale eiendeler og total kapital. Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

Steg 3 – Fra totalkapital til sysselsatt kapital.

I dette steget går vi fra totalkapital til sysselsatt kapital. Totalkapital inneholder driftsrelatert gjeld (DG) som er en del av driften og således bør man korrigere de driftsrelaterte eiendelene. Grunnen er at denne gjelden ikke er rentebærende, men som følge av en høyere innkjøpspris vil det resultere i en økt driftskostnad. For å endre totalkapital til sysselsatt kapital blir driftsrelatert gjeld fratrukket driftsrelaterte eiendeler og tillagt finansiell gjeld, jf. Tabell 5-15.

SSK - Balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	9563,2	10373,3	9613,0	12023,4	12592,1	14594,9	12273,8
+ Driftsrelatert arbeidskapital	8101,4	6844,2	6448,2	11112,7	11208,8	13163,2	14574,4
= Netto driftseiendeler	17664,6	17217,5	16061,2	23136,1	23800,9	27758,1	26848,2
+ Finansielle eiendeler	443,2	371,2	1343,9	1797,4	1593,4	709,9	981,3
= Sysselsatte eiendeler	18107,8	17588,7	17405,1	24933,5	25394,3	28468,0	27829,5
Egenkapital	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18794,1
+ Minoritetsinteresser	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2
+ Finansiell gjeld	5537,0	6746,3	5716,3	8587,4	10676,1	10280,8	9027,2
= Sysselsatt kapital	18107,7	17588,4	17405,0	24933,7	25394,3	28468,0	27829,5

Tabell 5-15: Omgruppert balanse med hensyn til sysselsatt kapital for Marine Harvest i perioden 2010 – 2016. Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

Steg 4 – Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

I det siste steget går man fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Tanken her er at finansielle eiendeler (FE) i utgangspunktet er eiendeler utover den operasjonelle driften, ergo kan de finansielle eiendelene relativt raskt omsettes i markedet og benyttes til å nedbetale finansiell gjeld. Netto driftskapital blir funnet ved å beregne en netto finansiell gjeld (NFG) som er finansiell gjeld (FG) fratrukket finansielle eiendeler (FE), se Tabell 5-16.

NDK-Balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	9563,2	10373,3	9613,0	12023,4	12592,1	14594,9	12273,8
+ Driftsrelatert arbeidskapital	8101,4	6844,2	6448,2	11112,7	11208,8	13163,2	14574,4
= Netto driftseiendeler	17664,6	17217,5	16061,2	23136,1	23800,9	27758,1	26848,2
Egenkapital	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18794,1
+ Minoritetsinteresser	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2
+ Netto finansiell gjeld	5093,8	6375,1	4372,4	6790,0	9082,7	9570,9	8045,9
= Netto driftskapital	17664,5	17217,2	16061,1	23136,3	23800,9	27758,1	26848,2

Tabell 5-16: Omgruppert balanseoppstilling med hensyn til netto driftskapital for Marine Harvest i perioden 2010 – 2016. Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

5.5 Analyse og justering av målefeil

Ved utarbeidelsen av regnskapet kan det forekomme avvik mellom rapporterte og virkelige forhold hvilket reduserer den økonomiske avbildningen av selskapet. Avviket defineres som målefeil, og kan deles inn i tre ulike kilder, henholdsvis målefeil av typen I, II og III (Knivsflå, 2017i).

Målefeil av type I er et uttrykk for den strategiske fordelingen og oppstår dersom føringen skjer til historisk kost, mens type II målefeil oppstår som følge av dårlig måling i IFRS. Målefeil av type III er et resultat av kreativ regnskapsføring, altså avvik fra IFRS (Palepu et al., 2016). Da revisorberetningen til Marine Harvest er godkjent av EY må det legges til grunn at, med utgangspunkt i den offentlige informasjonen man besitter, at det ikke foreligger målefeil av type III. Dermed vil fokuset være på målefeil av type I og II.

Justering av målefeil er et svært omdiskutert tema. På den ene siden kan det argumenteres at man, som eksterne analytikere, ikke har tilstrekkelig intern informasjon. Dermed kan man potensielt introdusere ytterligere støy i analysen. Samtidig argumenterer kritikerne av justering for at målefeil vil utligne hverandre dersom selskapet er veletablert, siden målefeil vil forekomme i forskjellige størrelser (Knivsflå, 2017h). På den annen side kan det argumenteres for at justering vil gi en mer korrekt avbildning (Palepu et al., 2016). Motargumentet er at analyser av rentabilitet vil bli påvirket dersom man ikke foretar justeringer av regnskapet. Grunnen til dette er at man uten justering må akseptere at kapitaler kan bli over- eller undervurdert (Young og Byrne, 2001).

Det er i henhold til Knivsflå (2017i) mange aktuelle justeringer, men det er uvanlig å justere for alle forhold. Vi velger å justere de forhold vi mener er presumtivt viktigst for Marine Harvest og bransjen. Det eksisterer tilfeller hvor vi ønsker å foreta justeringer, men grunnet lavt detaljnivå vil vi på grunn av konsistens mellom selskapene ikke justere da vi mener at justering av enkelte selskap og ikke hele bransjen vil medføre et «feil» sammenligningsgrunnlag.

5.5.1 Biomasse

Da Marine Harvest er underlagt IFRS er biologiske eiendeler balanseført til virkelig verdi, jf. IAS 41. Som tidligere nevnt innebærer dette en betydelig skjønnsmessig vurdering, da lakseprisen er volatil, noe som kan påvirke driftsresultatet for hver periode. Som følge av IAS 41 vil inntektsføringen skje løpende gjennom vekstfasene, altså før en faktisk transaksjon har skjedd. Verdijusteringen vil dermed slå ut i verdien av eiendelene samt driftsresultatet, og påvirker dermed rentabilitetsmålingen. Som en konsekvens av dette justeres de biologiske eiendelene til historisk kost, altså en tilbakeføring av verdijusteringen, se Tabell 5-17. Det vil, forhåpentligvis, bidra til et mer rettviseende bilde av underliggende rentabilitet på investert kapital. Biologiske eiendeler ble tidligere vurdert til en unormal post og dermed skjer reverseringen mot det unormale driftsresultatet.

Biologiske eiendeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Verdibasert biologiske eiendeler	7278,1	6285,2	6207,9	9536,6	10014,0	10939,6	14300,0
- Historisk kost biologiske eiendeler	5268,0	5793,4	5372,1	6793,7	7755,6	8596,3	7852,4
= Verdijustering balansen for biologiske eiendeler	2010,1	491,8	835,8	2742,9	2258,4	2343,3	6447,6
- Utsatt skatt (ndds)	593,7	145,3	246,9	810,1	667,0	692,1	1904,4
= Justert	5861,7	5938,7	5619,0	7603,8	8422,6	9288,4	9756,7
Egenkapital	12500,2	10766,3	11619,7	16318,5	14702,2	18178,3	18794,1
+ Justering til egenkapital	-1416,4	-346,5	-588,9	-1932,8	-1591,4	-1651,2	-4543,3
= Justert netto egenkapital	11083,8	10419,8	11030,8	14385,7	13110,8	16527,1	14250,8
Resultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Verdiendring unormalt netto driftsresultat	0,0	1069,9	-242,4	-1343,8	341,4	-59,8	-2892,1
Prinsippendring biologisk/Dirty Surplus	-1416,4						

Tabell 5-17: Justering av biologiske eiendeler for Marine Harvest

5.5.2 Forskning og utvikling

Det er etter IFRS ikke tillatt å balanseføre kostnader tilknyttet forskning, jf. IAS 38. Samtidig stilles det krav for å kunne balanseføre utviklingskostnader. Som et resultat av en kostnadsføring av FoU vil man få netto driftseiendeler som er undervurderte, hvilket kan gi en for høy rentabilitet. Dessuten kan FoU generere fremtidige verdier, og dermed vil en kostnadsføring i dag medføre en feilperiodisering av kapitalkostnaden.

Da forskning og utvikling har blitt en stadig viktigere del grunnet reguleringene av bransjen har denne posten økt betydelig de senere årene. En betydelig grunn for dette er konsekvensene av dagens vekstmuligheter. Selv om det eksisterer tall for Marine Harvest vil vi likevel ikke justere regnskapstallene for den videre analysen da det ikke eksisterer informasjon vedrørende kostnadsført FoU for hverken Lerøy Seafood eller Grieg Seafood. En eventuell justering av Marine Harvest og SalMar vil derfor skape inkonsistens med resten av bransjejusteringene og potensielt medføre ytterligere støy i analysen. Dessuten, har FoU-justeringen minimal effekt på totalkapitalen (ikke vist) og dermed velger vi å neglisjere justering av FoU.

På den annen side kan det argumenteres for at man etter IAS 1 skal spesifisere betydelige poster, hvilket kan indikere at FoU-kostnadene i Grieg Seafood og Lerøy Seafood er beskjedne og av den grunn neglisjeres. Lerøy Seafood opplyser dessuten at FoU skjer blant annet gjennom datterselskaper (Lerøy, 2016), men det eksisterer lite noteopplysninger vedrørende dette.

5.5.3 Oppsummering justering

Det kan også tenkes andre mulige justeringer blant annet operasjonell leasing, utsatt skatt, avskrivningsplan og pensjon, men grunnet begrenset regnskapsinformasjon og konsistens

mellom selskapene justeres kun biomasse. Grunnen er at vi anser dette som den viktigste faktoren for målefeil i regnskapet samtidig som det er konsistens mellom selskapene i bransjen. Andre justeringer anser vi derfor som en ytterligere kilde til støy da man ikke kan gjennomføre tilsvarende justeringer for hele bransjen, hvilket medfører inkonsistent behandling av bransjen. Dessuten antar man at andre justeringer er relativt små sammenlignet med justering av biomasse. Basert på de ovennevnte stegene får vi omgruppert og justerte resultatoppstilling og balanse, jf. Tabell 5-18 og 5-19 som gir oss fri kontantstrøm for Marine Harvest i perioden, se Tabell 5-20. Omgruppert og justert resultat, balanse og kontantstrøm for bransjen er gitt i vedlegg 2.

Justert og omgruppert resultatregnskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsresultat i egen virksomhet	3191,2	2826,5	537,7	3182,2	4216,2	2974,9	6252,1
- Driftsrelatert skattekostnad	942,5	834,8	158,8	939,9	1245,3	878,7	1846,6
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2248,7	1991,7	378,9	2242,3	2970,9	2096,2	4405,5
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	202,0	-8,5	88,3	221,8	149,5	209,7	581,5
= Netto driftsresultat	2450,7	1983,2	467,2	2464,1	3120,4	2305,9	4987,0
+ Netto finansinntekt	9,8	10,7	-0,7	20,3	24,8	8,9	13,9
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2460,4	1993,8	466,5	2484,4	3145,3	2314,8	5001,0
- Netto finanskostnad	273,8	292,2	275,6	461,0	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	2156,1	1696,1	186,8	2016,0	2743,8	2010,1	4666,5
+ Unormalt netto driftsresultat	943,6	5,0	-591,2	118,7	498,6	392,2	-1612,7
+ Unormalt netto finansresultat	129,6	460,5	166,1	-387,2	-1133,8	-368,6	-1435,3
- Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	3229,4	2161,7	-238,3	1747,6	2108,6	2033,8	1618,5
- Netto betalt utbytte	2144,9	2825,4	-849,5	-1607,5	3383,5	-1382,6	3894,1
Prinsippendring/Dirty Surplus	-1416,4						
= Endring i egenkapital	-331,9	-663,7	611,2	3355,1	-1274,9	3416,4	-2275,6

Tabell 5-18: Justert og omgruppert resultatregnskap for Marine Harvest i perioden 2010 – 2016. Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

NDK-balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelatert anleggsmidler	10156,9	10518,6	9859,9	12833,5	13259,1	15287,0	14178,1
+ Driftsrelatert arbeidskapital	6091,3	6352,4	5612,4	8369,8	8950,4	10819,9	8126,8
= Netto driftseiendeler	16248,2	16871,0	15472,3	21203,3	22209,5	26106,9	22304,9
Egenkapital	11083,8	10419,8	11030,8	14385,7	13110,8	16527,1	14250,8
+ Minoritetsinteresse	70,5	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2
+ Netto finansiell gjeld	5093,8	6375,1	4372,4	6790,0	9082,7	9570,9	8045,9
= Netto driftskapital	16248,1	16870,7	15472,2	21203,5	22209,5	26106,9	22304,9

Tabell 5-19: Justert og omgruppert netto driftskapital for Marine Harvest i perioden 2010 – 2016. Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

FRI KONTANTSTRØM	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	1983,2	467,2	2464,1	3120,4	2305,9	4987,0
+ Unormalt netto driftsresultat	5,0	-591,2	118,7	498,6	392,2	-1612,7
- Endring i netto driftseiendeler	622,8	-1398,7	5731,1	1006,2	3897,4	-3802,0
= Fri kontantstrøm fra drift	1365,4	1274,7	-3148,3	2612,8	-1199,3	7176,3
+ Netto finansinntekter	10,7	-0,7	20,3	24,8	8,9	13,9
+ Unormalt netto finansresultat	460,5	166,1	-387,2	-1133,8	-368,6	-1435,3
- Endring i finansielle eiendeler	-72,0	972,7	453,5	-204,0	-883,5	271,4
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	1908,6	467,3	-3968,6	1707,9	-675,5	5483,6
- Netto finanskostnad	292,2	275,6	461,0	397,6	304,0	337,2
+ Endring i finansiell gjeld	1209,3	-1030,0	2871,1	2088,7	-395,3	-1253,6
- Netto minoritetsresultat	5,5	4,0	7,4	3,9	0,6	-2,8
+ Endring i minoritetsinteresser	5,3	-6,8	-41,2	-11,8	-7,1	-0,7
= Fri kontantstrøm til egenkapital	2825,5	-849,1	-1607,1	3383,3	-1382,5	3894,8

Tabell 5-20: Fri kontantstrøm til Marine Harvest. Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

5.6 Rammeverk for forholdstallanalyser

Etter omgruppering og justering av rapporterte tall for henholdsvis Marine Harvest og bransjen gjennomføres forholdstallanalyser for å få innsikt i risiko og lønnsomhet, se henholdsvis kapittel 6 og 8. I kapittel 7 beregnes historiske avkastningskrav som blir benyttet som målestokk i rentabilitetsanalyser.

For å analysere forholdstallene benytter vi tidsserie- og bransjeanalyse. Tidsserieanalysen kan avdekke historiske forholdstall gjennom analyseperioden 2011-2016, og viser tidsutvikling, trend og et tidsvektet gjennomsnitt (Knivsfå, 2017j). Vi benytter oss av tidsvekter da virksomhetene i oppdrettsbransjen har endret seg over analyseperioden, hovedsakelig gjennom oppkjøp og integrering av verdikjeden. Vi velger derfor å vektlegge de seneste årene i analyseperioden mest, se Tabell 5-21 for tidsvekter.

I sykliske bransjer bør analyseperioden inneholde både en nedgangs- og oppgangssyklus. I analyseperioden vår vil 2012 representere en kort nedgangssyklus hvor lønnsomheten i bransjen var presset. Siden analyseperioden inneholder en overvekt av gode år vil det representere en svakhet ved metoden.

Analyseperiode:	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tidsvekt	5 %	15 %	15 %	20 %	22,5 %	22,5 %

Tabell 5-21: Tidsvekting analyseperioden

I en bransjeanalyse vil forholdstallene til virksomheten bli sammenlignet med bransjegjennomsnittet (Knivsfå, 2017j). Siden bransjegjennomsnittet har relativt lik drift som Marine Harvest, vil bransjen utgjøre en bedre målestokk til forholdstall fremfor generelle tommelfingerregler. Et unntak vil være hvis hele bransjen befinner seg i en krise som for eksempel situasjonen i oljeservicerelatert shipping pr. 2017. Bransjegjennomsnittet vårt består som nevnt tidligere av Marine Harvest, Lerøy Seafood, SalMar og Grieg Seafood.

Generelt vil det være positivt hvis forholdstall som måler risiko faller over tid og at forholdstall som måler lønnsomhet øker over tid. Siden seneste år er mest representative for selskapet vil det være positivt hvis forholdstallet viser en positiv trend mot tidsvektet gjennomsnitt og bransjegjennomsnitt (Knivsfå, 2017k).

6. Analyse av risiko

I analyse av risiko skiller vi mellom systematisk og usystematisk risiko. Vi påpeker at det vil være forskjeller i hva som er relevant risiko for henholdsvis en investor og en kreditor.

En investor vil i utgangspunktet være eksponert for både systematisk markedsrisiko og usystematisk selskapsspesifikk risiko. Markedsrisiko kan ikke reduseres da den avhenger av ytre faktorer som markedet ikke kontrollerer, for eksempel rentenivået som sentralbanken fastsetter. Investorer kan derimot diversifisere vekk selskapsspesifikk risiko ved å spre sine investeringer i markedsporteføljen slik at totalrisikoen til investors portefølje reduseres og konvergerer mot systematisk markedsrisiko (Berk og DeMarzo, 2017, s. 370). Teoretisk vil derfor markedsrisiko være den eneste relevante risikoen for perfekt diversifiserte investorer. I praksis er selskapsspesifikk risiko relevant hvis det foreligger markedssvikt som følge av for eksempel transaksjonskostnader og asymmetrisk informasjon (Knivsflå, 2017k).

En kreditor kan maksimalt få lån og rentebetalinger tilbake fra sine kunder. Kredittrisiko oppstår ved at kreditor kan påføres tap gjennom gjeldsforhandlinger eller konkurs hvis kundene misligholder sine lån og rentebetalinger. Dermed vil kredittrisikoen være relevant for kreditor som bærer risikoen for tap, og den vil være systematisk da kredittrisikoen ikke kan diversifiseres bort (Knivsflå, 2017k).

Kredittrisiko kan avdekkes gjennom forholdstallsanalyser som gir innsikt i underliggende risiko eller rentabilitet ved å vise relativt forhold mellom to eller flere regnskapstall, og er relevant for kredittvurdering da selskapsspesifikk risiko måles og gir varsel om faren for finansiell krise og konkurs (Knivsflå, 2017k).

En forholdstallanalyse av risiko innebærer 3 steg, hvor analyse av likviditet og soliditet indikerer selskapsspesifikk risiko. Analysene oppsummeres med en karakter på kredittrisiko gjennom syntetisk rating. Endelig karakter vurderes ut fra en samlet risikoanalyse med innsikt i strategisk risiko fra kapittel 4. Kredittrisikoen oppsummeres dermed med en karakter som vi bruker til å fastsette kreditrisikopremien i finansielle krav.

Kreditrisikopremien skal reflektere sannsynligheten for konkurs i selskapet og forventet tap på lånet ved en konkurs (Knivsflå, 2017k).

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse avdekker virksomhetens evne til å dekke kortsiktige krav etter hvert som de forfaller til betaling, og indikerer dermed risiko for konkurs på kort sikt (Penman, 2013, s. 684). Likviditetsanalysen ser på Marine Harvest sin evne til gjeldsdekning i balansen, gjennom resultat, kontantstrøm og i fremtiden. Analyse av gjeldsdekning i balansen har to perspektiv: Analyse av likviditetsgrad avdekker om selskapet har nok likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld, mens analyse av finansiell gjeldsdekningsgrad skal vise om selskapet har finansielle eiendeler til å dekke all finansiell gjeld (Knivsflå, 2017k). Analyse av resultat og kontantstrøm avdekker om selskapet kan dekke sine forpliktelser ovenfor långiver med likviditet skapt gjennom sysselsatt kapital (Knivsflå, 2017k). Analyse av fremtidig gjeldsdekning ser på fremtidig likviditet ved å analysere selskapets evne til å dekke estimert rentekostnad og avdrag et år frem i tid, og dermed faren for å komme i gjeldskvis i nær fremtid (Knivsflå, 2017k).

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser virksomhetens evne til å betjene kortsiktig gjeld ved å se på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Penman, 2013, s. 685). For selskaper som benytter IFRS som regnskapsspråk, vil foreslått utbytte ikke oppfylle rammeverkets definisjon av gjeld før utbyttet er vedtatt av generalforsamlingen. Foreslått utbytte kan tillegges kortsiktig gjeld i analysen, men vi har valgt å utelate utbytte fra vår beregning.

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

Formel 6-1: Likviditetsgrad 1. Første leddet er tradisjonell formel. Andre leddet tilsvare likviditetsgrad 1 hentet fra omgruppert balanse. I tredje ledd er likviditetsgrad 1 dekomponert for å kunne skille ut driftsrelatert likviditetsgrad fra likviditetsgrad 2 som fokuserer på finansielle midler.

Likviditetsgrad 1 skal vise om selskapet har tilstrekkelig likvide eiendeler som kan dekke selskapets kortsiktige gjeldsforpliktelser. Kontanter er mest likvide omløpsmidler, mens varelageret typisk er minst likvide da varene må omsettes først (Penman, 2013, s. 685).

I oppdrettsbransjen utgjør biologiske eiendeler en stor andel av omløpsmidlene, og med en produksjonssyklus på 3 år vil ikke posten i sin helhet kunne omgjøres til likvide midler på kort sikt. For å kunne opprettholde en tilfredsstillende likviditet på kort sikt bør derfor bransjen som målestokk ha en solid likviditetsgrad 1. En generell tommelfingerregelen er at

likviditetsgrad 1 skal være minst 2, selv om det oppnås dekning for kortsiktig gjeld når forholdstallet er over 1. Bransjegjennomsnittet som utgjør målestokken viser en høy likviditetsgrad som Marine Harvest overgår gjennom hele analyseperioden, se Tabell 6-1. Driftsrelatert likviditetsgrad viser at driftsrelaterte omløpsmidler dekker kortsiktig driftsrelatert gjeld med solid margin, noe som indikerer at driftssyklusen til Marine Harvest har lav likviditetsrisiko, se Tabell 6-2.

Likviditetsgrad 1	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Marine Harvest	3,23	2,67	2,72	2,82	2,95	2,19	2,69
Bransjen	2,55	2,31	2,62	2,65	2,65	2,07	2,46

Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1

Dekomponering av lg1	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:	Bransjen:
Driftsrelatert likviditetsgrad	3,31	2,90	2,88	2,58	2,83	2,06	2,65	2,75
* Vekt KDG i forhold til KG	0,95	0,89	0,84	1,00	1,00	1,00	0,96	0,80
+ Likviditetsgrad 2	0,10	0,10	0,31	0,25	0,12	0,13	0,17	0,27
= Likviditetsgrad 1	3,23	2,67	2,72	2,82	2,95	2,19	2,69	2,46

Tabell 6-2: Dekomponering likviditetsgrad 1

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 analyserer forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene, her finansielle omløpsmidler, og kortsiktig gjeld (Penman, 2013, s. 685).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{OM - Varer}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG} = \frac{FOM}{KFG} * \frac{KFG}{KG}$$

Formel 6-2: Likviditetsgrad 2. Første leddet er tradisjonell formel. Andre leddet tilsvarer likviditetsgrad 2 hentet fra omgruppet balanse. I tredje ledd vises finansiell likviditetsgrad.

Finansielle eiendeler er driftsfremmede eiendeler, hvor kontanter utgjør en stor del av de finansielle omløpsmidlene i Marine Harvest. Balansen viser bankinnskudd på 800 millioner kroner pr. 31.12.2016, og det foreligger dermed en betydelig kontantreserve i Marine Harvest som er svært likvide midler.

Den generelle tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 2 skal minst være 1. Siden vi beregner likviditetsgrad 2 med en utradisjonell formel, benyttes bransjegjennomsnittet som relevant målestokk. Generelt har bransjen, inkludert Marine Harvest, lave andeler av finansielle omløpsmidler, og det reflekteres i lave forholdstall gjennom hele analyseperioden. En forklaring kan være at oppdrettsbransjen investerer overskuddslikviditet fortløpende i driften da avkastningen generelt er høyere sammenlignet med bankinnskudd. I tillegg har Marine Harvest en utbyttepolitikk hvor store andeler av kontantstrømmen utbetales til eierne ved oppnåelse av visse kriterier, se delkapittel 6.1.5.

Marine Harvest har en lavere likviditetsgrad 2 sammenlignet med bransjen, og kan således representere et faresignal for selskapet. Ved å dekomponere likviditetsgrad 2 i Tabell 6-4 vises finansiell likviditetsgrad. Siden kortsiktig finansiell gjeld utgjør en marginal andel av kortsiktig gjeld i Marine Harvest, spesielt i senere år og sammenlignet mot bransjen, har selskapet meget god finansiell gjeldsdekning på kort sikt. Vi kan dermed vurdere kortsiktig likviditetsrisiko som svært lav.

Likviditetsgrad 2	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Marine Harvest	0,10	0,10	0,31	0,25	0,12	0,13	0,17
Bransjen	0,28	0,22	0,38	0,29	0,22	0,25	0,27

Tabell 6-3: Likviditetsgrad 2

Dekomponering av lg2	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:	Bransjen:
FOM/KFG	1,78	0,89	1,90	203,90	470,60	1076,00	389,27	1,53
* KFG/KG	0,05	0,11	0,16	0,00	0,00	0,00	0,04	0,20
= Likviditetsgrad 2	0,10	0,10	0,31	0,25	0,12	0,13	0,17	0,27

Tabell 6-4 Dekomponering likviditetsgrad 2

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

En finansiell gjeldsdekningsgrad som er større enn 1 betyr at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke finansiell gjeld. Faren for en likviditetskrise stiger hvis virksomheten har liten andel finansielle eiendeler, spesielt finansielle omløpsmidler (Knivsflå, 2017k).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{FE}}{\text{FG}}$$

Formel 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansielle eiendeler er som nevnt tidligere driftsfremmede eiendeler. Fordelen ved å likvidere finansielle eiendeler først er at driften ikke blir skadelidende. Finansiell gjeld er rentebærende gjeld og ikke en del av driftssyklusen. Oppdrettsbransjen har generelt en lav andel av finansielle eiendeler da bransjen fokuserer på drift av kjernevirksomheten innen oppdrett. Overskuddslikviditet deles ut som utbytte eller investeres i kjernevirksomheten og ikke i finansielle plasseringer. Forholdstallene viser en generell trend med lav finansiell gjeldsdekningsgrad, hvor Marine Harvest ligger lavere enn bransjegjennomsnittet. Finansiell gjeldsdekning er, som drøftet under likviditetsgrad 2, meget god på kort sikt da kortsiktig finansiell gjeld utgjør en marginal andel og kan dekkes av kontanter. Et lavt forholdstall for finansiell gjeldsdekning indikerer dermed lav risiko for Marine Harvest på kort sikt. På lengre sikt vurderes finansiell gjeldsdekning som lite risikofylt da selskapet genererer en

kontantstrøm hvor utbytte- og investeringsnivå kan tilpasses nivået på finansiell gjeld og kontantstrøm fra sysselsatt kapital.

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Marine Harvest	0,06	0,24	0,21	0,15	0,07	0,11	0,14
Bransjen	0,15	0,20	0,24	0,18	0,14	0,21	0,19

Tabell 6-5: Finansiell gjeldsdekningsgrad

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser en virksomhets evne til gjeldsdekning av rentekostnader gjennom nettoresultatet fra sysselsatt kapital (Penman, 2013, s. 686).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{NRS}{NFK} = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

Formel 6-4: Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser antall ganger selskapet kan betale rentene på selskapets gjeld, og gir dermed et anslag på selskapets sikkerhetsmargin. Høy rentedekningsgrad tilsvarer solid likviditet og god evne til å dekke rentekostnader gjennom nettoresultat fra sysselsatt kapital. Generell tommelfingerregel er at forholdstallet bør overstige 3. En negativ side ved rentedekningsgraden er at forholdstallet kun ser på dekning av rentekostnader og ikke avdrag (Knivsflå, 2017j). I år hvor låneopptaket er lavere enn avdrag bør avdrag dekkes gjennom resultatet.

Rentedekningsgraden er gjennomgående god med unntak av 2012 som generelt var et negativt år for oppdrettsnæringen. Likevel har Marine Harvest dekning for rentekostnader i et svakt år, se Tabell 6-6. Samtidig har rentenivået vært gjennomgående lavt i perioden, noe som teller positivt for oppnåelsen på rentedekningsgraden da netto finanskostnader har vært stabilt lave. Siden forholdstallet bygger på nettoresultatet fra sysselsatt kapital følger forholdstallet bransjens syklus med nedgang i 2012 og meget positive tall for 2016. Et høyt tidsvektet snitt både for Marine Harvest og bransjen indikerer solid evne til å betjene gjeld med resultat skapt av sysselsatt kapital. Imidlertid må det tas høyde for lavt rentenivå i analyseperioden.

Rentedekningsgrad	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Marine Harvest	6,82	1,69	5,39	7,91	7,61	14,83	8,04
Bransjen	7,43	1,92	7,06	9,69	8,23	16,17	9,15

Tabell 6-6: Rentedekningsgrad

6.1.5 Fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm, se Tabell 6-7, er basert på omgrupperte og justerte tall fra delkapittel 5.5. Kontantstrømanalysen viser hvor mye kontanter som blir generert gjennom sysselsatt kapital i forhold til kontantstrømmen som går til finansielle långivere (Penman, 2013, s. 685-686). I en investororientert analyse er fokuset på selskapets evne til å generere kontanter til utdeling gjennom drift og finansielle eiendeler, det vil si sysselsatt kapital, etter at investeringer er trukket fra (Knivsflå, 2017g).

$$\frac{FKS}{FKFG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK - \Delta FG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK + AVD}$$

Formel 6-5: Fri kontantstrøm

Forholdstallet for fri kontantstrøm gir bare mening i perioder hvor selskapet betaler tilbake gjeld, det vil si hvis $NFK - \Delta FG > 0$ (Knivsflå, 2017j). Marine Harvest har tatt opp store lån i analyseperioden slik at forutsetningen bare oppfylt i 3 av 6 år og vi vil derfor ikke analysere forholdstallet.

	FRI KONTANTSTRØM	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Netto driftsresultat	1 983,17	467,19	2 464,11	3 120,41	2 305,94	4 987,04
+	Unormalt netto driftsresultat	5,00	-591,22	118,71	498,57	392,19	-1 612,70
-	Endring i netto driftseiendeler	622,76	-1 398,70	5 731,08	1 006,20	3 897,38	-3 801,99
=	Fri kontantstrøm fra drift	1 365,41	1 274,67	-3 148,26	2 612,78	-1 199,25	7 176,33
+	Netto finansinntekter	10,65	-0,73	20,33	24,85	8,86	13,93
+	Unormale netto finansresultat	460,51	166,08	-387,15	-1 133,77	-368,56	-1 435,29
-	Endring i finansielle eiendeler	-72,00	972,70	453,50	-204,00	-883,50	271,42
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	1 908,58	467,32	-3 968,58	1 707,86	-675,45	5 483,55
-	Netto finanskostnad	292,18	275,62	461,02	397,56	304,05	337,22
+	Endring i finansiell gjeld	1 209,30	-1 030,00	2 871,10	2 088,70	-395,30	-1 253,56
-	Netto minoritetsresultat	5,50	4,00	7,40	3,90	0,60	-2,79
+	Endring i minoritetsinteresser	5,30	-6,80	-41,20	-11,80	-7,10	-0,72
=	Fri kontantstrøm til egenkapital	2 825,50	-849,10	-1 607,10	3 383,30	-1 382,50	3 894,83

Tabell 6-7: Fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm fra drift viser at driften i Marine Harvest genererer frie kontanter i alle år utenom 2013 og 2015 hvor selskapet gjennomfører store investeringer i drift, hvilket gir negativ kontantstrøm til drift og sysselsatt kapital. For selskap som Marine Harvest som investerer tungt i fremtidig vekst vil det være normalt med lav og negativ kontantstrøm i investeringsfasen. Investeringer i drift gjennomføres for å skape muligheter for økt fri kontantstrøm fra drift i fremtiden. Et positivt signal i så måte er at selskapet oppnår en positiv fri kontantstrøm i påfølgende år etter investeringene, men det vil foreligge en usikkerhet knyttet til fremtidig lønnsomhet.

Marine Harvest betaler renter gjennom hele analyseperioden og avdrag i 2012, 2015 og 2016. I øvrige år tar selskapet opp lån for å delvis finansiere planlagte nyinvesteringer. Fri kontantstrøm til egenkapital tilsvarer netto betalt utbytte, som er summen av utbytte og innskudd fra eiere. Marine Harvest betaler netto utbytte i 2011, 2014 og 2016.

En samlet vurdering av fri kontantstrøm over analyseperioden viser at selskapet er i en investeringsfase. Negativ kontantstrøm i enkelte år vektlegges i liten grad, da god evne til å generere positiv fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital i øvrige år styrker selskapets likviditet.

Endringen i finansielle eiendeler viser at Marine Harvest har bygget opp likvide midler gjennom analyseperioden, se Tabell 6-8. I årene 2012-2013 ble finansielle investeringer påvirket av oppkjøpet av Morpol, mens kontanter er bygget opp til et nivå som sikrer at Marine Harvest har betydelige likvide midler tilgjengelig.

Endring FE	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016
= Kontantstrøm til finansiell investering	KFI	-72	973	454	-204	-883	272
+ Inngående finansielle eiendeler	FEIB	443	371	1344	1797	1593	710
= Utgående finansielle eiendeler	FEUB	371	1344	1798	1593	710	982
Fordelt på kontanter	KON	279	335	606	1408	689	946
fordringer	FOR	0	0	0	0	0	0
investeringer	INV	92	1009	1191	185	21	35

Tabell 6-8: Endring finansielle eiendeler (merk utdrag)

Marine Harvest sin utbyttepolitikk kan beskrives som aggressiv. Generelt betaler selskapet ut overskuddslikviditet og ønsker å opprettholde en høy finansiell gearing. Således kan utbyttepolitikken representere en risiko for selskapets likviditet og evne til å betjene sine løpende gjeldsforpliktelser. Oppstillingen av egenkapitalendringer viser at Marine Harvest fra 2014 finansierer utbytte ved tilbakebetaling av tidligere innbetalt kapital, noe som øker selskapets gjeldsgrad. Selskapets utbyttepolitikk skal reflektere kontantstrømmen og et målsatt nivå på netto rentebærende gjeld som revurderes jevnlig. Pr. 2016 er målsatt nivå på 1050 millioner euro. Ved en oppnåelse av målsatt tall på rentebærende gjeld utbetales 75 % av fri kontantstrøm etter operasjonelle og finansielle forpliktelser som utbytte (Marine Harvest, 2017a, s.269).

NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Utbytte pr aksje (vedtatt)	0,80	0,00	0,225	8,30	5,20	8,60
Utbytte utbetalt	2825,40	0,00	843,30	451,40	0,00	0,00
Tilbakebetaling innbetalt kapital	0,00	0,00	0,00	2954,40	2292,60	3884,11

Tabell 6-9: Utbytte

6.1.6 Fremtidig gjeldsdekning

For å analysere faren for likviditetskrise i nær fremtid, vil vi se på Marine Harvest sin evne til rente- og avdragsdekning et år frem i tid med bruk av finansielle eiendeler og estimert fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital. Som utgangspunkt settes fri kontantstrøm til 0.

$$\text{Rente – og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{FE_t + FKS_{t+1}}{NFK_{t+1} + AVD_{t+1}}$$

Formel 6-6: Rente- og avdragsdekning i t+1

Det oppnås dekning hvis forholdstallet overstiger 1. Et beregnet forholdstall på 3,3 indikerer at Marine Harvest har finansielle eiendeler til å dekke estimerte renter og avdrag i 2017. På kort sikt vil dermed faren for gjeldsskvis være lav da selskapet har god evne til å dekke sine finansielle gjeldsforpliktelse.

Hvis et selskap kommer i konflikt med lånevilkår, kalt covenants, kan lånet betraktes som forfalt kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2017k). Det foreligger ett lånevilkår i forbindelse med Marine Harvest sin finansiering pr. 31.12.2016. Lånevilkåret er krav om 35 % egenkapitalprosent og er tilknyttet en bankfasilitet på 805 millioner euro i kreditt (Marine Harvest, 2017a). Konflikt med lånevilkår medfører i praksis gjeldsforhandlinger som kan potensielt ende i konkurs, men siden egenkapitalprosenten i Marine Harvest fremstår som solid over tid anser vi faren for brudd med lånevilkår som lav, se delkapittel 6.2.1.

Marine Harvest har pr. 31.12.2016 tre store obligasjonslån på 1250, 375 og 340 millioner Euro med forfall henholdsvis i 2018, 2019 og 2020 (Marine Harvest, 2017a). De minste obligasjonslånene er konvertible og kan omgjøres til aksjer i selskapet etter avtalte vilkår, hvor lånet til 375 millioner ble omgjort til egenkapital i 2017. Da avtalt konverteringskurs var satt lavt i forhold til utviklingen i aksjekursen, har obligasjonslånet vært en dyr finansiering for Marine Harvest. Obligasjonslånet ble omgjort til egenkapital av frykt for at en ytterligere økning i aksjekursen kunne ført til en betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer (DN.no, 2017b). Det største obligasjonslånet forfaller i 2018, men basert på fremtidig kontantstrømanalyse i kapittel 9.2.3 og utsiktene til et fortsatt godt marked innen lakseoppdrett har Marine Harvest evne til å dekke obligasjonslån ved forfall og utgjør dermed en lav risiko.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

Soliditetsanalyse fokuserer på langsiktig risiko og skal avdekke om selskapet er finansiert slik at det har evne til å tåle lengre perioder med tap (Tellefsen, 2005, s. 696). Tap blir ført mot egenkapitalen som dermed fungerer som en buffer mot fremtidig tap og konkurs (Knivsflå, 2017k). Soliditetsanalysen av Marine Harvest består av tre trinn. Selskapets egenkapitalprosent viser hvor skjermet långiverne er for tap, lønnsomhetsanalyse av netto driftsrentabilitet viser hvor utsatt egenkapitalen er for lav lønnsomhet og en statistisk finansieringsanalyse indikerer hvor risikofylt selskapet er finansiert pr. 31.12.2016.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er et viktig forholdstall for soliditeten. Ved risikoanalyse er forholdet mellom egenkapital, inkludert minoritetsinteressene, og totalkapitalen mest relevant (Knivsflå, 2017k). Forholdstallet viser dermed hvor stor andel av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapital, og en høy egenkapitalprosent vil tyde på et selskap med solid evne til å tåle nedgangstider (Tellefsen, 2005, s. 700). Minoritetsinteressene inkluderes i egenkapitalen da vi analyserer konsernet som helhet.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK + MI}{TK}$$

Formel 6-7: Egenkapitalprosent

En solid finansiering er viktig i oppdrettsbransjen siden det foreligger flere store risikofaktorer som kan medføre negativ lønnsomhet og derav tæring på egenkapitalen. Blant annet er bransjen syklisk og biologien utgjør en konstant risiko. Forholdstall viser en bransje som har god egenkapitalprosent gjennom analyseperioden, men hvor Marine Harvest har et noe lavere tidsvektet gjennomsnitt. Det kan tilskrives selskapets aggressive utbyttepolitikk. Utbyttekapasiteten må for øvrig tilpasses at det foreligger et lånevilkår til selskapets finansiering på 35 % egenkapitalprosent (Marine Harvest, 2017a). I 2016 ligger forholdstallet på 38,27 %, men vi påpeker at forholdstallet er beregnet på justerte tall. Lånevilkåret vil i praksis vurderes mot ujusterte tall som viser en egenkapitalprosent på 43,02 % i 2016. Siden selskapet har en solid egenkapitalprosent med god margin til kravet vil ikke dette forholdet problematiseres ytterligere.

Egenkapitalprosent	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Marine Harvest	47,07 %	49,37 %	46,52 %	37,81 %	43,61 %	38,27 %	42,72 %
Bransjen	45,53 %	46,38 %	47,70 %	42,98 %	45,64 %	43,33 %	45,00 %

Tabell 6-10: Egenkapitalprosent

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser virksomhetens evne til å oppnå avkastning på driftsrelatert kapital uten å måtte tære på egenkapital på grunn av svak lønnsomhet. Netto driftsrentabilitet er en underliggende kilde til egenkapitalrentabilitet, se Formel 6-8.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet (ekr)} = ndr + (ndr - nfg) * nfg$$

Formel 6-8: Egenkapitalrentabilitet. Første del netto driftsrentabilitet, mens andre del viser finansiell gearing som underliggende kilde.

Egenkapitalrentabilitet	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Marine Harvest	0,171	0,018	0,172	0,222	0,146	0,357	0,195
Bransjen	0,175	0,025	0,201	0,238	0,150	0,355	0,204

Tabell 6-11: Egenkapitalrentabilitet

$$\text{Netto driftsrentabilitet (ndr)} = \frac{NDR}{NDE_{IB} + (\Delta NDE - NDR)/2}$$

Formel 6-9: Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Marine Harvest	0,127	0,029	0,144	0,155	0,100	0,230	0,138
Bransjen	0,123	0,033	0,157	0,165	0,107	0,241	0,146

Tabell 6-12: Netto driftsrentabilitet

Egenkapitalen utgjør en buffer mot tap, og i nedgangstider vil egenkapitalen svekkes som følge av dårlig lønnsomhet dersom fullstendig nettoresultat er negativt (Knivsflå, 2017k). Netto driftsrentabilitet har vært svært god gjennom analyseperioden, samt svakt positiv i nedgangsåret 2012. Et lite faresignal er at egenkapitalrentabiliteten blir betydelig påvirket av finansiell gearing, hvilket innebærer at gjeldsfinansiering av drift er positivt gitt at lønnsomheten er god. I 2012 er finansiell gearing negativ siden netto driftsrentabilitet er lavere enn gjeldsrenten og således en byrde for soliditeten.

Sammenlignet med bransjegjennomsnittet har Marine Harvest en noe lavere rentabilitet med unntak av 2011. I delkapittel 8.2 utføres en utdypende analyse av netto driftsrentabilitet.

6.2.3 Kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse

Risikoen forbundet med kapitalstrukturen til Marine Harvest analyseres med en statisk finansieringsanalyse. Analysen viser hvordan eiendelene i virksomheten er finansiert med kapital på et gitt tidspunkt, som i vår analyse er utgående balanse for 2016. Eiendelene rangeres etter illikviditet, mens kapital rangeres etter langsiktighet. For en virksomhet vil en høy egenkapitalfinansiering og en langsiktig gjeldsfinansiering innebære en lavere risiko sammenlignet med en kortsiktig gjeldsfinansiering (Knivsflå, 2017k).

Marine Harvest (MNOK)	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	14250,83 (69,54 %)	8,18 (0,04 %)	6234,23 (30,42 %)				20493,24 (55 %)
FAM			3,63 (100 %)				3,63 (0,01 %)
DOM			77,23 (0,49 %)	9026,33 (57,18 %)	6682,97 (42,33 %)		15786,54 (42,37 %)
FOM					976,78 (99,91 %)	0,91 (0,09 %)	977,69 (2,62 %)
Totalkapital	14250,83 (38,25 %)	8,18 (0,02 %)	6315,1 (16,95 %)	9026,33 (24,22 %)	7659,75 (20,56 %)	0,91 (0,00 %)	37261,1 (100 %)

Tabell 6-13: Statisk finansieringsmatrise Marine Harvest

Bransjen (MNOK)	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	32191,64 (74,37 %)	1082,29 (2,50 %)	10012,58 (23,13 %)				43286,51 (56,36 %)
FAM			9,25 (100 %)				9,25 (0,01 %)
DOM			54,11 (0,18 %)	17237,23 (58,42 %)	12216,07 (41,40 %)		29507,41 (38,42 %)
FOM					2034,49 (50,91 %)	1961,58 (49,09 %)	3996,07 (5,20 %)
Totalkapital	32191,64 (41,92 %)	1082,29 (1,41 %)	10075,94 (13,12 %)	17237,23 (22,44 %)	14250,55 (18,56 %)	1961,58 (2,55 %)	76799,24 (100 %)

Tabell 6-14: Statisk finansieringsmatrise bransje

Kapitalstrukturen mellom Marine Harvest og bransjen er relativ sammenlignbar. Bransjen har pr. 31.12.2016 en noe høyere egenkapitalandel. Det er positivt at majoriteten av gjeld er finansiert langsiktig, med en relativt lav gjeldsandel som er rentebærende. Det kan anses som positivt for Marine Harvest, som i tillegg har en svært lav andel kortsiktig finansiell gjeld sammenlignet med bransjen.

Finansieringsmatrisen viser at driftsrelaterte anleggsmidler i Marine Harvest er gunstig finansiert hvor en stor andel dekkes av egenkapital og resten med langsiktig kapital. Finansielle anleggsmidler utgjør en veldig lav andel i Marine Harvest og er langsiktig finansiert. Bransjen er marginalt mer gunstig finansiert med høyere egenkapitalandel.

Av driftsrelaterte omløpsmidler i Marine Harvest er 57,67 % finansiert med langsiktig kapital, mens kortsiktig ikke-rentebærende gjeld dekker resten. Finansieringen er sammenlignbar med bransjen, men Marine Harvest har en lavere andel finansielle omløpsmidler som er finansiert med kortsiktig rentebærende gjeld.

En samlet vurdering av finansieringsmatrisen tilsier et det er knyttet lav risiko til finansieringen av eiendelene til Marine Harvest og bransjen for øvrig.

6.3 Syntetisk rating

Risikoanalysen av likviditet og soliditet oppsummeres gjennom en karakter på kredittrisikoen ved syntetisk rating. Kredittrating utføres vanligvis i regi av autoriserte virksomheter som spesialiserer seg på kredittvurdering, som for eksempel Standard & Poor`s, Moody`s og Fitch. Marine Harvest har pr. 01.05.2017 ikke en kredittrating registrert hos nevnte kredittvurderingsselskap. Skyggerating er en annen fremgangsmåte for å innhente en alternativ rating av Marine Harvest, men er omdiskutert da det er uautorisert rating. Skyggerating kan for eksempel innebære at verdipapirforetak publiserer sin kredittrating av en obligasjonsutsteders kredittverdighet basert på autoriserte selskap sine ratingskalaer (Finans Norge, 2017). DNB Markets har i en kredittvurdering pr. 30. september 2016 vurdert Marine Harvest til rating BB+ (DNB Markets, 2016, s.155).

Ved å gjennomføre syntetisk rating utføres en egen kredittvurdering av Marine Harvest og bransjegjennomsnittet hvor utviklingen til fire forholdstall gir en indikasjon på endelig rating. Kredittvurderingen baseres på en matrise utarbeidet av Knivsflå (2017k), se Tabell 6-15. I matrisen benyttes en karakterskala hvor AAA er beste karakter og D er svakest.

Rating	Likviditets- grad 1	Rente- dekningsgrad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet	Konkurs- sannsynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0000
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0002
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0008
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0026
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0097
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0493
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261
	0,550	-0,345	0,105	-0,016	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,020	0,2796
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,5099
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,8554

Tabell 6-15: Rating (Fritt etter Knivsflå)

Marine Harvest	2011	2012	2013	2014	2015	2016	VEKTET
Likviditetsgrad 1	A	A	A	A	A	BBB	A
Rentedekningsgrad	AA	BBB	AA	AA	AA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	BBB	B	A	A	BBB	AA	A
Gjennomsnittsrating	A-	BBB-	A	A-	A-	A+	A

Tabell 6-16: Syntetisk rating Marine Harvest

Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016	VEKTET
Likviditetsgrad 1	A	BBB	A	A	A	BBB	A
Rentedekningsgrad	AA	BBB	AA	AA	AA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	BBB	B	A	A	BBB	AA	A
Gjennomsnittsrating	A-	BBB-	A	A	A-	A+	A

Tabell 6-17: Syntetisk rating bransje

Forholdstallene til Marine Harvest indikerer en karakter på A, noe som er en meget bra rating. Bransjegjennomsnittet oppnår en rating på A da Marine Harvest og bransjen har tilnærmet like ratingkarakterer på likviditet og soliditet. Til sammenligning er den vanligste karakteren BBB (Knivsfå, 2017j).

Forholdstallene er basert på justert finansregnskap hvor biologiske eiendeler er justert fra virkelig verdi til historisk kost. I en kreditoranalyse vil virkelige verdier på omløpsmidlene være mer relevant, og vi gjennomfører derfor en sensitivitetsanalyse basert på ujusterte tall, se Tabell 6-18. Basert på ujusterte tall svekkes rating for Marine Harvest marginalt da en lavere netto driftsrentabilitet indikerer økt risiko for tæring på egenkapitalen og en svekket soliditet. For bransjen er ratingen uendret med ujusterte tall.

Sensitivitetsanalyse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:	Rating:	Bransjen:	Rating:
Likviditetsgrad 1	3,40	2,92	3,23	3,22	3,35	3,03	3,17	A	2,89	A
Rentedekningsgrad	6,82	1,69	5,39	7,91	7,61	14,83	8,04	AA	9,15	AA
Egenkapitalprosent	0,476	0,501	0,485	0,398	0,452	0,430	0,450	BBB	0,471	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,12	0,03	0,13	0,14	0,09	0,20	0,125	BBB	0,133	A
							Snitt:	A-	Snitt:	A

Tabell 6-18: Sensitivitetsanalyse syntetisk rating

Endelig rating til Marine Harvest og bransjegjennomsnittet baseres på en samlet risikoanalyse. Likviditetsanalysen viser en god evne til gjeldsdekning selv om selskapet investerer tungt i fremtidig vekst. Tunge investeringer gir høyere risiko da investeringene kan mislykkes og gjeldsfinansieringen øker. Soliditetsanalysen avdekker solid egenkapitalprosent, god lønnsomhet og en gunstig finansiering.

Den strategiske risikoanalysen ble oppsummert i SWOT analysen i delkapittel 4.4.4. Av den strategiske analysen fremkommer det en bransje med god lønnsomhet som er effektivt beskyttet for konkurranse gjennom inngangsbarrierene som spesielt konsesjonssystemet skaper. Lønnsomheten i bransjen har historisk vært syklisk da lønnsomheten er tett korrelert med en tilbudsrevet laksepris. Marine Harvest er avhengig av en fortsatt høy etterspørsel etter laks da selskapet ikke har andre produktområder, mens biologiske utfordringer er et kontinuerlig risikoelement som kan få store konsekvenser for lønnsomheten i bransjen.

Vår vurdering er at bransjens risikoeksponering for volatile laksepriser og biologiske utfordringer er av en slik størrelse at en rating på A ikke reflekterer kredittrisikoen tilstrekkelig. Vi overstyrer dermed syntetisk rating og konkluderer basert på samlet risikoanalyse med BBB rating. Risikoelementene er i stor grad også representative for bransjen, noe som innebærer at vi konkluderer med BBB+ rating for bransjen.

Med utgangspunkt i Tabell 6-15 tilsvarer rating BBB en lav konkurssannsynlighet på 0,26 % for Marine Harvest.

7. Historiske avkastningskrav

Avkastningskravet for en investering er prisen på kapitalen da investorer krever en avkastning som er minst like stor som investeringer med tilsvarende risiko og betingelser (Berk og DeMarzo, 2017, s. 378). I dette kapitlet beregner vi historiske avkastningskrav som blir benyttet som målestokk for rentabilitet i kapittel 8. Avkastningskravene utarbeides på grunnlag av historiske regnskapstall gjennom analyseperioden.

7.1 Teori for fastsettelse av avkastningskrav

Vi benytter to kjente modeller for estimering av historiske avkastningskrav, henholdsvis vektet kapitalavkastningskrav (WACC) og kapitalverdimodellen (CAPM).

7.1.1 Vektet kapitalavkastningskrav - WACC

Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 152) er total kapitalavkastningskravet et selskaps vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Et selskap er finansiert med flere kilder som bærer ulik risiko og forventet avkastning, hvor avkastningskravet til finansieringskildene måles mot alternative investeringer med samme risiko. For å kunne beregne avkastningskravet til netto driftskapital, vektet finansieringskildene basert på verdi og forventet avkastning.

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

Formel 7-1: Vektet avkastningskrav til netto driftskapital. Avkastningskravet er vektet med justerte, balanseførte verdier.

For å sikre konsistens med analysen i kapittel 8 hvor rentabiliteten blir utregnet på basis av gjennomsnittlig kapital og justert for opptjent kapital i året, blir vektene i kapittel 7 utregnet tilsvarende:

$$\text{Inngående kapital (IB)} + \frac{\text{endring i kapital} - \text{nettoresultat til kapital}}{2}$$

Formel 7-2: Gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital

7.1.2 Kapitalverdimodellen – CAPM

Kapitalverdimodellen er en praktisk metode for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen på investeringer med tilsvarende risiko. Forutsetningen for modellen er

effisiente kapitalmarkeder med veldiversifiserte investorer som kun får betalt for å bære systematisk markedsrisiko. I modellen vil derfor investeringer med tilsvarende sensitivitet for markedsrisiko inneholde samme risiko. Markedsrisiko måles av beta og er den eneste faktoren i modellen som påvirker avkastningskravet for individuelle investeringer ved at kravet blir skalert i samsvar med hvor sensitiv beta er for markedsavkastningen (Berk og DeMarzo, 2017, s. 440). Modellen er kritisert på grunn av at forutsetningene anses for å være urealistiske, da markedssvikt innebærer at avkastningskravet undervurderes siden selskaps-spesifikk risiko er relevant i praksis. Det finnes alternative modeller, men vi velger å benytte kapitalverdimodellen da modellen er en av de mest brukte i praksis, og alternativene ikke er praktisk anvendbare og ikke medfører en vesentlig større forklaringskraft (Kaldestad og Møller, 2016, s. 183).

Siden kapitalmarkedene i praksis har preg av markedssvikt, vil investorer kreve en ekstra risikopremie. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 171) skal illikviditetspremien kompensere en investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering som kan medføre at investor ikke oppnår full pris for aksjen i markedet. Illikviditetspremien er systematisk ved markedssvikt og kommer dermed inn som en ekstra faktor i beregningen av avkastningskravet. I praksis vil dermed illikviditetspremien være en samlepost for faktorer som ikke dekkes av kapitalverdimodellens forutsetninger (Knivsflå, 2017m).

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

Formel 7-3: Kapitalverdimodellen for avkastningskravet på egenkapital. Egenkapitalkravet, ekk, består av risikofri rente, egenkapitalbeta, markedets risikopremie og illikviditetspremien.

I kapittel 8 vil vi beregne egenkapitalrentabiliteten, ekr, som er nominell rente etter skatt. For å skape konsistens mellom rentabilitet og krav beregnes risikofri rente og markedets risikopremie etter skatt.

Minoritetsinteressene er egenkapital i konsernet ved å eie mellom 0 og 50 % av datterselskapene, og er egenkapitalinvesteringer som således kan være mer innelåst enn majoriteten. Minoriteten kan dermed ha en større illikviditetsrisiko som avhenger av grad av innlåsing eller illikviditet av aksjen. Det må dermed beregnes en egen illikviditetspremie for minoritetsinteressene (Knivsflå, 2017m).

$$mik = ekk_{CAPM} + ilp_{MI}$$

Formel 7-4: Minoritetskravet (med forutsetning om at $\beta_{EK} = \beta_{MI}$.)

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

I dette delkapittelet estimerer vi historisk avkastningskrav til egenkapital og minoritet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen.

7.2.1 Risikofri rente

Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s.156) må alle investeringsprosjekt som et minimumskrav, gi bedre avkastning enn den risikofrie renten som er en hypotetisk avkastning på verdipapirer som ikke har konkurs- eller mislighetsrisiko, se Formel 7-5.

$$r_f * (1 - s)$$

Formel 7-5: Risikofri rente etter skatt, der s er selskapsskattesatsen.

Som mål på den risikofrie renten kan vi benytte oss av obligasjonsrenten på norske statsobligasjoner eller Nibor renten. Norske statsobligasjoner baseres på en langsiktig rente med fradrag for en risikopremie lik AAA-rating. Nibor-renten baseres på en kortsiktig 3 måneders effektiv lånerente mellom bankene med fradrag for en kredittrisikopremie på gjennomsnittlig rating i bank som er AA (Knivsflå, 2017m).

Vi har valgt å benytte kredittrisikopremien som er beregnet av Knivsflå (2017m), hvor Nibor brukes som mål på risikofri rente. Tidsvektet gjennomsnittrente blir 0,95 %. Rentenivået har vært fallende gjennom analyseperioden som følge av redusert Nibor-rente og skattesats. Renten for 10-årige statsobligasjoner fra Norges Bank (2017a) er på 1,33 % til sammenligning.

Risikofri rente	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor-rente, 3 måneder	0,0260	0,0210	0,0180	0,0170	0,0140	0,0130	0,0180
- Kredittrisikopremie	0,0060	0,0060	0,0060	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050
= Risikofri rente før skatt	0,0200	0,0150	0,0120	0,0120	0,0090	0,0080	0,0130
- Skatt(25/27/28 %)	0,0056	0,0042	0,0034	0,0032	0,0024	0,0020	0,0035
= Risikofri rente etter skatt	0,0144	0,0108	0,0086	0,0088	0,0066	0,0060	0,0095

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt

7.2.2 Egenkapitalbeta

Beregningen av egenkapitalbeta utføres i to steg. Først finner vi gjennomsnittlig justert egenkapitalbeta til Marine Harvest og bransjen gjennom regresjonsanalyse. I neste steg estimeres årlig justert egenkapitalbeta.

Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta måler en aksje sin sensitivitet relativt til markedsporteføljen, og hvor eksponert en aksje er for systematisk markedsrisiko. Gjennomsnittet av aksjemarkedet har en beta på 1, og er målestokken for en aksje sin risiko målt i prosentvise endringer. Hvis en aksje har en beta på 1,25 og markedet er opp (ned) 1 %, vil en aksje med en beta på 1,25 mot markedet gå opp (ned) 1,25 % (Berk og DeMarzo, 2017, s.445). En beta på 0 vil tilsvare en risikofri aksje. Det er dermed en aksje sin relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet som er grunnlaget for et selskaps beta og definerer aksjens risiko mot markedsporteføljen.

Matematisk blir beta utregnet ved å dele kovariansen, det vil si samvariansen mellom aksjen og aksjemarkedet, på variansen i aksjemarkedet (Kaldestad og Møller, 2016, s. 160).

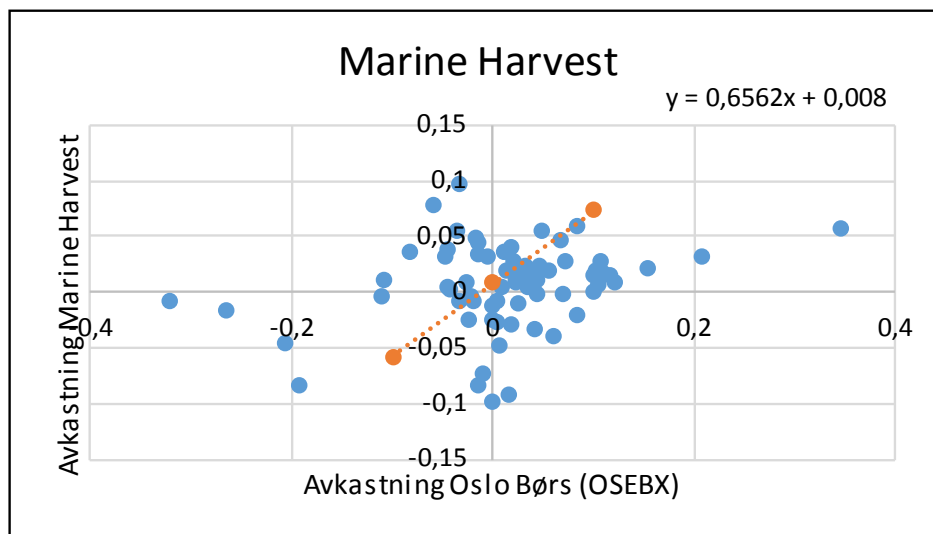
For børsnoterte virksomheter som Marine Harvest kan beta estimeres på grunnlag av historiske kursdata da aksjebeta har en tendens til å være relativt stabil over tid (Berk og DeMarzo, 2017, s. 445). Vi beregnet beta til Marine Harvest og komparative selskap ved å utføre en regresjonsanalyse mellom selskapet og utvalgt markedsindeks. Historiske kursdata ble innhentet fra Datastream med månedlige observasjoner av aksjekursene og markedsindeksen, noe som tilsvarer 71 observasjoner over perioden 31.01.2011-30.12.2016. En fordel med å velge en lang analyseperiode er at samvariasjonen mellom selskapet og indeksen gjennom konjunkturer kommer tydeligere frem, da selskapsspesifikke hendelser kan påvirke betaen på kort sikt. Oslo Børs sin hovedindeks, OSEBX, benyttes som markedsindeks da samtlige selskap i utvalget vårt er notert på Oslo Børs. En kritikk mot å velge Oslo Børs som markedsindeks er den tunge eksponeringen mot oljerelatert industri. Det medfører en feilkilde til selskapenes beta, da oljeselskapenes beta i stor grad måles mot egen sektor og andre selskaper måles mot en oljeindeks (Kaldestad og Møller, 2016, s. 162). I regresjonsanalysen estimeres egenkapitalbeta ved bruk av markedsmodellen:

$$r_{MH} = \alpha + \beta_{EK} * r_{OSEBX} + \varepsilon$$

Formel 7-6: Markedsmodellen. I modellen er r månedlig børsavkastning over analyseperioden for henholdsvis Marine Harvest og Oslo Børs som børsindeks, ε er feilleddet, mens α og β er koeffisientene.

Regresjonsanalysen til Marine Harvest vises i Figur 7-1, mens fullstendige data finnes i vedlegg 1. R^2 i regresjonsanalysen viser en forklaringskraft på 6,81 %. Det tilsvarer hvor stor del av risikoen ved Marine Harvest sin avkastning som kan forklares av generell markedsrisiko. Risikoen i Marine Harvest er derfor i stor grad knyttet til selskapsspesifikk

risiko, hvilket samsvarer godt med tidligere drøfting om at avkastningen i oppdrettsbransjen er tett korrelert med utviklingen i lakseprisen.



Figur 7-1: Regresjonsanalyse Beta

Regresjonsanalysen estimerer en historisk egenkapitalbeta på 0,656. Datastream oppgir beta på Marine Harvest på 0,547, mens Dagens Næringsliv oppgir en beta pr. 11.04.2017 på 0,3943 med 1 års kursdata. Avvik i estimatene kan ha sin forklaring i ulik analyseperiode og ulikt intervall mellom målingene.

Vi velger å normalisere estimatet fra regresjonsanalysen ved å gjennomføre en justering av beta for å gjøre estimatet mindre ekstremt. Justering kan ifølge Kaldestad og Møller (2016) begrunnes med antagelser om at beta går mot 1 eller at kapitalverdimodellen overvurderer forskjellene i avkastningskrav mellom høy- og lavbetaselskaper. Vektingen av justert beta utføres som følgende: $(2/3) * \beta + (1/3) * 1,000$. Justert beta for Marine Harvest blir dermed 0,77, noe som er gjennomsnittsestimatet for analyseperioden.

Siden Oslo Børs er sterkt knyttet til oljeindustrien, hvor svingningene i oljeprisen har vært betydelige i analyseperioden vår, kan en beta under 1 i oppdrettsnæringen virke rimelig. Regresjonsanalysene av komparative virksomheter støtter dette argumentet da det vektete snittet av bransjen har en justert beta på 0,85. Vektingen av selskapene er etter størrelse på netto driftskapital siden spennet i selskapenes størrelse er betydelig.

	Marine Harvest	Lerøy Seafood	SalMar	Grieg Seafood	Vektet snitt:
Justert egenkapitalbeta	0,7708016	0,9101537	0,8478581	1,0776602	0,8457840

Tabell 7-2: Justert egenkapitalbeta bransje

Årlig egenkapitalbeta

Justert gjennomsnittstimat på egenkapitalbeta for Marine Harvest er beregnet til 0,77, mens årlig egenkapitalbeta er ukjent. Den kan beregnes som en residualpost ved estimatet på netto driftsbeta som blir beregnet i delkapittel 7.4.1. Netto driftsbeta blir beregnet ved vekting av egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld (Knivsfå, 2017m).

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

Formel 7-7: Netto driftsbeta

Netto driftsbeta blir i delkapittel 7.4.1 beregnet til 0,471. Miller-Modiglianis første proposisjon sier at «verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen» forutsatt perfekte kapitalmarkeder (Berk og DeMarzo, 2017, s. 525). Siden verdien av netto driftskapital ifølge proposisjonen er konstant, uavhengig av finansieringen, kan vi også forutsette at netto driftsbeta vil være konstant over analyseperioden. Et unntak for proposisjonen er for selskaper i finansiell krise (Knivsfå, 2017m). Egenkapitalbeta blir dermed eneste ukjente faktor i formelen for netto driftsbeta på årlig basis og kan beregnes, se Formel 7-8.

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

Formel 7-8: Egenkapitalbeta

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Egenkapitalbeta	0,74	0,76	0,77	0,78	0,78	0,78	0,77

Tabell 7-3: Årlig egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta påvirkes av finansiell gearing, jf. Miller-Modiglianis andre proposisjon som sier at “avkastningskravet på egenkapitalen øker med selskapets gjeldsgrad” (Berk og DeMarzo, 2017, s. 531). Det tilsvarer at selskapets finansielle gearing gjennom analyseperioden vil påvirke egenkapitalbeta da gjeldsgraden ikke er konstant og dermed får utslag på aksjonærenes risiko.

7.2.3 Markedets risikopremie

Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 166) er markedets risikopremie det finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få i meravkastning sammenlignet med risikofri rente. Markedets risikopremie utgjør kompensasjonen investorene krever for å bære systematisk markedsrisiko i forhold til beta (Berk og DeMarzo, 2017, s. 440).

$$\text{Markedets risikopremie (mrp)} = r_m - r_f * (1 - s)$$

Formel 7-9: Markedets risikopremie (mrp) etter skatt

Estimat på markedets risikopremie fra professor Thore Johnsen ved NHH og revisjonsselskapet PWC indikerer en markedsrisikopremie på 4,5 - 5 % (Knivsflå, 2017l). Knivsflå (2017l) har beregnet et estimat for markedsrisikopremien som vi har valgt å benytte til våre beregninger, se Tabell 7-4.

For å finne nominell risikopremie etter skatt analyseres realisert risikopremie i aksjemarkedet over analyseperioden for egenkapitalrentabiliteten. Markedsrisikopremien varierer noe over analyseperioden som følge av at den må normaliseres i likhet med egenkapitalrentabiliteten i kapittel 8. Estimater beregnes som gjennomsnittlig geometrisk avkastning utover risikofri rente. På kort sikt har gjennomsnittlig risikopremie utover risikofri rente i analyseperioden 2011-2016 vært 4 % og vektet ¼ for perioden 1995-2016. På lang sikt er gjennomsnittlig normalisert risikopremie 5,2 %, med et gjennomsnitt på 5,1 % for analyseperioden 2011-2016 og vektet ¾ for perioden 1958-2016 (Knivsflå, 2017m). Risikopremien blir estimert til et tidsvektet gjennomsnitt på 4,8 %, noe som virker rimelig ut fra vurderingene til PWC og Thore Johnsen.

	Markedsrisikopremien	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
	Årlig risikopremie 95-t	0,037	0,039	0,041	0,04	0,041	0,041	0,04
*	Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
+	Årlig risikopremie 58-t	0,05	0,051	0,051	0,051	0,052	0,052	0,051
*	Vekt	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
=	Løpende risikopremie (mrp)	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048

Tabell 7-4: Markedsrisikopremien

7.2.4 Illikviditetspremie

Marine Harvest er en av de mest likvide aksjene på Oslo Børs med et spredt eierskap hvor John Fredriksen kontrollerer 15,55 % av aksjene som største aksjonær. Det indikerer en lav illikviditetspremie for majoriteten da risikoen for å bli innelåst i aksjen er svært lav. Etter skjønnsmessig vurdering settes premien til 0,3 % som følge av selskapsspesifikk risiko, og det tas høyde for eierskatter som øker illikviditetspremien. Samlet illikviditetspremie for majoriteten blir dermed 0,5 %. De komparative selskapene har en eierstruktur med en dominerende aksjonær på rundt 50 % og antas å være mindre likvide. Det kan indikere at innlåsningsrisikoen er større for aksjonærene i komparative selskap enn i Marine Harvest. Vi velger likevel å holde illikviditetspremien uendret for bransjen da alle selskapene er notert på OBX indeksen til Oslo Børs over 25 mest likvide aksjer.

Som minoritetsiere i datterselskapene til Marine Harvest har minoritetsinteressene en høyere innlåsningsrisiko enn majoriteten. Det indikerer at aksjene til minoritetsinteressene er mindre attraktive i markedet som et resultat av at majoriteten i Marine Harvest kontrollerer datterselskapene. Dermed blir illikviditetspremien til minoritet skjønnsmessig estimert til 2,2 % i Marine Harvest og bransjen, inkludert eierskatter.

ILLIKVIDITET EKK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Illikviditetspremie - basispremie	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
+ Virkning av utbytte- og gevinstskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
+ Virkning av formuesskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
= Samlet illikviditetspremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005

ILLIKVIDITET MIK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Illikviditetspremie - basispremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
+ Virkning av utbytte- og gevinstskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
+ Virkning av formuesskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
= Samlet illikviditetspremie	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022

Tabell 7-5: Illikviditetspremie

7.2.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Historisk avkastningskrav for egenkapitalen i Marine Harvest beregnes ved å sette inn estimat i kapitalverdimodellen og legge til illikviditetspremien for majoritet.

Egenkapitalkrav	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Nibor-rente, 3 måneder	0,026	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,018
- Kreditttrisikopremie i bank	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,02	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,013
- Skatt (28/27/25 %)	0,006	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,010
+ Justert egenkapitalbeta	0,74	0,76	0,77	0,78	0,78	0,78	0,77
* Risikopremie etter skatt	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048
= Egenkapitalkrav - CAPM	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,05
+ Illikviditetspremie majoritet	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,054	0,052	0,051	0,051	0,050	0,049	0,051

Tabell 7-6: Egenkapitalkrav Marine Harvest

Vårt estimat på gjennomsnittlig egenkapitalkrav er 5,1 % ved bruk av kapitalverdimodellen. Egenkapitalkravet blir benyttet som målestokk mot egenkapitalrentabilitet, og dermed måling av superrentabilitet i kapittel 8.

Avkastningskravet til minoritetsinteressene følger av kapitalverdimodellen, men det er estimert en større illikviditetspremie sammenlignet med majoriteten jf. avsnitt 7.2.4.

Minoritetskrav	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Egenkapitalkrav - CAPM	0,049	0,047	0,046	0,046	0,045	0,044	0,046
+ Illikviditetspremie minoritet	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
= Minoritetskrav etter skatt	0,071	0,069	0,068	0,068	0,067	0,066	0,068

Tabell 7-7: Minoritetskrav Marine Harvest

7.3 Finansielle krav

Krav til netto finansiell gjeld beregnes ved at vektet finansielt eiendelskrav fratrekkes vektet finansielt gjeldskrav. For å beregne netto finansielt gjeldskrav må først kravene til finansiell gjeld og eiendeler beregnes (Knivsflå, 2017m).

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

Formel 7-10: Netto finansielt gjeldskrav

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Finansiell gjeld består av selskapets rentebærende gjeld, og er i stor grad langsiktig gjeld. Det finansielle gjeldskravet reflekterer selskapets kostnad ved å ta opp finansiell gjeld og blir vurdert av långiverne ut fra risikofri rente og en kredittrisikopremie (krp). Kredittrisikopremien skal kompensere långiverne for forventet systematisk kostnad som følge av risikoen for tap hvis lån og rentebetalinger blir misligholdt (Knivsflå, 2017m).

$$fgk = r_f * (1 - s) + krp$$

Formel 7-11: Finansielt gjeldskrav

Risikofri rente tilsvarende beregningen i kapitalverdimodellen. Kredittrisikopremien fastsettes med utgangspunkt i selskapets rating fra delkapittel 6.3. Vi benytter oss av estimatene til Knivsflå (2017m) på normal kredittrisikopremie etter skatt. Kredittrisikopremien påvirkes av «gjennomsnittlig» gjenværende løpetid på selskapets lån da det foreligger en større konkursrisiko på lang sikt (Knivsflå, 2017m). Siden Marine Harvest sin finansielle gjeld består av 97,21 % langsiktig gjeld, benytter vi langsiktig kredittrisikopremie på 1,4 % i våre beregninger.

Finansielt gjeldskrav	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,010
+ Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,028	0,025	0,023	0,023	0,021	0,020	0,024

Tabell 7-8: Finansielt gjeldskrav

Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta måler långivernes systematiske risiko, se Formel 7-12:

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

Formel 7-12: Finansiell gjeldsbeta. Implisitt finansiell gjeldsbeta er lik kredittrisikopremien delt på markedspremien multiplisert med markedsrisikodelen.

Markedsrisikodelen tilsvarer konkurrisikoen fra den generelle økonomien, og skal ligge mellom 0 og 1 (Knivsflå, 2017m). For å finne en passende markedsrisikodel, har vi brukt R² fra regresjonsanalysen med en skjønnsmessig vurdert justeringsfaktor på 1/3. Det tilsvarer en markedsrisikodel på 0,023.

Finansiell gjeldsbeta	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ Markedspremie	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048
= Finansiell gjeldsbeta når mrd=1	0,299	0,292	0,289	0,290	0,284	0,284	0,290
Markedsrisikodel EK	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068
* Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
= Finansiell gjeldsbeta	0,007	0,007	0,007	0,007	0,006	0,006	0,007

Tabell 7-9: Finansiell gjeldsbeta

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler er investeringer som ikke er driftsrelatert og kan ikke knyttes til selskapets kjernevirksomhet. Finansielle eiendeler er likvider som raskt kan benyttes til å betale ned på finansiell gjeld, og inndeles i kontanter, fordringer og investeringer (Knivsflå, 2017m). Finansielt eiendelskrav blir vektet etter relativ vekt av finansielle eiendeler, se Formel 7-13.

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * 1 - s) + krp) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE}$$

Formel 7-13: Finansielt eiendelskrav

Kravet til avkastning på finansielle eiendeler har noen forutsetninger. Kontantene forutsettes å være risikofri, slik at kravet til kontanter settes til risikofri rente etter skatt. Finansielle fordringer vil være utsatt for kredittrisiko med rating BBB og tillegges en kort kredittrisikopremie på 1 %. Investeringer tillegges markedsrisikopremien for å kompensere for alternativkostnaden til den investerte kapitalen og det ses bort fra illikviditetspremien som settes til 0 (Knivsflå, 2017m).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Finansielt eiendelskrav	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,009
Kontantkrav	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,009
* Kontantvekt	0,752	0,249	0,337	0,884	0,970	0,964	0,693
+ Fordringskrav	0,024	0,021	0,019	0,019	0,017	0,016	0,019
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav	0,061	0,059	0,057	0,057	0,056	0,055	0,058
* Investeringsvekt	0,248	0,751	0,663	0,116	0,030	0,036	0,307
= Finansielt eiendelskrav	0,026	0,047	0,041	0,014	0,008	0,008	0,024

Tabell 7-10: Finansielt eiendelskrav

Finansiell eiendelsbeta

For å finne beta til finansielle eiendeler må først beta for finansielle fordringer beregnes. Det forutsettes videre i beregningene at kontanter er risikofrie, finansielle fordringer har kredittrisiko, mens finansielle investeringer har beta tilnærmet lik 1 (Knivsflå, 2017m).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Finansiell eiendelsbeta	0,248	0,751	0,663	0,116	0,030	0,036	0,307
Rating fordringer, gjennomsnitt	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
- Lang kredittrisiko-premie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
- Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= Kort kredittrisiko-premie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedspremien	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048
= Fordringsbeta når mrd=1	0,214	0,208	0,206	0,207	0,203	0,203	0,207
* Markedsrisikodel	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
= Fordringsbeta	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,752	0,249	0,337	0,884	0,970	0,964	0,693
+ Fordringsbeta	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,248	0,751	0,663	0,116	0,030	0,036	0,307
= Finansiell eiendelsbeta	0,248	0,751	0,663	0,116	0,030	0,036	0,307

Tabell 7-11: Finansiell eiendelsbeta

Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav beregnes ved å vekte kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vektingen er utført i samsvar med senere beregninger ved gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital i året.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Netto finansielt gjeldskrav	0,028	0,025	0,023	0,023	0,021	0,020	0,024
Krav til finansiell gjeld	0,028	0,025	0,023	0,023	0,021	0,020	0,024
* Finansiell gjeldsvekt	1,072	1,164	1,291	1,217	1,125	1,097	1,161
- Krav til finansielle eiendeler	0,026	0,047	0,041	0,014	0,008	0,008	0,024
* Finansiell eiendelsvekt	0,072	0,164	0,291	0,217	0,125	0,097	0,161
= Netto finansielt gjeldskrav	0,029	0,021	0,017	0,025	0,022	0,021	0,023

Tabell 7-12: Netto finansielt gjeldskrav

Gjennomsnittlig krav til netto finansiell gjeld i analyseperioden blir 2,3 %. Kravet er redusert gjennom perioden til 2,1 % i 2016. Hovedårsaken til reduksjonen ligger i 2012-2013 hvor oppkjøpet av Morpol ble gjennomført. I denne perioden ble betydelige andeler aksjer og eiendeler kjøpt og solgt, slik at kravene til finansiell gjeld og eiendeler ble påvirket. En annen medvirkende årsak er fallet i risikofri rente gjennom analyseperioden.

Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta finnes gjennom vektning av finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Netto finansiell gjeldsbeta blir negativ gjennom perioden da finansiell eiendelsbeta for Marine Harvest historisk har hatt en høyere risiko enn finansiell gjeldsbeta. Det gjelder spesielt i 2012 og 2013 med oppkjøpet av Morpol hvor finansielle investeringer hadde en stor andel. Beta har etter oppkjøpet hatt en positiv trend og er marginalt positiv.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Netto finansiell gjeldsbeta							
Finansiell gjeldsbeta	0,007	0,007	0,007	0,007	0,006	0,006	0,007
* Finansiell gjeldsvekt	1,072	1,164	1,291	1,217	1,125	1,097	1,161
- Finansiell eiendelsbeta	0,248	0,751	0,663	0,116	0,030	0,036	0,307
* Finansiell eiendelsvekt	0,072	0,164	0,291	0,217	0,125	0,097	0,161
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,011	-0,115	-0,184	-0,017	0,003	0,004	-0,053

Tabell 7-13: Netto finansiell gjeldsbeta

7.4 Selskapskrav

Marine Harvest sitt selskapskrav blir beregnet med kravet til netto driftskapital. Et alternativ ville vært å beregne selskapskravet med sysselsatt kapitalkrav.

7.4.1 Netto driftsbeta

Beta til netto driftskapital blir fastsatt gjennom vektning av egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld med netto driftskapital. Gjennomsnittlig egenkapitalbeta ble beregnet i delkapittel 7.2.2. Som nevnt tidligere vil netto driftsbeta være konstant gjennom perioden da verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen, jf. Miller-Modigliani (1958). Med en forutsetning om at $\beta_{EK} = \beta_{MI}$ blir netto driftsbeta dermed beregnet til 0,471. Den årlige egenkapitalbetaen blir eneste ukjente faktor, og blir beregnet som en residual etter formel i delkapittel 7.2.2.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Netto driftsbeta							
Egenkapitalbeta	0,741	0,758	0,770	0,776	0,781	0,780	0,77
* EK/NDK	0,636	0,667	0,684	0,614	0,600	0,601	0,634
+ Egenkapitalbeta	0,741	0,758	0,770	0,776	0,781	0,780	0,77
* MI/NDK	0,005	0,004	0,003	0,001	0,001	0,000	0,002
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,011	-0,115	-0,184	-0,017	0,003	0,004	-0,053
* NFG/NDK	0,359	0,329	0,313	0,385	0,399	0,398	0,364
= Netto driftsbeta	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471

Tabell 7-14: Netto driftsbeta

7.4.2 Netto driftskrav

Kravet til avkastning på netto driftskapital er et vektet avkastningskrav (WACC) jf. delkapittel 7.1.1. Vektingen av tidligere estimerte krav til egenkapital, minoritet og netto

finansiell gjeld beregnes med balanseførte verdier. Beregningene er utført med gjennomsnittlig kapital i løpet av året, justert for opptjent kapital.

Gjennomsnittlig netto driftskrav blir 4,1 %, hvor avkastningskravet har en fallende trend mot 2016. Netto driftskrav blir brukt som målestokk mot netto driftsrentabilitet, og dermed måling av strategisk fordel fra drift i kapittel 8.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Netto driftskrav - WACC							
Egenkapitalkrav	0,054	0,052	0,051	0,051	0,050	0,049	0,051
* EK/NDK	0,636	0,667	0,684	0,614	0,600	0,601	0,634
+ Minoritetsinteressekrav	0,071	0,069	0,068	0,068	0,067	0,066	0,068
* MI/NDK	0,005	0,004	0,003	0,001	0,001	0,000	0,002
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,029	0,021	0,017	0,025	0,022	0,021	0,023
* NFG/NDK	0,359	0,329	0,313	0,385	0,399	0,398	0,364
= Netto driftskrav - WACC	0,045	0,042	0,040	0,041	0,039	0,038	0,041

Tabell 7-15: Netto driftskrav

7.5 Avkastningskrav til bransjen

I Tabell 7-16 vises beregnede avkastningskrav og beta for bransjegjennomsnittet.

Komparative selskap har relativt lik drift med Marine Harvest, og selskapet er inkludert i bransjegjennomsnittet. Dette er faktorer som tilsier at krav i utgangspunktet ikke skal avvike i stor grad fra estimerte krav for Marine Harvest.

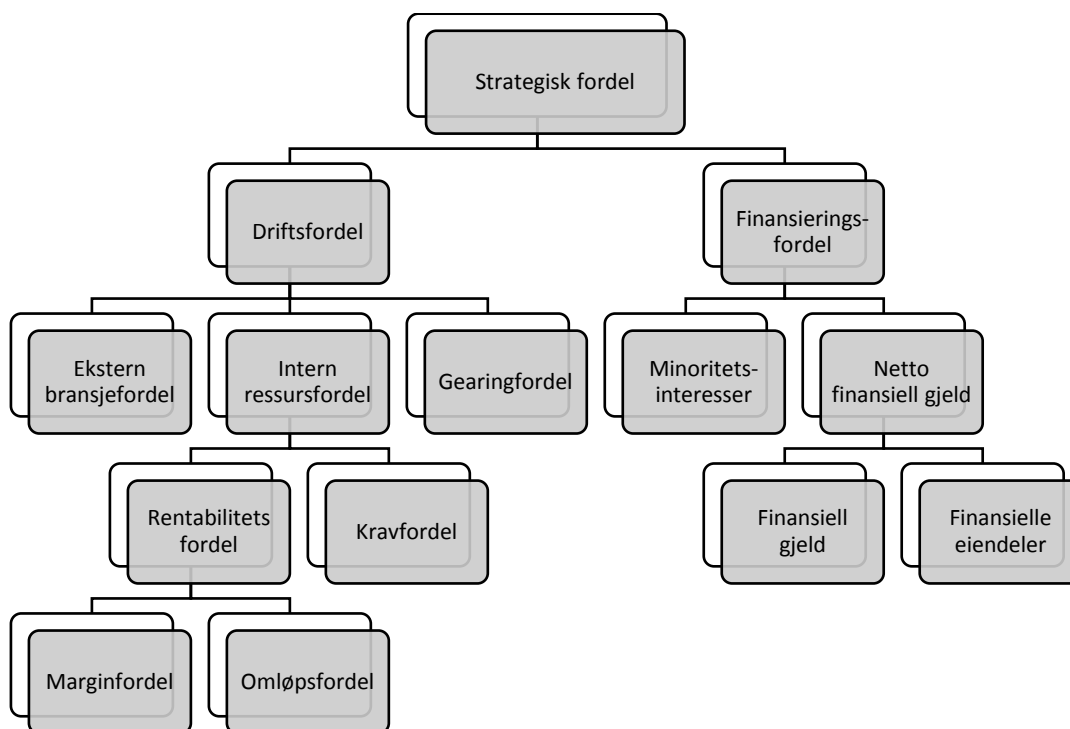
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt:
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,028	0,025	0,023	0,023	0,021	0,020	0,024
Finansielt eiendelskrav (fek)	0,017	0,029	0,024	0,012	0,007	0,007	0,016
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,031	0,024	0,022	0,026	0,023	0,023	0,025
Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,010	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
Finansiell eiendelsbeta	0,054	0,379	0,306	0,059	0,013	0,012	0,137
Netto finansiell gjeldsbeta	0,001	-0,072	-0,078	-0,004	0,009	0,009	-0,023
Netto driftsbeta	0,537	0,537	0,537	0,537	0,537	0,537	0,537
Egenkapitalkrav (ekk)	0,058	0,058	0,055	0,054	0,053	0,052	0,055
Minoritetskrav (mik)	0,075	0,075	0,072	0,071	0,070	0,069	0,072
Netto driftskrav (ndk)	0,049	0,046	0,044	0,044	0,042	0,042	0,045

Tabell 7-16: Avkastningskrav bransje

8. Lønnsomhetsanalyse

I det siste steget i regnskapsanalysen, steg 2 jf. delkapittel 3.3, gjennomføres en strategisk rentabilitetsanalyse. Den strategiske fordelen dekomponeres i en finansieringsfordel og en driftsfordel. Deretter dekomponeres driftsfordelen ytterligere i en bransje-, ressurs- og gearingfordel. Ressursfordelen kan dekomponeres i en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Kravfordelen dekomponeres ikke videre, men rentabilitetsfordelen kan splittes i en marginfordel og en omløpsfordel, se Figur 8-1. Finansieringsfordelen består av minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld hvor finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld fraskrives finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

De følgende delkapitlene tar for seg kildene til den strategiske fordelen før den strategiske fordelen oppsummeres avslutningsvis, se Figur 8-2.



Figur 8-1: Dekomponering av strategisk fordel

8.1 Superrentabilitet – strategisk fordel

Den strategiske fordelen (superrentabilitet) er gitt som differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet. Rentabiliteten har blitt normalisert og omgjort til en etterskuddsrente med det formål å skape konsistens mellom rentabiliteten og

kravet (Knivsflå, 2017n). En strategisk fordel vil eksistere dersom rentabiliteten er større enn kravet for eiendeler og motsatt eksisterer en strategisk ulempe dersom rentabiliteten er mindre enn kravet for egenkapital (Knivsflå, 2017n). Superrentabilitet er beregnet på justerte tall, hvor senere år er vektet høyere da senere år anses som mer relevante for «dagens» Marine Harvest. Det medfører samtidig at oppgangssyklusen i bransjen de seneste årene blir vektet opp i lønnsomhetsanalysene.

Superrentabilitet	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Ekr	0,1713	0,0176	0,1723	0,2217	0,1455	0,3574	0,1945
- Ekk	0,0540	0,0522	0,0510	0,0512	0,0500	0,0494	0,0508
= Superrentabilitet	0,1172	-0,0346	0,1213	0,1705	0,0955	0,3080	0,1438

Tabell 8-1: Superrentabilitet for Marine Harvest i perioden 2011 – 2016 med et tidsvektet gjennomsnitt.

I løpet av analyseperioden har Marine Harvest hatt en positiv superrentabilitet for alle år med unntak av 2012. I tillegg ser man at superrentabiliteten varierer relativt mye med en differanse på 0,343, se Tabell 8-1. Derimot er egenkapitalkravet relativt konstant i perioden. Årsaken til den store variasjonen i superrentabilitet fraskrives blant annet lakseprisen og det faktum at oppdrettsnæringen er volatil vedrørende antall tonn produsert. Tidsvektet superrentabilitet er 14,4 %, hvilket er en meget stor strategisk fordel. Det tilsier at Marine Harvest historisk har vært svært lønnsomt for eierne.

Det skal nevnes at den strategiske fordelene er påvirket av hvilke justeringer som er foretatt, jf. kapittel 5. Det å ikke justere for FoU vil derfor medvirke til en høyere rentabilitet og det kan tenkes at superrentabiliteten dermed er overdrevet som følge av valgene i kapittel 5. For å få ytterligere innsikt i den strategiske fordelene vil man, i de kommende delkapitlene, dekomponere den strategiske fordelene i en driftsfordel og en finansieringsfordel, jf. Formel 8-1.

$$(ekr - ekk) = \overbrace{(ndr - ndk) \times (1 + nfgg + mig)}^{\text{Driftsfordel}} + \overbrace{(nfgk - nfggr) \times nfgg + (mik - mir) \times mig}^{\text{Finansieringsfordel}}$$

Formel 8-1: Strategisk dekomponering.

8.2 Driftsfordel

Driftsfordelen oppstår dersom man har en rentabilitet som er større enn kravet. For Marine Harvest eksisterer en tidsvektet driftsfordel på 9,74 %, jf. Tabell 8-2. Det foreligger dermed en «ren» driftsfordel som ikke inkluderer gearing for hele analyseperioden, med unntak av 2012 som var sterkt preget av en svak laksepris.

	"Ren" driftsfordel	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
-	ndr	0,1274	0,0293	0,1441	0,1549	0,1002	0,2297	0,1376
-	ndk	0,0450	0,0421	0,0405	0,0410	0,0389	0,0382	0,0402
=	"Ren" driftsfordel	0,0824	-0,0128	0,1036	0,1139	0,0613	0,1915	0,0974

Tabell 8-2: Ren driftsfordel for Marine Harvest i analyseperioden med tidsvektet gjennomsnitt

Regnskapsanalysen indikerer at netto driftskrav har vært relativt stabilt i analyseperioden, mens netto driftsrentabiliteten har vært økende med unntak av 2012 og 2015. 2016 fremstår som et år med en skyhøy nettdriftsrentabilitet på 23 %. Forskjellen kan være en følge av lakseprisene hvor 2012 representerer lave laksepriser, mens 2016 representerer høye priser.

I de kommende avsnittene vil vi dekomponere driftsfordelen i en bransjefordel, ressursfordel og en gearingfordel med den hensikt å analysere kildene til driftsfordelen, se Formel 8-2. En ressursfordel kan dekomponeres i en rentabilitet- og kravfordel. Gearingfordelen er derimot ikke en kilde til driftsfordelen, men er en skalering av driftsfordel. Det vil bli nærmere diskutert i delkapittel 8.2.3.

$$DF = \overbrace{(ndr_B - ndk_B)}^{BFD} + \overbrace{(ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)}^{RFD} + \overbrace{(ndr - ndk) \times (nfgg + mig)}^{GFD}$$

Formel 8-2: Driftsfordel dekomponerte til bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel

Bransjeggjennomsnittet blir brukt som målestokk for Marine Harvest. Det skal bemerkes at Marine Harvest vil redusere forskjellene som desidert største selskap i bransjen.

8.2.1 Driftsfordel – Bransjefordel

Det eksisterer en bransjefordel dersom bransjerentabiliteten overstiger bransjekravet.

Bransjefordelen gjelder for alle selskapene i bransjen, altså karakteristiske trekk ved bransjen som ble avdekket i den strategiske analysen, jf. kapittel 4.

	Bransjefordel	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
	Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,1232	0,0333	0,1566	0,1653	0,1068	0,2413	0,1460
-	Netto driftskravet bransje	0,0490	0,0461	0,0444	0,0444	0,0424	0,0419	0,0439
=	Bransjefordel	0,0743	-0,0128	0,1122	0,1208	0,0644	0,1994	0,1021

Tabell 8-3: Bransjefordel for analyseperioden.

Analysen indikerer en tidsvektet bransjefordel på 10,2 %, noe som tyder på en lukrativ bransje, se Tabell 8-3. Bransjefordelen har vært positiv for alle år med unntak av 2012 og med 2016 som det sterkeste året.

En meget sterk bransjefordel må begrunnes med forhold fra makro- og bransjeanalyse, jf. kapittel 4. Makroanalysen avdekket at oppdrettsbransjen er syklisk som følge av volatile

laksepriser. I store deler av analyseperioden har bransjen vært i en oppgangssyklus med høye laksepriser som har gitt meget god lønnsomhet. Bransjen har derimot vært utsatt for biologiske utfordringer som har medført en økning i produksjonskostnadene.

Bransjeanalysen avdekket en begrenset konkurranse som følge av betydelige inngangsbarrierer og kapasitetsbegrensninger på produksjon. Bransjen er kapitalintensiv og har vært gjennom en stor konsolidering og en betydelig vertikal integrasjon av verdikjeden som gir stor forhandlingsmakt. Bransjen kan selge laks i mange markeder med høy etterspørsel, noe som gir høy lønnsomhet da tilbudet er lavt som følge av konsesjonssystemets begrensninger på produksjonskapasiteten. Det gir en moderat intern rivalisering i bransjen da aktørene unngår en priskrig som presser marginene. Inngangsbarrierer som konsesjonssystemet og en kapitalintensiv bransje hindrer nyetableringer i bransjen, hvilket kan true lønnsomheten og øke konkurransen.

En meget sterk bransjefordel på 10,2 % virker dermed rimelig ut fra strategisk analyse.

8.2.2 Driftsfordel – Ressursfordel

I henhold til Knivsfå (2017o) er det særegne interne ressurser i det enkelte selskapet som danner grunnlaget for ressursfordelen, altså selskapsfordeler. Ressursfordelen oppstår dersom selskapet har en større rentabilitet sammenlignet med bransjen, ergo om særegne interne ressurser i selskapet genererer en rentabilitet utover bransjerentabiliteten. En kravfordel antas å være marginal og drøftes i eget avsnitt.

Ressursfordel rentabilitet	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Netto driftsrentabilitet	0,1274	0,0293	0,1441	0,1549	0,1002	0,2297	0,1376
- Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,1232	0,0333	0,1566	0,1653	0,1068	0,2413	0,1460
= Ressursfordel rentabilitet	0,0041	-0,0040	-0,0125	-0,0104	-0,0066	-0,0116	-0,0084

Tabell 8-4: Ressursfordel Marine Harvest i perioden 2011 – 2016.

Regnskapsanalysen avslører en marginal rentabilitetsulempe sammenlignet med bransjeutvalget, se Tabell 8-4, hvor tidsvektet rentabilitetsulempe er -0,84 %. Med unntak av 2011 har Marine Harvest gjennom hele analyseperioden hatt en rentabilitetsulempe sammenlignet med bransjen, hvilket tyder på at de interne ressursene til Marine Harvest genererer en lavere lønnsomhet.

For å identifisere ressursulempen ytterligere dekomponeres rentabilitetsulempen i en marginfordel og en omløpsfordel, jf. Formel 8-3.

$$ndr - ndr_B = \overbrace{(ndm - ndm_B) \times onde}^{\text{Marginfordel}} + \overbrace{(onde - onde_B) \times ndm_B}^{\text{Omløpsfordel}}$$

Formel 8-3: Dekomponering av ressursfordel i drift

Marginfordel

Marginfordelen blir skapt av interne ressurser som medfører kostnadsfordeler pr. omsatt krone. Marginfordelen er altså et mål på lønnsomhet da den måler selskapets evne til å generere netto driftsresultat pr. omsatt krone (Knivsfå, 2017o).

Dekomponering av marginfordel/ulempe	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Netto driftsmargin	0,1229	0,0302	0,1283	0,1222	0,0827	0,1529	0,1074
- Netto driftsmargin i bransjen	0,1151	0,0339	0,1339	0,1260	0,0860	0,1590	0,1113
= Marginfordel - "uvektet"	0,0078	-0,0037	-0,0055	-0,0038	-0,0033	-0,0061	-0,0039
* Omløpet til netto driftskapital	1,0363	0,9702	1,1224	1,2673	1,2119	1,5019	1,2893
= Marginfordel/ulempe	0,0081	-0,0036	-0,0062	-0,0048	-0,0040	-0,0092	-0,0050

Tabell 8-5 Marginfordel for Marine Harvest i perioden 2011 – 2016

Marine Harvest har en tidsvektet marginulempe på 0,5 % i analyseperioden, jf. Tabell 8-5, hvor en marginfordel er kun oppnådd i 2011. Som forventet er netto driftsmargin lavest i 2012 hvor bransjen var preget av lave laksepriser. Selv om marginulempen er minimal vil vi analysere driverne til marginulempen ytterligere da det kan gi «hint» om de interne ressursene til Marine Harvest. Det gjøres ved å analysere avvik i kostnadene mellom Marine Harvest og bransjen ved hjelp av et «Common size» resultatregnskap.

«Common size» -resultatregnskap

Kildene til marginulempen kan analyseres gjennom et «Common size» -resultatregnskap. Alternativt kan man fordele marginen etter forretningsområde (Knivsfå, 2017o), men detaljnivået på årsrapportene er for lavt til at det lar seg gjøre.

Marginulempen kan fraskrives kostnadsulemper Marine Harvest har i forhold til bransjen. I delkapittel 4.3.1 avdekket en analyse av operasjonell EBIT/kg at Marine Harvest har lavere EBIT/kg enn bransjen. Norsk produksjon viste derimot en høyere EBIT/kg, noe som indikerer at en marginulempe blir skapt av Marine Harvest sin store internasjonale eksponering. Detaljnivået i årsrapportene er derimot for lavt til at vi kan splitte «Common Size» analysen i en norsk og internasjonal del for Marine Harvest.

"Common size" - analyse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:	Bransjen:	Differanse:	Vektet:
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,000	0,000
- Varekostnader	0,521	0,625	0,521	0,536	0,569	0,508	0,547	0,562	-0,014	-0,018
- Lønnskostnader	0,135	0,156	0,139	0,130	0,137	0,125	0,136	0,120	0,017	0,021
- Andre driftskostnader	0,128	0,140	0,134	0,131	0,142	0,135	0,136	0,142	-0,006	-0,007
- Avskrivninger	0,041	0,044	0,040	0,038	0,045	0,041	0,041	0,038	0,003	0,004
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,175	0,035	0,166	0,165	0,107	0,192	0,139	0,139	0,000	0,000
- Driftsrelatert skattekostnad	0,052	0,010	0,049	0,049	0,032	0,057	0,041	0,037	0,004	0,005
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,123	0,025	0,117	0,116	0,075	0,135	0,098	0,101	-0,004	-0,005
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-0,001	0,006	0,012	0,006	0,008	0,018	0,009	0,010	0,000	0,000
= Netto driftsresultat	0,123	0,030	0,128	0,122	0,083	0,153	0,107	0,111	-0,004	-0,005

Tabell 8-6: Common Size resultat for Marine Harvest, samt differanse mellom Marine Harvest og bransjen.

Vektet fordel er multiplisert med omløpet til netto driftskapital (tidsvektet).

Marginulempen fraskriver seg fra ulike poster, se Tabell 8-6, og samlet sett ser vi at Marine Harvest har en marginal marginulempe på 0,5 %. Således er bidraget relativt minimalt. De følgende avsnittene vil ta for seg kildene som vi anser som såkalte «grønne flagg» (positivt sammenlignet med bransjen) og såkalte «røde flagg» (negativt sammenlignet med bransjen), selv om kildene fra analysen av «common size» resultatet ikke har en betydelig innvirkning på den strategiske fordel.

«Common size» analysen viser at Marine Harvest har høyere lønnskostnader, avskrivninger og driftsrelatert skattekostnad, mens varekostnaden og andre driftskostnader er lavere enn bransjen. Tidsvektet driftsresultat fra egen virksomhet og nettoresultat fra tilknyttet virksomhet er tilsvarende i Marine Harvest og bransjen. Vi vil ikke analysere andre driftskostnader da posten er en samlepost som er marginal positiv for Marine Harvest og således ikke bidrar til marginulempen.

Driftsrelatert skattekostnad

«Common size» analysen indikerer at Marine Harvest har en høyere driftsskattekostnad da grunnlaget for driftsrelatert skattekostnad er lik bransjen. Driftsskattesatsen bidrar dermed til å skape marginulempen på 0,5 %. Driftsskattesatsen er en funksjon av skattefri inntekt og skattepliktig inntekt jf. kapittel 5. Grunnen til en høyere skattesats er at bransjen har en større andel poster som faller inn under skatteloven § 2-38. Dermed sørger driftsskattesatsen, i vårt tilfelle, for at Marine Harvest får en ulempe da driftsresultat fra egen virksomhet og nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet er identiske for Marine Harvest og bransjen.

Varekostnad

Marine Harvest har en lavere varekostnad sammenlignet med resten av bransjen med en vektet differanse på 1,8 %. Fra den strategiske analysen, jf. kapittel 4, ble det indikert at Marine Harvest kunne besitte stordriftsfordeler i form av gunstige leverandøravtaler.

I henhold til Marine Harvest (2016c) utgjør fôrkostnadene halvparten av kostnadene, og selskapet er det eneste blant de komparative selskapene som produserer eget fôr.

Fôrproduksjonen må antas å redusere forskjellen mellom rentabiliteten til Marine Harvest og bransjerentabiliteten da denne er med på å redusere kostnadene til Marine Harvest betydelig (Marine Harvest, 2016c).

Dette kan indikere at Marine Harvest klarer å utnytte størrelsen sin ved at man får lavere varekostnader gjennom stordriftsfordeler, herunder gunstige leverandøravtaler og fôrproduksjon.

Lønnskostnader

Lønnskostnadene utgjør det største «røde flagget» for Marine Harvest i «Common size» analysen, og indikerer en vektet ulempe på 2,1 %. Kildene til ulempen er at Marine Harvest kan ha en lavere effektivitet sammenlignet med bransjen eller høyere kostnader pr. ansatt. Derimot har Marine Harvest en lavere lønnskostnad pr. ansatt sammenlignet med bransjen. En lavere lønnskostnad pr. ansatt kan komme som følge av lavere lønnskostnader i andre produksjonsland hvor andre aktører i bransjen ikke har produksjon. Vi vil derfor undersøke om det finnes indikasjoner på at Marine Harvest har en lavere effektivitet pr. ansatt sammenlignet med bransjen. Marine Harvest har langt større omsetning enn konkurrentene, og burde derfor ha en lavere lønnsprosent siden selskapet har en større omsetning å fordele lønnskostnadene på.

Det kan være flere kilder til en antatt lavere effektivitet, for eksempel oppkjøp som gir en redusert effektivitet da driften ikke ennå har «satt seg». I 2010 omorganiserte Marine Harvest forretningsområdene sine og innledet en større satsning på videreforedling, hvor selskapet i analyseperioden startet opp flere nye fabrikker internasjonalt og gjennomførte et stort oppkjøp av Morpol. En stor satsning innen videreforedling medfører høye oppstartskostnader på personal inntil driften er optimalisert. Videre kan videreforedling kreve større personalressurser enn hva tilfellet er for et mer rendyrket oppdrettsselskap som Grieg Seafood. Marine Harvest benytter seg av en større andel innleid arbeidskraft ved primær- og sekundærprosesseringsanleggene sine og således kan det tenkes at man er mindre effektive som en følge av potensielt mindre erfaring og kompetanse vedrørende aktivitetene til Marine Harvest.

Avskrivninger

Marine Harvest har hatt marginalt høyere avskrivningskostnader pr. krone driftsinntekt sammenlignet med bransjen. Da Marine Harvest er det desidert største selskapet er det naturlig med større avskrivninger, men som følge av størrelsen burde Marine Harvest skapt tilsvarende driftsinntekter. Noe av dette kan forklares med at bransjen er svært kapitalintensiv. Avviket er marginalt og dermed utføres ikke dypere analyse av avskrivninger.

Vi kan konkludere med at lønnskostnadene utgjør hovedkilden til marginulempen på 0,5 %. Det skal nevnes at lønnskostnader utgjør en liten del av de totale kostnadene.

Omløpsfordel

Omløpsfordelen er et effektivitetsmål da den er et mål på selskapets evne til å generere driftsinntekter pr. krone investert i drift. Dermed skapes en omløpsfordel av ressurser som krever mindre kapital for hver krone man har investert (Knivsflå, 2017o).

Omløpsfordel/ulempe	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Omløpet til netto driftseiendeler	1,0363	0,9702	1,1224	1,2673	1,2119	1,5019	1,2298
- Omløpet i bransjen	1,0704	0,9803	1,1698	1,3120	1,2416	1,5171	1,2592
= Omløpsfordel - "uvektet"	-0,0341	-0,0101	-0,0474	-0,0447	-0,0297	-0,0153	-0,0294
* Netto driftsmargin i bransjen	0,1151	0,0339	0,1339	0,1260	0,0860	0,1590	0,1173
= Omløpsfordel/ulempe	-0,0039	-0,0003	-0,0063	-0,0056	-0,0026	-0,0024	-0,0034

Tabell 8-7: Omløpsfordel til Marine Harvest i analyseperioden, samt tidsvektet gjennomsnitt.

Marine Harvest har en tidsvektet omløpsulempe på 0,34 % for analyseperioden, jf. Tabell 8-7. Omløpsulempen kan dekomponeres ytterligere i en arpu- og effektivitetsfordel for å finne underliggende kilder til ulempen, se Formel 8-4.

$$OF = \overbrace{(arpu - arpu_B) * eff * ndm_B}^{ARPU-fordel} + \overbrace{(eff - eff_B) * arpu_B * ndm_B}^{Effektivitetsfordel}$$

Formel 8-4: Dekomponering omløpsfordel

Underliggende kilder til omløpsulempen analyseres dermed ved en «Per Unit» analyse. Analysen viser oppnådd gjennomsnittspris pr. enhet, heretter kalt arpu, målt i driftsinntekter pr. produsert kilo, og effektiviteten målt i enheter pr. krone netto driftskapital investert i selskapet. Merk at driftsinntektene ikke skiller mellom videreforedling og vanlig produksjon og man får derfor ikke en dypere innsikt i ulike segment.

Dekomponering av omløpsfordel/ulempe	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
ARPU-fordel	-0,0057	-0,0029	-0,0069	-0,0056	-0,0032	-0,0180	-0,0076
+ Effektivitetsfordel	0,0017	0,0026	0,0005	0,0000	0,0006	0,0156	0,0042
= Omløpsfordel/ulempe	-0,0039	-0,0003	-0,0063	-0,0056	-0,0026	-0,0024	-0,0034

Tabell 8-8: Dekomponering omløpsfordel/ulempe

Dekomponering av tidsvektet omløpsulempe på 0,34 % i Tabell 8-8 viser at Marine Harvest har en arpu ulempe på 0,76 % og en effektivitetsfordel på 0,42 %. Det er dermed en lavere gjennomsnittspris pr. produsert kilo som er opphavet til omløpsulempen i Marine Harvest, hvor ulempen reduseres som følge av effektiv utnyttelse av investert kapital.

Ved å sammenligne arpu i Marine Harvest og bransjen gjennom analyseperioden vises en tidsvektet negativ differanse mot bransjen på 3,36 kr, se Tabell 8-9. Negativ differanse er relativt stabil gjennom analyseperioden før differansen stiger i 2016 til 6,45 kr.

	Average Revenue Per Unit - ARPU	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
	ARPU Marine Harvest	47,06	39,42	55,85	60,95	66,36	85,67	63,04
-	ARPU Bransjen	49,29	42,95	58,40	63,10	68,38	92,12	66,40
=	Differanse	-2,23	-3,53	-2,55	-2,15	-2,02	-6,45	-3,36

Tabell 8-9: ARPU analyse for Marine Harvest og bransje.

Det kan være flere årsaker til prisulempen til Marine Harvest. Oppnådd gjennomsnittspris mot en vektet referansepris er et viktig internt måltall for selskapene, og består av kontraktsandel, kvalitet og evne til å forhandle i markedet. En høy kontraktsandel kan dermed være en mulig kilde. I 2016 økte prisene i spotmarkedet, og gjorde at selskaper med høy kontraktsandel fikk lavere profitt på grunn av stor vekst i prisen over en kort periode. Marine Harvest hadde en kontraktsandel på 42 % i 2016. Bransjegjennomsnittet hadde for øvrig tilsvarende andeler fra 30-51 %, noe som indikerer at tapt profitt på grunn av høy kontraktsandel vil gjelde for hele utvalget.

Som nevnt tidligere ble det i delkapittel 4.3.1 observert at Marine Harvest har en lavere operasjonell EBIT/kg sammenlignet med bransjeutvalget. Imidlertid, har Marine Harvest en høyere EBIT/kg dersom vi kun sammenligner tall fra Norge, jf. Figur 4-4. Det kan tyde på at Marine Harvest ikke klarer å utnytte seg av den internasjonale posisjonen, noe som resulterer i en ressursulempe som følge av lavere marginer internasjonalt. Lavere marginer kan være en konsekvens av høyere produksjonskostnader og lavere oppnådd pris på produktet. Figur 2-8 i delkapittel 2.3.2 viser at gjennomsnittlig prisutvikling på norsk laks har vært langt sterkere i senere år sammenlignet med laks fra andre produksjonsland. En lavere arpu i Marine Harvest skyldes dermed at internasjonal produksjon gir lavere gjennomsnittspriser, og er hovedkilden til prisulempen.

Dekomponeringen viste en tidsvektet effektivitetsfordel på 0,42 %, som indikerer at Marine Harvest har en mer effektiv kapitalbruk enn bransjegjennomsnittet. Effektiviteten er målt ved forholdet mellom produsert antall kilo og netto driftskapital, se Tabell 8-10.

Effektivitet	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Effektivitet Marine Harvest	0,0220	0,0246	0,0201	0,0208	0,0183	0,0175	0,0200
- Effektivitet Bransjen	0,0217	0,0228	0,0200	0,0208	0,0182	0,0165	0,0195
= Differanse	0,0003	0,0018	0,0001	0,0000	0,0001	0,0011	0,0006

Tabell 8-10: Effektivitetsanalyse i analyseperioden

Ved å se på netto driftskapital pr. produsert kilo, ser vi at Marine Harvest har en lavere tidsvektet differanse på 3,80 kr pr. kilo bundet kapital, se Tabell 8-11. I analyseperioden har kapitalbindingen vært lavere enn bransjen for alle år unntatt 2013 og 2015. I 2013 var produksjonen redusert, både i bransjen og Marine Harvest, og i tillegg økte netto driftseiendelene som følge av oppkjøpet av Morpol. Til tross for en lavere produksjon i 2016 har Marine Harvest lavere kapitalbinding pr. produsert kilo noe som kan indikere at man, grunnet størrelsen, klarer å utnytte stordriftsfordelen.

Netto driftskapital per. Kilo	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Netto driftskapital pr slaktet kg MH	49,21	39,44	61,68	53,02	62,14	58,60	55,40
- Netto driftskapital pr slaktet kg Bransjen	50,80	44,34	59,53	53,84	61,97	68,16	59,20
= Differanse	-1,59	-4,90	2,15	-0,81	0,17	-9,55	-3,80

Tabell 8-11: Netto driftskapital pr. kilo

Kravfordel

Til slutt vil det undersøkes om kravfordelen er tilnærmet lik 0 siden Marine Harvest og komparative konkurrenter er utsatt for samme risiko og dermed samme krav, jf. Miller og Modiglianis proposisjoner (Knivsflå, 2017o). I henhold til Miller-Modigliani (1958) foreligger det sjeldent en kravfordel.

Ressursfordel krav	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Netto driftskrav til bransjen	0,0490	0,0461	0,0444	0,0444	0,0424	0,0419	0,0439
- Netto driftskrav Marine Harvest	0,0450	0,0421	0,0405	0,0410	0,0389	0,0382	0,0402
= Ressursfordel krav	0,0040	0,0041	0,0039	0,0035	0,0035	0,0038	0,0037

Tabell 8-12: Kravfordel i analyseperioden for Marine Harvest.

Marine Harvest har en marginal kravfordel på 0,37 % som følge av mindre ulikheter i drift. Den marginale fordelen er ubetydelig og vil således ikke utdypes videre.

Det foreligger dermed en intern ressursulempet på 0,47 % for Marine Harvest. Kildene til ressursulempen er en rentabilitetsulempet på 0,84 % og en kravfordel på 0,37 %. Rentabilitetsulempen dekomponeres videre i en marginulempet på 0,5 % og i en omløpsulempet på 0,34 %.

8.2.3 Driftsfordel – Gearingfordel

Til slutt finnes gearingfordelen med hensyn til driftsfordelen. I henhold til Knivsflå (2017o) er gearingfordelen av drift kun en skalering av den strategiske fordelene tilknyttet driften.

Altså en fordel som oppstår dersom man har en lønnsom drift. Motsatt vil det være en ulempe dersom driften er ulønnsom.

Gearingfordel drift	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Netto driftsrentabilitet/ndr	0,1274	0,0293	0,1441	0,1549	0,1002	0,2297	0,1376
- Netto driftskrav/ndk	0,0450	0,0421	0,0405	0,0410	0,0389	0,0382	0,0402
* (Netto finansiell gjeldsgrad/nfsg)	0,5648	0,4924	0,4582	0,6262	0,6645	0,6623	0,5453
+ Minoritetsgrad/mig)	0,0071	0,0066	0,0038	0,0016	0,0009	0,0008	-0,0006
= Gearingfordel drift	0,0471	-0,0064	0,0478	0,0715	0,0408	0,1270	0,0606

Tabell 8-13: Gearingfordel for Marine Harvest i analyseperioden.

Regnskapsanalysen indikerer en gearingfordel som har variert i analyseperioden med lønnsomheten og syklusen. Spennet går fra en gearingulempe i 2012 til en meget høy gearingfordel i 2016, og utgjør til sammen en tidsvektet gearingfordel på 6,06 %. Som følge av at driften har vært lønnsom (ndr > ndk) for alle år unntatt 2012 gir gearing dermed et positivt bidrag.

Den positive gearingfordelen vil øke driftsfordelen ytterligere da driftsfordelen er positiv. I henhold til Miller og Modigliani (1958) vil ikke dette skape verdier for eierne av selskapet da gearing bidrar til økt driftsfordel, og gearingfordel gir som følge av dette en økt strategisk fordel. Samtidig vil egenkapitalbetaen og egenkapitalkravet øke slik at man, mest sannsynlig, ikke får en virkning av gearing (Knivsflå, 2017o).

8.2.4 Oppsummering - Driftsfordel

Marine Harvest har en samlet driftsfordel på 15,8 % som i hovedsak skyldes en bransjefordel på 10,21 %. Driftsfordelen blir ytterligere forsterket ved at det eksisterer en gearingfordel på 6,06 %. På den annen side har Marine Harvest et såkalt «rødt flagg» ved at man har en ressursulempe. Imidlertid er ressursulempen, inkludert rentabilitetsulempe og kravfordel, marginal på 0,47 %, se Tabell 8-14.

Driftsfordel - dekomponert	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Bransjefordel	0,0743	-0,0128	0,1122	0,1208	0,0644	0,1994	0,1021
+ Ressursfordel rentabilitet	0,0041	-0,0040	-0,0125	-0,0104	-0,0066	-0,0116	-0,0084
+ Ressursfordel krav	0,0040	0,0041	0,0039	0,0035	0,0035	0,0038	0,0037
= Strategisk driftsfordel	0,0824	-0,0128	0,1036	0,1139	0,0613	0,1915	0,0974
+ Gearingfordel	0,0471	-0,0064	0,0478	0,0715	0,0408	0,1270	0,0606
= Driftsfordel	0,1296	-0,0191	0,1514	0,1854	0,1021	0,3185	0,1580

Tabell 8-14: Oppsummering av driftsfordel til Marine Harvest i analyseperioden 2011 – 2016.

8.3 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen kan dekomponeres i to hovedkomponenter, henholdsvis finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld og finansieringsfordel fra minoritetsinteresser. Bidraget fra finansieringsfordelen til den strategiske fordelen er som oftest begrenset (Knivsflå, 2017n).

8.3.1 Netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld er differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

$$FFNFG = \overbrace{(fgk - fgr) \times fgg}^{FFFG} + \overbrace{(fer - fek) \times feg}^{FFFE}$$

Formel 8-5: Dekomponering av finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld.

Finansieringsfordelen som stammer fra netto finansieringsgjeld bidrar med en marginal ulempe til den strategiske fordelen med 1,4 %. Det vil si at Marine Harvest har en nettorente som er høyere sammenlignet med kravet. Dermed skiller man seg fra nullhypotesen hvor forventningen var at netto finansieringsfordel er tilnærmet lik 0 da konkurransen i finansmarkedet er stor og således vil man forvente en rente eller en rentabilitet som er tilnærmet lik kravet (Knivsflå, 2017n).

FFNFG - Finansieringsfordel NFG	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Finansieringsfordel FG	-0,0123	-0,0117	-0,0260	-0,0148	-0,0066	-0,0113	-0,0133
+ Finansieringsfordel FE	0,0000	-0,0038	-0,0037	0,0001	0,0000	0,0006	-0,0010
= Finansieringsfordel NFG	-0,0123	-0,0156	-0,0297	-0,0147	-0,0067	-0,0107	-0,0143

Tabell 8-14: Netto finansiell gjeld (NFG) for Marine Harvest

I motsetning til driftsfordelen blir ikke finansieringsfordelen fordelt på bransjefordel eller ressursfordel. Grunnen er at man sammenligner seg med kravet og ikke mot bransjen. Samtidig, forventes det at netto finansielt gjeldskrav er tilnærmet lik netto finansiell gjeldsrentabilitet slik at det er meningsløst å dele finansieringsfordelen i en bransje- og en ressursfordel. De følgende avsnittene vil avdekke kildene til finansieringsulempen.

8.3.2 Finansielle eiendeler

Dersom rentabiliteten er større enn kravet er det en fordel for eierne av selskapet og således en finansieringsfordel. Det kan dermed tenkes at eiendeler som representerer en finansieringsulempen vil bli solgt da disse ikke er lønnsomme.

	FFFE - Finansieringsfordel FE	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
-	Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0265	-0,0009	0,0130	0,0148	0,0077	0,0166	0,0116
-	Finansiell eiendelskrav	0,0260	0,0468	0,0408	0,0144	0,0081	0,0078	0,0209
=	Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0005	-0,0477	-0,0278	0,0004	-0,0003	0,0088	-0,0093
*	Finansiell eiendelsgrad	0,0406	0,0807	0,1334	0,1360	0,0830	0,0642	0,1075
=	Finansieringsfordel FE	0,0000	-0,0038	-0,0037	0,0001	0,0000	0,0006	-0,0010

Tabell 8-15: Finansieringsfordel finansielle eiendeler for analyseperioden.

Marine Harvest har en finansieringsulempe på 0,1 %, altså en ubetydelig finansieringsulempe vedrørende de finansielle eiendelene. Dermed må en eventuell finansieringsfordel fraskrive seg fra finansiell gjeld eller minoritet. Derimot er det positivt at finansieringsfordelen har gått fra en ulempe til en finansieringsfordel de siste analyseårene, dog tilnærmet lik 0.

8.3.3 Finansiell gjeld

Dersom kravet er større enn lånerenten vil det være gunstig for eierne å finansiere eiendelene med finansiell gjeld, altså motsatt av finansiell gjeld (Knivsflå, 2017n). Det er altså en fordel dersom den finansielle gjeldsrenten er lavere enn gjeldskravet.

	FFFG - Finansieringsfordel FG	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
-	Finansielt gjeldskrav	0,0284	0,0248	0,0226	0,0228	0,0206	0,0200	0,0222
-	Finansiell gjeldsrente	0,0487	0,0452	0,0666	0,0421	0,0294	0,0356	0,0423
=	Finansiell gjeldsrentefordel	-0,0203	-0,0204	-0,0440	-0,0194	-0,0089	-0,0156	-0,0200
*	Finansiell gjeldsgrad	0,6054	0,5731	0,5916	0,7622	0,7475	0,7265	0,6615
=	Finansieringsfordel FG	-0,0123	-0,0117	-0,0260	-0,0148	-0,0066	-0,0113	-0,0133

Tabell 8-16: Finansieringsfordel finansiell gjeld for Marine Harvest

Regnskapsanalysen indikerer at Marine Harvest har en lavere finansiell rentabilitet enn kravet som ble estimert i kapittel 7, se Tabell 8-16. Det er et «rødt flagg» for eierne da dette betyr at den finansielle gjelden er en dyr finansieringsmåte. Marine Harvest betaler dermed en høyere rente sammenlignet med kravet. Derimot blir finansieringsulempen redusert ved at man har en lav grad av finansiell gjeld.

Den tidsvektede renteulempen er 2 % som tilsier at man betaler en vesentlig høyere rente. Det er flere grunner til at gjeldsrenten er større enn kravet og dermed skaper en finansieringsulempe. En sannsynlig forklaring kan være at gjeldskravet er satt for lavt ved at man har overvurdert den syntetiske ratingen. Dette medfører, potensielt, et høyere krav noe som igjen vil redusere finansieringsulempen. Vi har fastsatt rating til BBB, mens vi har vist at DNB Markets opererer med en skyggerating på BB. Det kan indikere at vår rating er noe overvurdert og dermed blir kredittrisikopremien i gjeldskravet satt for lavt. En annen feilkilde kan være feil i omgrupperingen av balansen og resultatregnskapet mellom driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld.

Det skal nevnes at finansieringsfordelen var størst i 2013, noe som sannsynligvis skyldes et obligasjonslån i Morpol med ugunstige finansieringsvilkår.

8.3.4 Finansieringsfordel – Minoritetsinteresser

I dette avsnittet blir finansieringsfordel dekomponert til minoritetsinteresser. I henhold til Knivsflå (2017n) forventes det at finansieringsfordelen er tilnærmet lik 0, da minoriteten blir presset av majoriteten som følge av et ønske om merrentabilitet.

FFMI - Finansieringsfordel minoritet	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Minoritetskrav	0,0710	0,0692	0,0680	0,0682	0,0670	0,0664	0,0678
- Minoritetsrentabilitet	0,0781	0,0568	0,1655	0,1955	0,0494	-0,2806	0,0243
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-0,0071	0,0124	-0,0976	-0,1273	0,0177	0,3470	0,0435
* Minoritetsgrad	0,0071	0,0066	0,0038	0,0016	0,0009	0,0008	-0,0006
= Finansieringsfordel minoritetsgrad	-0,0001	0,0001	-0,0004	-0,0002	0,0000	0,0003	0,0000

Tabell 8-17: Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Marine Harvest

Den tidsvektede finansieringsfordelen som følge av minoritetsinteresser er tilnærmet lik 0, noe som er i tråd med forventningene. Minoritetsrentabiliteten er mindre enn minoritetskravet, se Tabell 8-17, og dermed gunstig for majoriteten da minoriteten er med på å dekke de økonomiske tapene i datterselskapene (mik > mir). Derimot, representerer finansieringsfordelen fra minoritetsinteressene et bidrag som er tilnærmet lik null siden minoritetsgraden i Marine Harvest er svært lav. En økt minoritetsgrad ville derfor ha resultert i en økt finansieringsfordel fra minoritetsinteressene. Merk at Marine Harvest har en negativ minoritetsrentabilitet for 2016.

8.3.5 Oppsummering – Finansieringsfordel

Finansieringsulempen påvirker den strategiske fordel marginalt, se Tabell 8-18.

Nullhypotesen om at bidrag fra finansieringsfordelen er tilnærmet lik 0 er ikke oppfylt da det foreligger en finansieringsulempe på 1,4 %, hvor den største kilden til ulempen skapes av finansiell gjeld.

Oppsummering FF - Finansieringsfordel	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
FF finansiell gjeld	-0,0123	-0,0117	-0,0260	-0,0148	-0,0066	-0,0113	-0,0133
+ FF finansielle eiendeler	0,0000	-0,0038	-0,0037	0,0001	0,0000	0,0006	-0,0010
= Finansieringsfordel NFG	-0,0123	-0,0156	-0,0297	-0,0147	-0,0067	-0,0107	-0,0143
+ FF minoritet	-0,0001	0,0001	-0,0004	-0,0002	0,0000	0,0003	0,0000
= Finansieringsfordel	-0,0123	-0,0155	-0,0301	-0,0149	-0,0066	-0,0105	-0,0143

Tabell 8-18: Finansieringsfordel for Marine Harvest i analyseperioden.

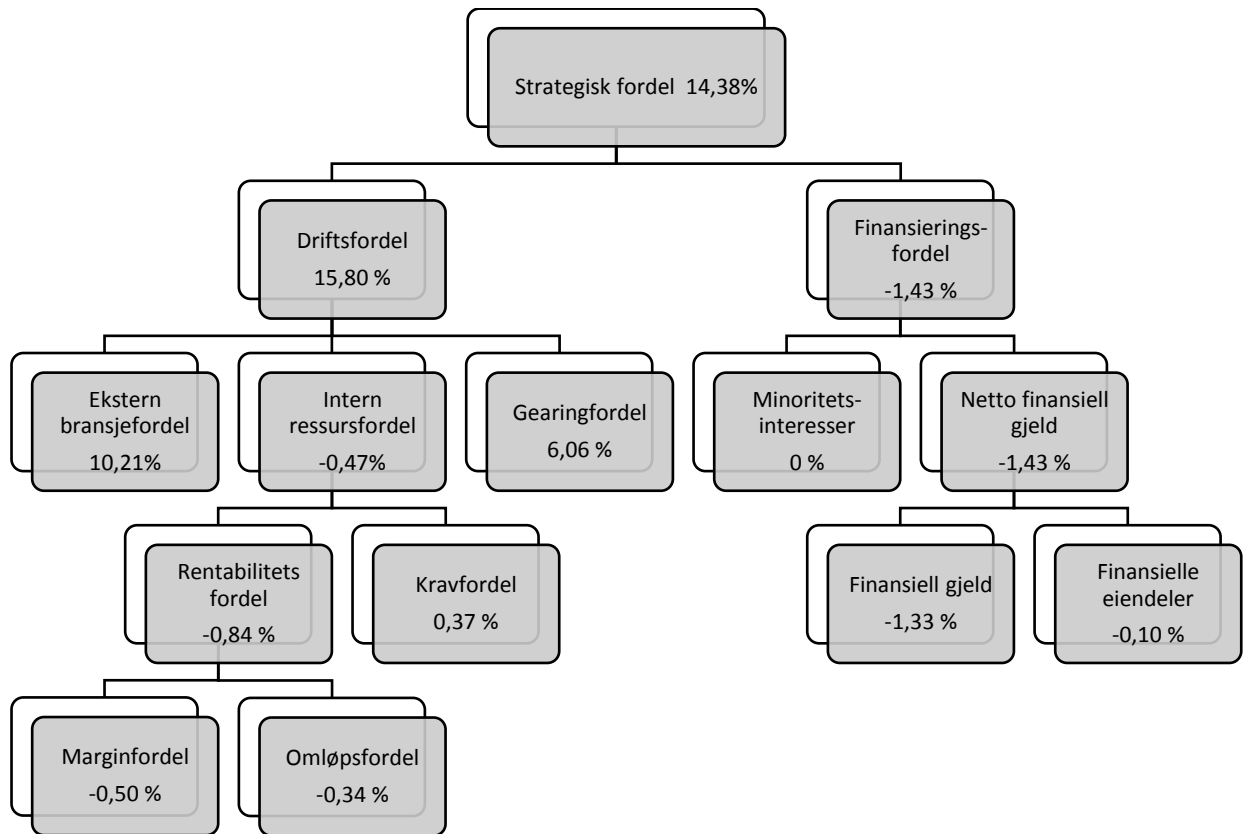
8.4 Strategisk fordel – driftsfordel og finansieringsfordel

I Figur 8-2 oppsummeres kildene til den strategiske fordel til Marine Harvest. Strategisk rentabilitetsanalyse viser at Marine Harvest har en meget stor strategisk fordel på 14,38 % basert på vår analyseperiode. Bransjefordelen er beregnet til 10,21 %, og er hovedårsaken til Marine Harvest sin strategiske fordel. I den strategiske analysen konkluderte vi med at det foreligger en stor bransjefordel i oppdrettsbransjen som følge av inngangsbarrierer og begrenset konkurranse. Bransjefordelen forsterkes av at bransjen i analyseperioden har vært i en oppgangssyklus med høye laksepriser.

Ressursulempen er beregnet til 0,47 %, hvor det foreligger en kravfordel på 0,37 % og en rentabilitetsulempe på 0,84 %. Kravfordelen kommer av at Marine Harvest har lavere avkastningskrav enn den øvrige bransjen. Rentabilitetsulempen kan splittes i en marginulempe på 0,5 % og en omløpsulempe på 0,34 %. Marginulempen skyldes i stor grad høyere lønnskostnader enn bransjen som følge av oppstarten av nye forretningsområder. Omløpsulempen begrunnes med en prisulempe på 0,76 % som følge av at Marine Harvest oppnår en lavere gjennomsnittspris enn bransjen på grunn av internasjonal produksjon. Marginulempen reduseres av en effektivitetsfordel på 0,42 % som følge av at Marine Harvest har en bedre inntjening pr. krone i investert kapital enn bransjen. En stor del av driftsfordelen på 15,80 % kommer fra en gearingfordel på 6,06 %. Gearingfordelen oppstår som følge av at det er lønnsomt for Marine Harvest å finansiere driften med netto finansiell gjeld, gitt en lønnsom drift. I praksis skal en gearingfordel av driften ikke kunne gi verdi for eierne av Marine Harvest.

Analysen avdekker at Marine Harvest har en finansieringsulempe på 1,43 %, som i all hovedsak stammer fra at Marine Harvest betaler en betydelig høyere rente enn kravet, noe som resulterer i en dyr finansiering for eierne. Minoritetsinteressene er meget lave i Marine Harvest og har marginal påvirkning.

Konklusjonen blir dermed at Marine Harvest har en meget stor strategisk fordel på 14,38 %, hvor underliggende hovedkilde er en meget stor bransjefordel på 10,21 %.



Figur 8-2: Oversikt over ulike kilder til den strategiske fordelene Marine Harvest besitter.

9. Fremtidsregnskap – Budsjett

Utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav er steg 3 i rammeverket for fundamental verdivurdering, jf. delkapittel 3.3. Penman (2013, s. 506) fremhever at eksterne analytikere må kjenne selskapets forretningsmodell og strategi som et grunnlag for fremtidige prognoser. Innsikt i underliggende økonomiske forhold fremkommer av strategisk regnskapsanalyse. Dermed baserer fremtidsregnskapet seg på foregående analyser.

En viktig forskjell mellom finans- og fremtidsregnskapet er hvordan rentabiliteten beregnes. I finansregnskapet regnes rentabiliteten på gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital, siden det forutsettes at kontantstrømmene blir realisert midt i året. I fremtidsregnskapet blir derimot rentabiliteten beregnet på inngående kapital da det forutsettes at kontantstrømmene genereres pr. 31.12 (Knivsflå, 2017p).

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for fremtidsregnskapet består av fire steg (Knivsflå, 2017q); I steg 1 gir vekstanalyser av driftsinntekter og kapital historisk innsikt i budsjetteringen av den grunnleggende budsjettdriveren, driftsinntektsvekst. Valg av budsjettthorisont, T , i steg 2 er året hvor budsjettdriverne går fra fullstendig til enkel fremskrivning ved at fremtidsregnskapet går inn i «steady state» med konstant vekst fra og med $T+1$. I steg 3 budsjetteres forventet utvikling fra år 0 til T av 9 budsjett drivere som bygger bro mellom finansregnskapet og fremskrivning i konstant vekst. Budsjettdriverne er driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsrente, finansiell eiendelsrentabilitet, minoritetsdel og netto minoritetsrentabilitet. Det forutsettes i steg 4 konstant vekst i budsjettdriverne fra og med $T+1$ til uendelig. I «steady state» vil virksomheter maksimalt kunne vokse med langsiktig økonomisk vekst i verdensøkonomien.

9.1.1 Analyse av vekst

Ved å analysere historisk driftsinntekts- og kapitalvekst får vi innsikt i fremtidige vekstprognoser. Sammen med kostnadskutt er driftsinntektsvekst den største driveren til resultatvekst, mens resultat og innskudd er de største drivere til vekst i egenkapitalen. En fordel med analyse av kapitalvekst er at den er mer stabil enn driftsinntekts- og resultatvekst

(Knivsflå, 2017q). Analyse av historisk driftsinntekstvekst over regnskapsanalyseperioden, se Tabell 9-2, viser en tidsvektet vekst på 15,8 % for Marine Harvest og 16,3 % for bransjen. Det har derimot vært begrenset tidsvektet vekst på 3,4 % i produksjonsvolum, se Tabell 9-1.

Analyseperiode	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Produksjonsvolum	295010	342820	392306	343772	418873	420148	380621	
Vekst		0,162	0,144	-0,124	0,218	0,003	-0,094	0,034

Tabell 9-1: Produksjonsvekst

Oppdrettsnæringen er svært tilbudsdrivet hvor utviklingen i lakseprisen korrelerer i stor grad med produksjonsmengden. Tilbudet er lite elastisk på kort sikt da produksjonsmengden begrenses av lang produksjonssyklus, samt vekstbegrensinger gjennom konsesjoner og biologi. Driftsinntekstveksten i analyseperioden har i større grad vært en verdivekst som følge av økte priser fremfor volumvekst. I 2012 falt lakseprisen som følge av økt tilbud, noe som reflekteres i vekstanalysen da 2012 er eneste år med fall i driftsinntektene. Senere i analyseperioden har lakseprisene hatt en markant økning med en foreløpig topp i 2016 som følge av begrenset tilbud og høy etterspørsel. En annen årsak til vekst er oppkjøp, hvor Marine Harvest sitt oppkjøp av Morpol bidrar til markant vekst i 2013 og 2014.

Marine Harvest	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Driftsinntekter	15281,20	16132,80	15463,60	19199,40	25531,30	27880,70	32609,41	24722,62
Vekst		0,056	-0,041	0,242	0,330	0,092	0,170	0,158
Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Driftsinntekter	30039,98	31178,16	30849,61	38635,02	49399,01	53311,22	65512,08	48596,65
Vekst		0,038	-0,011	0,252	0,279	0,079	0,229	0,163

Tabell 9-2: Historisk driftsinntekstvekst

Kapitalveksten er beregnet som normalisert egenkapitalvekst hvor veksten blir redusert ved utdeling til eierne, eller økt ved innskudd. Tabell 9-3 viser at Marine Harvest over analyseperioden holder tilbake 92,7 % av tidsvektet egenkapitalrentabilitet på 19,5 %. Det foreligger dermed en høy tidsvektet egenkapitalvekst for Marine Harvest på 18 %. Til sammenligning holder bransjegjennomsnittet tilbake 64,2 % av en tidsvektet egenkapitalrentabilitet på 20,4 %. For bransjegjennomsnittet blir egenkapitalveksten i analyseperioden dermed 13,1 %.

Vekst i egenkapital	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:	Bransjen:
Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,171	0,018	0,172	0,222	0,146	0,357	0,195	0,204
* Tilbakeholdsgrad	1-eku	-0,666	5,547	1,797	-0,233	1,688	0,166	1,439	0,863
= Egenkapitalvekst	ekv	-0,114	0,097	0,310	-0,052	0,246	0,059	0,280	0,176
Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,171	0,018	0,172	0,222	0,146	0,357	0,195	0,204
* Median tilbakeholdsgrad	1-eku	0,927	0,927	0,927	0,927	0,927	0,927	0,927	0,642
= Egenkapitalvekst	ekv	0,159	0,016	0,160	0,205	0,135	0,331	0,180	0,131

Tabell 9-3: Historisk egenkapitalvekst

9.1.2 Valg av budsjetthorisont T

Budsjetthorisonten T tilsvarer det siste året av budsjettperioden, hvor alle budsjettdriverne går over til enkel fremskrivning under forutsetning om konstant vekst i fremtiden. Det er en viktig forutsetning da en kan benytte Gordons vekstformel til verdsettelse av fremtidige kontantstrømmer (Berk og DeMarzo, 2017).

Veksten i bransjen og kvaliteten på regnskapsføringen er momenter som må vurderes for å finne et rimelig estimat på budsjetthorisonten T (Knivsflå, 2017q). I stabile og modne bransjer kan virksomheter være i «steady state», mens selskaper i vekstbransjer må antas å være lengre unna en konstant vekstfase. I delkapittel 3.2 argumenterte vi for at Marine Harvest og oppdrettsbransjen befinner seg i en overgang mellom vekst – og moden fase, noe som kan indikere en forholdsvis kort budsjetthorisont. Det har vært høy vekst i driftsinntektene og egenkapitalen gjennom regnskapsanalyseperioden, noe som indikerer en lengre budsjettperiode. I strategisk analyse argumenterte vi for at oppdrettsbransjen har et stort fremtidig vekstpotensial gjennom nye markeder og teknologiske innovasjoner som kan tilrettelegge for større produksjon. Det forventes at bransjen vil bli ytterligere konsolidert ved at større aktører som Marine Harvest kjøper mindre aktører, samt flere konsesjoner i årene fremover. Det indikerer at det vil ta tid før veksten i bransjen stabiliseres på et nivå som reflekterer «steady state».

Kvaliteten på regnskapsføringen er en vurdering av andel verdibasert regnskapsføring. For virksomheter hvor regnskapsføring er basert på virkelige verdier vil budsjettperioden være kortere enn ved konservativ regnskapsføring da finansregnskapet presenterer reelle verdier i balansen. Marine Harvest benytter IFRS som regnskapsspråk, ergo måling skjer både til virkelig verdi og historisk kost. IFRS tilrettelegger blant annet for at finansielle instrumenter og biologiske eiendeler måles til virkelig verdi. Vi har derimot valgt å justere målingen av biologiske eiendeler fra virkelig verdi til historisk kost i delkapittel 5.5. Det er dermed et stort innslag av historisk kost i vår regnskapsanalyse, noe som indikerer en lengre budsjettperiode.

På sikt vil veksten i bransjen gå mot gjennomsnittlig vekst i verdensøkonomien som følge av økonomisk teori. Vi forventer at det fremdeles er betydelige vekstmuligheter for bransjen i kommende perioder, samt at Marine Harvest benytter i stor grad historisk kost i regnskapet. Dermed konkluderer vi med at en budsjettperiode over 12 år, med start i 2017 og med

budsjettthorison t T i 2028, vil være et rimelig estimat for Marine Harvest. T+1 blir dermed i 2029, det vil si første år med konstant vekst i budsjettdriverne.

9.1.3 Budsjettering fra 0 til T

Budsjettmodellen består av 7 steg med ni budsjett drivere som utgjør fundamentet for fremtidsregnskapet som presenteres i delkapittel 9.2. Siden en lang budsjettperiode inkluderer mer usikkerhet om utviklingen i fremtidsregnskapet, kan det vanskelig predikeres detaljerte prognoser for mer enn et par år inn i fremtiden. Dermed benyttes et lavt detaljeringsnivå hvor man fokuserer på de antatt viktigste driverne av budsjettet, mens egenkapital og netto betalt utbytte beregnes som residualposter. På kort sikt tar budsjetteringen utgangspunkt i historisk utvikling til aktuell budsjett driver. Med kvantitativ innsikt fra historisk utvikling og kvalitativ innsikt fra strategisk analyse kan vi ha konkrete forventninger til en budsjett driver på kort sikt. På lengre sikt, spesielt hvis budsjettthorison ten T er lang, så vil regnskapstall tendere til å være tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen eller tidsvektet snitt (Knivsflå, 2017q). I perioden mellom våre budsjett punkt har vi lagt til grunn lineær fremskrivning.

Driftsinntekter

Driftsinntektsveksten påvirker i stor grad selskapets størrelse på sikt og er derfor en viktig driver. Penman (2013, s. 521) fremhever forhold som virksomhetens vekststrategi, markedet for produktet og virksomhetens markedsplan som viktige momenter å vurdere med tanke på fremtidig vekst.

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

Formel 9-1: Budsjettering av driftsinntekter

Vi har tidligere konkludert med at tradisjonell oppdrett befinner seg i en overgang mellom vekst- og moden fase. Konesjonssystemet og biologiske utfordringer begrenser produksjonsvolumene i bransjen slik at driftsinntektsveksten i stor grad representerer stigende laksepriser, samt at enkelt selskap vokser gjennom oppkjøp. Det kan tenkes at driftsinntektsveksten kan stagnere om bransjen ikke løser begrensningene tilknyttet produksjon da oppsiden i spotprisen på laks må anses å være begrenset i forhold til 2017 nivå. I den strategiske analysen argumenterte vi for at oppdrettsnæringen vil være viktig for å dekke det fremtidige matbehovet i verden og teknologiske fremskritt vil kunne øke produksjonen betydelig fra dagens nivåer. Det gir dekning for at det kan forventes at

bransjen vil vokse i overskuelig fremtid dersom bransjen evner å revitalisere seg. Marine Harvest er godt posisjonert i bransjen som den klart største aktøren. Tilstedeværelse i alle store produksjonsregioner og et godt utbygget salgs- og markedsapparat som kan tilpasse produktet til nye markeder gjør at selskapet er rigget for fremtidig vekst.

Den historiske veksten i driftsinntektene til Marine Harvest var 15,8 % i analyseperioden, mot et gjennomsnitt på 16,3 % i bransjen. Det siste året av analyseperioden, 2016, var et eksepsjonelt godt år for Marine Harvest og bransjen hvor veksten var henholdsvis 17 % og 22,9 %. Det tilsier at bransjen befinner seg i en oppgangssyklus som kan gi utslag i for positive prognoser for fremtiden.

For å kunne beregne veksten i det første året av budsjettperioden velger vi å fastsette driftsinntektsveksten, *div*, indirekte gjennom fremskrivning av omløpet til netto driftseiendeler, *onde*. Alternativt beregnes driftsinntektsveksten direkte, noe som fører til en indirekte fastsettelse av *onde*. *Onde* er som regel en mer stabil faktor enn *div*, noe som medfører at det er bedre å fastsette *onde* direkte fremfor *div* (Knivsflå, 2017q).

$$div_1 = \frac{onde_1 * NDE_0 - DI_0}{DI_0}$$

Formel 9-2: Driftsinntektsvekst år 1

I neste delkapittel fastsetter vi *onde* i 2017 til 1,55. Dermed blir *div* i 2017 beregnet til 6 %, noe som indikerer en moderat vekst i driftsinntektene sammenlignet med historisk gjennomsnitt og veksten i 2016. Dermed tar vi høyde for at veksten i 2016 var drevet av rekordhøye laksepriser som følge av begrenset produksjon og høy etterspørsel. Lakseprisene har falt i 2017, men er høyere enn tilsvarende periode i 2016. Det forventes høyere produksjonsnivåer i 2017, noe som indikerer en mer moderat utvikling i lakseprisen utover 2017. Marine Harvest estimerer en produksjon på 403 000 tonn i 2017 mot 380 621 tonn i 2016 (Marine Harvest, 2017f). Totalt sett anser vi dermed 6 % økning i driftsinntektene som et rimelig estimat for Marine Harvest i 2017.

På litt lengre sikt forventer vi at Marine Harvest følger opp sin satsningsstrategi med ytterligere oppkjøp. I 2017 er det foretatt et mindre oppkjøp i Canada som bygger opp under strategien. Vi velger derfor å legge inn et større oppkjøp i 2021 som vil øke driftsinntektene betydelig. Som følge av lineær utvikling mellom budsjettpunkt, blir veksten større i årene rundt oppkjøpet, noe som medfører at veksten i oppkjøpsåret begrenses til 10 %.

På lang sikt kan ikke et selskap ha en større vekst enn gjennomsnittet i den generelle verdensøkonomien. Ifølge estimatet til Knivsflå (2017q) vil en passende grenseverdi for veksten på lang sikt være forventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon. Det indikerer en vekstbegrensning på rundt 5 % på budsjettthorisonen, men ved å ta høyde for en større forventet vekst i økonomien settes maksimal vekst til 7,5 % på horisonen (Knivsflå, 2017q). Budsjettthorisonen i 2028 er tidspunktet hvor vi vurderer at Marine Harvest går over i en generell markedsvekst i «steady state». Vårt estimat på et fremdeles lavt fremtidig rentenivå tilsier at veksten ikke kan settes for høyt (Knivsflå, 2017q). Med utgangspunkt i forventningene til et lavt rentenivå, langsiktig økonomisk vekst på 5 % og pressete marginer på sikt estimerer vi at konstant vekst i «steady state» til 4,5 %, se Tabell 9-4.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DI_{t-1}	32609,41	34572,64	36998,02	39961,65	43560,24	47916,26	52331,41	56742,20	61078,92	65267,19	69229,84	72889,13	76169,14	79596,75
* $1+div_t$	1,060	1,070	1,080	1,090	1,100	1,092	1,084	1,076	1,069	1,061	1,053	1,045	1,045	1,045
= DI_t	34572,64	36998,02	39961,65	43560,24	47916,26	52331,41	56742,20	61078,92	65267,19	69229,84	72889,13	76169,14	79596,75	83178,61

Tabell 9-4: Budsjettering av driftsinntekter

Driftsinntektsveksten har lineær utvikling mellom budsjettpunktene som er forutsatt indirekte med onde i år 1, et større oppkjøp i 2021 og en vekst på 4,5 % på budsjettthorisonen. Budsjettering gir dermed en relativt stor gjennomsnittlig geometrisk vekst i budsjettperioden på 6,8 %, hvilket samsvarer godt med Marine Harvest sin satsningsstrategi. Sammenligner vi med konsensusestimater blant norske finansanalytikere i Dagens Næringsliv pr. 04.05.2017, forventes driftsinntektene til Marine Harvest å være 34,83 milliarder kroner i 2017 og 37,01 milliarder kroner i 2018. Det samsvarer godt med vårt estimat på 34,57 og 36,998 milliarder kroner i henholdsvis 2017 og 2018.

Siden vi har budsjettet med en betydelig driftsinntektsvekst i budsjettperioden, vil vi gjennomføre en analyse av produksjonsvolum. Tabell 9-1 viser historisk produksjonsvekst. I 2016 gikk volumet ned til 380 621 tonn fra 420 148 tonn i 2015 på grunn av biologiske utfordringer. Bransjen er i en oppgangssyklus med høye spotpriser som antas å vedvare over lengre tid. Oppsiden i lakseprisen antas å være begrenset i budsjettperioden, slik at store deler av veksten i driftsinntektene må komme av volumvekst og ikke en verdivekst gjennom høyere priser. Det er dermed nødvendig å analysere hvor stor produksjonsveksten implisitt vil være i budsjettperioden for å vurdere rimeligheten til estimatet. I Marine Harvest fraskrives 89,8 % av inntektene fra laks i 2016. I en virksomhet hvor en så stor andel av inntektene kommer fra et produkt, kan veksten i driftsinntekter beregnes etter Formel 9-3.

$$DI = \text{gjennomsnittspris} * \text{produksjonsmengde} + \text{andre driftsinntekter}$$

Formel 9-3: Beregning produksjonsvekst

Produksjonsmengden blir beregnet implisitt ved å budsjettere gjennomsnittsprisen og andre driftsinntekter i Marine Harvest. Totalsummen er satt lik budsjetterte driftsinntekter, jf Tabell 9-4, for å dermed kunne illustrere grunnlaget for driftsinntektene.

Først budsjetteres veksten i gjennomsnittsprisen, arpu, som Marine Harvest oppnår for produktene sine. I Tabell 9-5 vises historisk utvikling i gjennomsnittsprisen hvor veksten har vært volatil med en tidsvektet vekst på 13,9 %. Veksten har vært spesielt stor i senere år som følge av stor økning i spotprisen. Samtidig har Marine Harvest økt sine andeler innen videreforedling med blant annet oppkjøpet av Morpol. Dette har medført at gjennomsnittsprisen er etablert på et høyt nivå i 2016.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
ARPU	51,80	45,96	39,31	55,78	60,40	65,95	85,49	
Vekst		-0,113	-0,145	0,419	0,083	0,092	0,296	0,139

Tabell 9-5: Vekst i ARPU

Gjennomsnittsprisen til Marine Harvest er dermed en kombinasjon av spotpriser og videreforedling. Videreforedling er mindre gunstig i perioder med stor økning i spotprisen da det tar tid før prisene øker mot detaljistene mens råvareprisene øker. Ved nedgang i spotprisene er videreforedling mer gunstig da prisene mot detaljistene er mer stabile. En satsning på videreforedling er dermed en sikring mot volatile spotpriser for Marine Harvest.

Med en stor økning i spotprisen i 2016 forventer vi som nevnt en begrenset oppside. Fish Pool projiserer forwardpriser til henholdsvis 61,25 kroner i 2018 og 57,75 kroner i 2019. På mellomlang og lang sikt er det svært vanskelig å spå utviklingen i spotprisen. Vi forventer at spotprisen vil være høy i en lengre periode da økt etterspørsel i nye markeder som Kina kompenserer i stor grad for økt produksjonskapasitet. På lang sikt forventer vi derimot at spotprisene vil reduseres da konkurransen øker og marginene presses. Marine Harvest sin satsning innen videreforedling kompenserer for et fall i spotprisene da betalingsviljen er høyere for bearbejdede produkter, slik at gjennomsnittsprisen opprettholdes. Vi budsjetterer med en stabil vekst tilsvarende forventet generell prisvekst på 2 % på budsjettperioden med lineær utvikling fra 2016 nivå. Vi forutsetter dermed at eventuelle svingninger i gjennomsnittsprisen utjevner hverandre gjennom budsjettperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ARPU _{t-1}	85,49	85,49	85,65	85,96	86,43	87,06	87,85	88,81	89,94	91,25	92,74	94,43	96,31	98,24
* 1+arpuv _t	1,000	1,002	1,004	1,005	1,007	1,009	1,011	1,013	1,015	1,016	1,018	1,020	1,020	1,020
= ARPU _t	85,49	85,65	85,96	86,43	87,06	87,85	88,81	89,94	91,25	92,74	94,43	96,31	98,24	100,21

Tabell 9-6: Budsjettering gjennomsnittspris

Andre driftsinntekter er en relativt liten post i Marine Harvest og har variert i stor grad gjennom analyseperioden, se Tabell 9-7. Da det ikke foreligger en trend i veksten på andre driftsinntekter, samt at utgangspunktet er lavt i 2016, forutsetter vi en lineær utvikling i veksten fra generell prisvekst på 2 % i 2017 til vanlig horisontvekst på 4,5 %, se Tabell 9-8.

Analyseperiode	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet:
Andre driftsinntekter	375,4	43,2	22,1	230,9	170,5	68,7	
Vekst		-0,885	-0,488	9,448	-0,262	-0,597	1,490

Tabell 9-7: Andre driftsinntekter

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ADI _{t-1}	68,70	70,07	71,63	73,39	75,36	77,55	79,99	82,68	85,65	88,92	92,51	96,47	100,81	105,34
* 1+div _{At}	1,020	1,022	1,025	1,027	1,029	1,031	1,034	1,036	1,038	1,040	1,043	1,045	1,045	1,045
= ADI _t	70,07	71,63	73,39	75,36	77,55	79,99	82,68	85,65	88,92	92,51	96,47	100,81	105,34	110,08

Tabell 9-8: Budsjettering andre driftsinntekter

Etter å ha beregnet gjennomsnittspriser og andre driftsinntekter kan produksjonsmengdene beregnes implisitt, se Tabell 9-9. Med forutsetningene våre blir produksjonsvolumet i 2017 på 403 000 tonn, noe som samsvarer med forventet slaktevolum fra Marine Harvest. På mellomlang sikt forventes en betydelig økning i produksjonsvolum med et volum på 638 000 tonn i 2023. Det er en stor økning fra historiske nivåer, men skyldes i stor grad at vi har lagt inn et stort oppkjøp. Marine Harvest har tidligere prøvd å gjennomføre oppkjøp av både Cermaq og Grieg Seafood, noe som alene ville gitt en produksjonsøkning på over 200 000 tonn. En annen viktig faktor på mellomlang sikt er at nye markeder som Kina vil kunne øke etterspørselen og være et stort marked for Marine Harvest.

På budsjetthorisonten forventes et produksjonsvolum på 790 000 tonn. En stor produksjonsøkning på sikt vil komme av teknologisk utvikling som forventes å øke produksjonskapasiteten betydelig. En annen kilde til vekst er Chile hvor produksjonsvolumet til Marine Harvest pr. 2016 var kun 37 000 tonn av lisenser på 120-130 000 tonn. En lavere utnyttelse pr. 2017 skyldes biologisk risiko (Marine Harvest, 2017a), noe som indikerer et stort fremtidig potensiale.

Geometrisk produksjonsvekst i budsjettperioden blir 6,27 %. Basert på våre forutsetninger anses dermed budsjetterte produksjonsvolum som realistisk. Vi presiserer at det er stor

usikkerhet tilknyttet utviklingen i gjennomsnittsprisen, biologisk risiko og størrelsen på oppkjøpet.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ARPU _t	85,49	85,65	85,96	86,43	87,06	87,85	88,81	89,94	91,25	92,74	94,43	96,31	98,24	100,21
* Produksjonsvolum _t	403568	431136	464030	503126	549504	594783	638001	678169	714311	745501	770900	789794	809152	828984
= LD _t	34502,56	36926,39	39888,26	43484,88	47838,71	52251,42	56659,52	60993,28	65178,27	69137,33	72792,67	76068,34	79491,41	83068,53
+ AD _t	70,07	71,63	73,39	75,36	77,55	79,99	82,68	85,65	88,92	92,51	96,47	100,81	105,34	110,08
= DI _t	34572,64	36998,02	39961,65	43560,24	47916,26	52331,41	56742,20	61078,92	65267,19	69229,84	72889,13	76169,14	79596,75	83178,61

Tabell 9-9: Budsjettering produksjonsmengder

Netto driftskapital

Med årlige prognoser på omløpet til netto driftseiendeler, onde, kan størrelsen på netto driftseiendeler fastsettes i fremtidsregnskapet.

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

Formel 9-4: Budsjettering netto driftskapital

Tidsvektet gjennomsnitt gjennom analyseperioden viste at Marine Harvest har en marginalt lavere onde med 1,23 mot bransjen med 1,26. Historisk har Marine Harvest en marginal omløpsulempe som følge av at internasjonal eksponering har gitt en lavere gjennomsnittspris pr. produsert enhet. Marine Harvest har en historisk effektivitetsfordel som følge av lavere kapitalbinding pr. produsert enhet på grunn av stordriftsfordeler. Etter oppkjøpet av Morpol falt fordelene før den ble kraftig forbedret i 2016 som kan tyde på at Marine Harvest klarer å effektivisere driften etter oppkjøpet.

I 2016 oppnådde Marine Harvest og bransjegjennomsnittet en onde på 1,5 som følge av stor økning i driftsinntektene. Onde er normalt mer stabil enn driftsinntektsveksten, og benyttes derfor til å budsjettere driftsinntektsveksten indirekte gjennom å fastsette onde til 1,55 i 2017. Det tilsvarer en liten økning sammenlignet med 2016 som vi begrunner med at Marine Harvest effektiviserer driften stadig mer etter det store oppkjøpet av Morpol i 2013.

Med oppkjøp i 2021 forventer vi et fall i onde som følge av økte eiendeler og derav økte netto driftseiendeler. Vi forventer at oppkjøpet gir et midlertidig fall i effektiviteten i likhet med tidligere oppkjøp. Vi har skjønnsmessig vurdert onde til 1,22 i 2021 som følge av oppkjøpet.

I analyseperioden varierte onde mellom 0,98 i 2012 som var et negativt år for bransjen med lave laksepriser og fall i driftsinntektene, til 1,5 i onde i 2016 med høye priser og sterk

økning i driftsinntektene. Et budsjettpunkt på horisonten lik tidsvektet bransjegjennomsnitt på 1,259 kan derfor virke som et rimelig estimat på onde i «steady state» siden det er et tilnærmet gjennomsnitt av syklusene. Analyseperioden består av flest gode år for bransjen som følge av en oppgangssyklus, og tidsvektet onde for perioden kan derfor være noe overvurdert. På budsjetthorisonten forventer vi derfor at onde for bransjegjennomsnittet vil være noe lavere enn tidsvektet snitt på 1,259. For Marine Harvest forventes en varig, men marginal omløpsfordel som følge av førstetrekkefordeler med tidlige oppkjøp innen oppdrett og videreforedling. Vi benytter dermed tidsvektet snitt på 1,259 som estimat på onde for Marine Harvest i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DI_{t+1}	36998,02	39961,65	43560,24	47916,26	52331,41	56742,20	61078,92	65267,19	69229,84	72889,13	76169,14	79596,75	83178,61	86921,65
/ Onde _{t+1}	1,550	1,440	1,330	1,220	1,225	1,230	1,235	1,240	1,245	1,249	1,254	1,259	1,259	1,259
= NDE _t	23869,69	27751,15	32752,06	39275,63	42723,00	46139,37	49468,63	52651,81	55628,64	58339,31	60726,42	63212,16	66056,71	69029,26

Tabell 9-10: Budsjettering av netto driftseiendeler

Netto driftsresultat

Prognoser på netto driftsmargin benyttes til å fastsette årlig netto driftsresultat.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Formel 9-5: Budsjettering netto driftsresultat

Historisk er gjennomsnittlig netto driftsmargin på omlag 11 % for Marine Harvest og bransjen. Netto driftsmargin har sammenheng med hvor intens konkurransen er i bransjen. Hvis bransjen vokser organisk, kan veksten komme uten store konsekvenser for lønnsomheten. I et mer mett marked vil vekst komme på bekostning av andre aktører og kan lede til priskrig hvilket kan presse marginene. I eksternanalysen argumenterte vi for en bransje med moderat intern rivalisering. Begrunnelsen er at bransjen vokser og gir god lønnsomhet siden lakseprisen er tilbudsrevet, hvor begrenset produksjon og høy etterspørsel har gitt gode år for bransjen. Det er faktorer som bidrar til at lakseprisene ble rekordhøye i 2016 og driftsmarginer på henholdsvis 15,3 % for Marine Harvest og 15,9 % for bransjen.

Marine Harvest har en høy kontraktsandel på 42 %, noe som medførte at selskapet ikke oppnådde full effekt av prisøkningen i 2016 (Marine Harvest, 2017a). Imidlertid oppnår selskapet pr. 2017 bedre marginer på kontrakter sammenlignet med tilsvarende periode i 2016. Spotprisen forventes å være høy i 2017, og dermed forventer vi at Marine Harvest forbedrer netto driftsmargin til 17 % i 2017.

Starten av budsjettperioden er dermed preget av høye spotpriser som gir oppdretterne meget god driftsmargin. På mellomlang sikt forventes marginen i bransjen å fortsatt være god da økt etterspørsel fra nye markeder som Kina kompenserer i stor grad for gradvis økt produksjonskapasitet. På lang sikt forutsetter vi at ny produksjonsteknologi gir en stor kapasitetsøkning med redusert spotpris og mer intens konkurranse. Som følge av gradvis økt konkurranse og redusert spotpris antas driftsmarginen å falle.

Marine Harvest vil følge sin strategi om å øke andelen gradvis innen videreforedling for å bli mindre eksponert for spotprisen, noe som gir selskapet en mer stabil inntjening og lavere risiko. Vi har tidligere påpekt at videreforedling er mindre gunstig ved høye spotpriser, men mer gunstig ved lave spotpriser. Fordelen er at videreforedling gir en mer stabil inntjening. Med en kombinasjon av reduserte spotpriser på grunn av økt tilbud og konkurranse, i kombinasjon med en større satsning på videreforedling vil driftsmarginen bli gradvis redusert gjennom budsjettperioden.

$$ndm_T = \frac{ndr_T}{onde_T}, \text{ hvor } ndr_T = ndk_T + \text{strategisk fordel}$$

Formel 9-6: Netto driftsmargin på budsjetthorisonten T

Den strategiske driftsfordelen, uten gearing, har historisk vært 9,74 % i gjennomsnitt. På sikt vil konkurransekraftene sørge for at den strategiske fordelens reduseres til en mindre fordel på 2 %. Årsakene til en varig strategisk fordel på 2 % argumenterer vi for i delkapittel 10.4. I kapittel 10 blir fremtidskravet på netto driftskrav fastsatt til 0,055 på budsjetthorisonten T. Med en varig strategisk fordel på 2 % blir netto driftsmargin på budsjetthorisonten lik 6 %.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
D _t	34572,64	36998,02	39961,65	43560,24	47916,26	52331,41	56742,20	61078,92	65267,19	69229,84	72889,13	76169,14	79596,75	83178,61
* ndm _t	0,170	0,160	0,150	0,140	0,130	0,120	0,110	0,100	0,090	0,080	0,070	0,060	0,060	0,060
= NDR _t	5877,35	5918,79	5992,31	6095,27	6224,47	6273,43	6233,39	6097,53	5861,39	5523,29	5084,57	4549,84	4754,58	4968,54

Tabell 9-11: Budsjettering av netto driftsresultat

Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld estimeres ved separat budsjettering av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

Formel 9-7: Budsjettering finansiell gjeld

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Formel 9-8: Budsjettering finansielle eiendeler

I 2016 har Marine Harvest en finansiell gjeldsdel, fgd, på 44 %. Selskapets utbyttepolitikk er aggressiv og medfører at veksten delvis må finansieres gjennom nye låneopptak. En høy kontantstrøm fra drift er medvirkende til at gjeldsdelen likevel kan beskrives som kontrollert. Det kan være flere utgangspunkt for optimal finansiell gjeldsdel, som for eksempel bransjesnitt, tidsvektet gjennomsnitt for virksomheten eller vanlig kapitalstruktur på børsen. På Oslo Børs er gjeldsdelen på rundt 50 %, mens gjeldsandelen ofte er høyere for ikke-børsnoterte virksomheter (Knivsflå, 2017r). Som følge av risikoen ved en syklisk oppdrettsbransje bør gjeldsdelen være lavere enn 50 % for å kompensere for risikoen for tap i en nedgangssyklus. Vi velger å videreføre nivået fra 2016 inn i fremtidsregnskapet siden det antas å være beste estimat på kort sikt.

Vi forutsetter at finansiell gjeldsdel øker med oppkjøpet i 2021 til 50 %, hvor den så faller mot 40 % på budsjettthorisonten som følge av lavere vekst og for å kompensere for risikoen ved nedgangssyklus. I perioden mellom budsjettpunktene konvergerer gjeldsdelen lineært.

Historisk har Marine Harvest hatt en lav andel av finansielle eiendeler, hvor kontanter har utgjort en stor andel. Pr. 2016 har selskapet en finansiell eiendelsdel, fed, på 3,9 %. Selskapet betaler ut store utbytter i tråd med sin utbyttepolitikk, da selskapet genererer nok kontanter gjennom driften til å betale løpende forpliktelser. En standard finansiell eiendelsdel er rundt 20 %, noe som er høyt når det er optimal selskapsstyring å ha en begrenset kontantbeholdning som ikke skal brukes til andre formål enn investeringer i konstant vekst (Knivsflå, 2017r). På horisonten estimeres dermed en finansiell eiendelsdel på 5 % som følge av selskapets utbyttepolitikk.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE _t	23869,69	27751,15	32752,06	39275,63	42723,00	46139,37	49468,63	52651,81	55628,64	58339,31	60726,42	63212,16	66056,71	69029,26
* fgd _t	0,440	0,455	0,470	0,485	0,500	0,486	0,471	0,457	0,443	0,429	0,414	0,400	0,400	0,400
= FG _t	10502,67	12626,77	15393,47	19048,68	21361,50	22410,55	23320,93	24069,40	24635,54	25002,56	25158,09	25284,86	26422,68	27611,70
NDE _t	23869,69	27751,15	32752,06	39275,63	42723,00	46139,37	49468,63	52651,81	55628,64	58339,31	60726,42	63212,16	66056,71	69029,26
* fed _t	0,040	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,050	0,050	0,050
= FE _t	954,79	1135,27	1369,63	1678,14	1864,28	2055,30	2248,57	2441,13	2629,72	2810,89	2981,11	3160,61	3302,84	3451,46
= NFG _t	9547,88	11491,50	14023,84	17370,54	19497,22	20355,25	21072,35	21628,27	22005,82	22191,67	22176,97	22124,26	23119,85	24160,24

Tabell 9-12: Budsjettering av netto finansiell gjeld

Minoritet

Minoritetsdel benyttes til å budsjettere minoritetsinteressene i fremtidsregnskapet.

$$MI_t = mid_t * NDE_t, mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t}$$

Formel 9-9: Budsjettering minoritet

Generelt vil det være optimalt for majoriteten i et konsern å presse ut majoritetsinteressene i lønnsomme datterselskap, mens det kan være optimalt å kunne dele tap i et motsatt scenario (Knivsflå, 2017r). Minoritetsinteressene har historisk utgjort en svært lav andel i Marine Harvest. I tillegg er tidsvektet gjennomsnittskrav større enn rentabiliteten, noe som indikerer at minoritetsinteressene historisk har vært lønnsomme for Marine Harvest. Siden historisk minoritetsandel er veldig liten, vektlegger vi minoritetsinteressene lavt og estimerer at minoritetsinteressene holder seg på 2016 nivå gjennom budsjettperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE _t	23869,69	27751,15	32752,06	39275,63	42723,00	46139,37	49468,63	52651,81	55628,64	58339,31	60726,42	63212,16	66056,71	69029,26
* mid _t	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005
= MI _t	11,93	13,88	16,38	19,64	21,36	23,07	24,73	26,33	27,81	29,17	30,36	31,61	33,03	34,51

Tabell 9-13: Budsjettering minoritetsinteresser

Netto finanskostnad

Netto finanskostnad beregnes ved separat budsjettering av netto finanskostnad og netto finansinntekt.

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

Formel 9-10: Budsjettering netto finanskostnad

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

Formel 9-11: Budsjettering netto finansinntekt

I analyseperioden fremkommer det at Marine Harvest har en finansieringsulempe på finansiell gjeld på -1,3 %. Det kan foreligge flere kilder til at den historiske gjeldsrenten er høyere enn gjeldskravet. Virkelig verdi av finansiell gjeld kan være undervurdert, men gjeldskravet kan også være estimert for lavt som følge av for god rating.

Hvis vi antar effisiente finansmarkeder og at netto finansiell gjeld balanseføres eller justeres til virkelig verdierestimat, kan vi forutsette at renten reflekterer kravet og at det dermed ikke foreligger noen finansieringsfordeler/ulemper (Knivsflå, 2017r). Finansiell gjeldsrente, fgr, settes dermed lik finansielt gjeldskrav som er beregnet i delkapittel 10.2.1.

Finansielle eiendeler har en gjennomsnittlig finansieringsulempe på 0,1 % i analyseperioden. Det kan indikere at balanseført verdi av finansielle eiendeler potensielt er undervurdert forutsatt at kravet er riktig. For fremtiden forutsetter vi at oppnådd rentabilitet tilsvarer kravet. Renten settes dermed lik finansielt eiendelskrav som er beregnet i delkapittel 10.2.1.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FG _{t-1}	9027,24	10502,67	12626,77	15393,47	19048,68	21361,50	22410,55	23320,93	24069,40	24635,54	25002,56	25158,09	25284,86	26422,68
* fg _t	0,019	0,020	0,021	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,027	0,031	0,034	0,037	0,037	0,037
= NFK _t	174,41	211,73	264,28	331,67	422,16	486,57	524,27	559,94	656,67	752,74	845,77	933,37	938,07	980,28
FE _{t-1}	981,32	954,79	1135,27	1369,63	1678,14	1864,28	2055,30	2248,57	2441,13	2629,72	2810,89	2981,11	3160,61	3302,84
* fe _t	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,017	0,018	0,020	0,025	0,029	0,034	0,038	0,038	0,038
= NFI _t	6,96	8,72	12,62	17,72	24,78	30,92	37,84	45,50	60,33	76,78	94,66	113,75	120,60	126,03
= NFK-NFI	167,45	203,01	251,66	313,95	397,38	455,65	486,43	514,43	596,34	675,96	751,11	819,61	817,47	854,25

Tabell 9-14: Budsjettering av netto finanskostnad

Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat beregnes med prognoser på minoritetsrentabilitet og minoritetsinteressene.

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1} \quad , \quad mir_t = \frac{NMR_t}{MI_{t-1}}$$

Formel 9-12: Budsjettering netto minoritetsresultat

Minoritetsrentabiliteten kan forutsettes å være lik minoritetskravet hvis majoriteten klarer å presse minoriteten, eller hvis minoritetsinteressene er balanseført til virkelig verdi. Historisk har tidsvektet gjennomsnitt på minoritetsrentabiliteten vært lavere enn kravet, noe som er en fordel for eierne. Rentabiliteten har vært svært volatil i forhold til historisk minoritetskrav. Det indikerer at det ikke er rimelig å forutsette at minoritetsrentabiliteten skal tilsvare minoritetskravet på kort sikt.

I starten av budsjettperioden forutsetter vi at minoritetsrentabiliteten nærmer seg minoritetskravet fra et negativt nivå i 2016. Minoritetsrentabiliteten settes til tidsvektet gjennomsnitt på 0,024 i 2017. Gjennom budsjettperioden forutsetter vi at minoritetsrentabiliteten gradvis konvergerer lineært mot minoritetskravet på 0,083, noe som indikerer at det ikke vil være en strategisk fordel for minoritetsinteressene i «steady state», se Tabell 9-15.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MI _{t-1}	8,18	11,93	13,88	16,38	19,64	21,36	23,07	24,73	26,33	27,81	29,17	30,36	31,61	33,03
* mir _t	0,024	0,029	0,035	0,040	0,045	0,051	0,056	0,061	0,067	0,072	0,077	0,083	0,083	0,083
= NMR _t	0,20	0,35	0,48	0,66	0,89	1,08	1,29	1,52	1,76	2,00	2,26	2,51	2,61	2,73

Tabell 9-15: Budsjettering av netto minoritetsresultat

9.2 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Fremtidsregnskapet beregnes for budsjettperioden 2017-2028, samt to år inn i «steady state» for å vise at Marine Harvest er i konstant vekst. Fremtidsregnskapet består av fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm.

9.2.1 Fremtidsresultat

Postene i resultatregnskapet er beregnet gjennom budsjettmodellen, med unntak av netto betalt utbytte som fastsettes residualt og bygger bro mellom resultat og balanse:

$$\text{NBU} = \text{FNR} - \Delta\text{EK}$$

Vi har ikke beregnet unormale poster i budsjettet da det ikke foreligger informasjon om unormale hendelser som på kort sikt må bygges inn i fremtidsregnskapet. Vi forventer samtidig at utbyttepolitikken blir videreført.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
- DI	32609,41	34572,64	36998,02	39961,65	43560,24	47916,26	52331,41	56742,20	61078,92	65267,19	69229,84	72889,13	76169,14	79596,75	83178,61
- NDR	4987,04	5877,35	5918,79	5992,31	6095,27	6224,47	6273,43	6233,39	6097,53	5861,39	5523,29	5084,57	4549,84	4754,58	4968,54
+ NFI	13,93	6,96	8,72	12,62	17,72	24,78	30,92	37,84	45,50	60,33	76,78	94,66	113,75	120,60	126,03
= NRS	5000,97	5884,31	5927,51	6004,93	6112,99	6249,24	6304,35	6271,23	6143,03	5921,73	5600,06	5179,24	4663,59	4875,19	5094,57
- NFI	337,22	174,41	211,73	264,28	331,67	422,16	486,57	524,27	559,94	656,67	752,74	845,77	933,37	938,07	980,28
- NMR	-2,79	0,20	0,35	0,48	0,66	0,89	1,08	1,29	1,52	1,76	2,00	2,26	2,51	2,61	2,73
= NRE	4666,53	5709,70	5715,43	5740,17	5780,67	5826,20	5816,70	5745,67	5581,58	5263,30	4845,32	4331,20	3727,72	3934,50	4111,56
+ UNDR	-1612,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ UNFI	-1435,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- UNMR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= FNR	1618,55	5709,70	5715,43	5740,17	5780,67	5826,20	5816,70	5745,67	5581,58	5263,30	4845,32	4331,20	3727,72	3934,50	4111,56
- NBU	3894,83	5650,65	3779,54	3274,10	2607,06	4507,23	3260,06	3135,17	2955,91	2665,51	2321,85	1930,60	1190,50	2086,97	2180,88
= ΔEK	-2276,28	59,05	1935,89	2466,07	3173,60	1318,97	2556,63	2610,50	2625,67	2597,78	2523,47	2400,61	2537,22	1847,53	1930,67

Tabell 9-16: Fremtidsresultat

Fremtidsregnskapet blir analysert med strategisk rentabilitetsanalyse i delkapittel 10.4, samt en sammenligning av EPS (Earning Per Share) mot konsensus blant norske finansanalytikere. EPS er et viktig forholdstall ved fundamental verdsettelse og viser forventet nettoresultat eller fortjeneste per aksje (Knivsflå, 2017r).

$$\text{EPS} = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Tidsvektet gjennomsnitt av utestående aksjer}}$$

Formel 9-13: Earning Per Share (EPS)

Til sammenligning benyttes estimat hentet fra Dagens Næringsliv, pr. 09.05.2017:

Fortjeneste pr. aksje (EPS)	2017	2018
Fremtidsregnskap	12,69	12,70
Konsensus	13,64	14,54

Tabell 9-17: Fortjeneste pr. aksje (EPS)

Tabell 9-17 viser at vårt estimat fra fremtidsregnskapet er lavere enn konsensus blant finansanalytikerne for 2017 og 2018, og dermed mer konservativt. Generelt vil predikerte estimat som beregnes i lang tid før Marine Harvest offentliggjør offisielle tall kunne inneholde store prediksjonsfeil. Konsensusestimater regnes som det estimatet som gir minst

prediksjonsfeil i forhold oppnådd EPS da det oppdateres jevnlig av finansanalytikere (Knivsflå, 2017r).

9.2.2 Fremtidsbalanse

Balansen presenteres som sysselsatt kapital og netto driftskapital. Postene er estimert i budsjettmodellen, med unntak av egenkapitalen som blir fastsatt residualt:

$$EK = SSK - FG - MI \quad EK = NDK - NFG - MI$$

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	22304,93	23869,69	27751,15	32752,06	39275,63	42723,00	46139,37	49468,63	52651,81	55628,64	58339,31	60726,42	63212,16	66056,71	69029,26
+ FE	981,32	954,79	1135,27	1369,63	1678,14	1864,28	2055,30	2248,57	2441,13	2629,72	2810,89	2981,11	3160,61	3302,84	3451,46
= SSE	23286,25	24824,48	28886,42	34121,69	40953,77	44587,28	48194,67	51717,21	55092,94	58258,36	61150,20	63707,53	66372,77	69359,54	72480,72
EK	14250,83	14309,88	16245,77	18711,85	21885,45	23204,42	25761,05	28371,55	30997,22	33595,00	36118,47	38519,08	41056,30	42903,83	44834,51
+ MI	8,18	11,93	13,88	16,38	19,64	21,36	23,07	24,73	26,33	27,81	29,17	30,36	31,61	33,03	34,51
+ FG	9027,24	10502,67	12626,77	15393,47	19048,68	21361,50	22410,55	23320,93	24069,40	24635,54	25002,56	25158,09	25284,86	26422,68	27611,70
= SSK	23286,25	24824,48	28886,42	34121,69	40953,77	44587,28	48194,67	51717,21	55092,94	58258,36	61150,20	63707,53	66372,77	69359,54	72480,72

Tabell 9-18: Fremtidsbalanse (sysselsatt kapital)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
= NDE	22304,93	23869,69	27751,15	32752,06	39275,63	42723,00	46139,37	49468,63	52651,81	55628,64	58339,31	60726,42	63212,16	66056,71	69029,26
EK	14250,83	14309,88	16245,77	18711,85	21885,45	23204,42	25761,05	28371,55	30997,22	33595,00	36118,47	38519,08	41056,30	42903,83	44834,51
+ MI	8,18	11,93	13,88	16,38	19,64	21,36	23,07	24,73	26,33	27,81	29,17	30,36	31,61	33,03	34,51
+ NFG	8045,92	9547,88	11491,50	14023,84	17370,54	19497,22	20355,25	21072,35	21628,27	22005,82	22191,67	22176,97	22124,26	23119,85	24160,24
= NDK	22304,93	23869,69	27751,15	32752,06	39275,63	42723,00	46139,37	49468,63	52651,81	55628,64	58339,31	60726,42	63212,16	66056,71	69029,26

Tabell 9-19: Fremtidsbalanse (netto driftskapital)

9.2.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Oppstillingen av fri kontantstrøm viser kapitalen som blir generert etter at reinvesteringer og nødvendige nyinvesteringer er hensyntatt (Knivsflå, 2017r). Oppstillingen viser dessuten at kontantstrøm fra drift er positiv i alle år unntatt 2020 hvor det foretas et stort oppkjøp som delvis må gjeldsfinansieres. Marine Harvest har dermed en meget lønnsom drift i fremtidsregnskapet med høy inntjening. Selskapet foretar jevnlig låneopptak for å delfinansiere veksten og nyinvesteringer. Fri kontantstrøm til egenkapitalen, FKE, er positiv gjennom hele budsjettperioden slik at Marine Harvest vil betale netto utbytte.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDR	4987,04	5877,35	5918,79	5992,31	6095,27	6224,47	6273,43	6233,39	6097,53	5861,39	5523,29	5084,57	4549,84	4754,58	4968,54
- UNDR	-1612,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ ΔNDE	-3801,99	1564,77	3881,45	5000,92	6523,57	3447,38	3416,37	3329,26	3183,18	2976,82	2710,67	2387,11	2485,75	2844,55	2972,55
= FKD	7176,33	4312,58	2037,34	991,40	-428,30	2777,09	2857,06	2904,13	2914,35	2884,57	2812,62	2697,47	2064,10	1910,04	1995,99
+ NFI	13,93	6,96	8,72	12,62	17,72	24,78	30,92	37,84	45,50	60,33	76,78	94,66	113,75	120,60	126,03
+ UNFI	-1435,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- ΔFE	271,42	-26,53	180,49	234,36	308,51	186,14	191,02	193,28	192,56	188,59	181,18	170,22	179,49	142,23	148,63
= FKS	5483,55	4346,07	1865,57	769,66	-719,09	2615,73	2696,96	2748,69	2767,29	2756,32	2708,22	2621,91	1998,35	1888,41	1973,39
- NFK	337,22	174,41	211,73	264,28	331,67	422,16	486,57	524,27	559,94	656,67	752,74	845,77	933,37	938,07	980,28
+ ΔFG	-1253,56	1475,43	2124,11	2766,70	3655,21	2312,82	1049,05	910,38	748,47	566,14	367,02	155,53	126,78	1137,82	1189,02
- NMR	-2,79	0,20	0,35	0,48	0,66	0,89	1,08	1,29	1,52	1,76	2,00	2,26	2,51	2,61	2,73
- UNMR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ ΔMI	-0,72	3,76	1,94	2,50	3,26	1,72	1,71	1,66	1,59	1,49	1,36	1,19	1,24	1,42	1,49
= FKE	3894,83	5650,65	3779,54	3274,10	2607,06	4507,23	3260,06	3135,17	2955,91	2665,51	2321,85	1930,60	1190,50	2086,97	2180,88

Tabell 9-20: Fremtidig fri kontantstrøm. Fri kontantstrøm til egenkapitalen, FKE, tilsvarende netto betalt utbytte, NBU, i fremtidsresultat.

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapittelet beregnes fremtidskrav som benyttes som diskonteringsrenter i ulike verddivurderingsmodeller, jf. kapittel 11. Selv om fremtidskravene beregnes i dette kapittelet, henvises leseren til kapittel 7 for grunnleggende teori bak kravene.

En grunnleggende forskjell fra historiske avkastningskrav er at fremtidskravene vektet på inngående balanse under den forutsetning om at alle kontantstrømmer realiseres pr. 31.12 årlig. I utgangspunktet skal vektene i fremtidskravene være estimerte verdivekter, noe som vi på dette stadiet ikke har kjennskap til. Dermed må fremtidskravene i første steg beregnes med budsjetterte vektorer for å så bli oppdatert sekvensielt til verdivekter. Bruken av budsjetterte vektorer i fremtidskravene egner seg derimot godt til sammenligning med rentabilitet for å avdekke en eventuell varig strategisk fordel eller ulempe i delkapittel 10.4.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EK/NDE	0,601	0,639	0,600	0,585	0,571	0,557	0,543	0,558	0,574	0,589	0,604	0,619	0,634	0,650	0,650
+ MI/NDE	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
+ NFG/NDE	0,398	0,361	0,400	0,414	0,428	0,442	0,456	0,441	0,426	0,411	0,396	0,380	0,365	0,350	0,350
= NDE/NDE	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	1,000

Tabell 10-1: Budsjetterte vektorer

10.1 Krav til egenkapital

Fremtidskravet på egenkapitalen beregnes med utgangspunkt i justert kapitalverdimodell som inkluderer illikviditetspremie til henholdsvis majoriteten og minoritetsinteressene.

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

Formel 10-1: Fremtidskrav egenkapital

$$mik = ekk_{CAPM} + ilp_{MI}$$

Formel 10-2: Fremtidskrav minoritet

Beregningen av risikofri rente tilsvarende BUS440 estimatet til Knivsflå (2017t). På kort og mellomlang sikt i budsjettperioden bygger estimatet på Nibor-renten, og øker svakt på kort sikt og noe mer på mellomlang sikt. På budsjettthorisonen T vektet gjennomsnittlig Nibor-rente for 1996-2016 på 3,8 % med $\frac{3}{4}$ og 10-årig statsobligasjonsrente på 2,5 % vektet med $\frac{1}{4}$. Estimatet på langsiktig rente på budsjettthorisonen blir dermed 3,5 %, noe som tilsier at rentenivået stabiliseres på et varig høyere nivå i «steady state». Selskapskattesatsen er 24 %

i 2017, mens den forventes å være på 23 % fra 2018 til «steady state». Reelt kan selskapsskattesatsen bli redusert ytterligere i perioden.

Risikofri rente etter skatt blir 2,3 % i konstant vekst, noe som ikke er konsistent med kravet i konstant vekstmodellen om at kravet er større enn veksten. Det er en inkonsistens som er uproblematisk så lenge egenkapitalkravet overstiger veksten (Knivsflå, 2017s).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Niborrente - 3 måneder	0,013	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,016	0,017	0,018	0,022	0,027	0,031	0,035	0,035	0,035
- Kort krp bank før skatt	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	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,008	0,007	0,008	0,009	0,010	0,011	0,011	0,012	0,013	0,017	0,022	0,026	0,030	0,030	0,030
- s % skatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003	0,004	0,005	0,006	0,007	0,007	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,006	0,005	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,009	0,010	0,013	0,017	0,020	0,023	0,023	0,023

Tabell 10-2: Risikofri rente etter skatt

Egenkapitalbeta varierer i fremtidskravet med finansiell risiko. Under forutsetningen til Miller-Modigliani (1958) om at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen, vil netto driftsbeta være konstant. Årlig egenkapitalbeta blir dermed beregnet som en residual, jf. delkapittel 10.3.

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

Formel 10-3: Egenkapitalbeta

Markedets risikopremie er en faktor det knytter seg stor usikkerhet til, og er således vanskelig å beregne med stor sikkerhet for fremtiden. Forutsetningen blir at markedsrisikopremien holdes konstant i fremtidskravet slik at beste prediksjon på markedsrisikopremien blir dagens nivå. Til beregningen av markedsrisikopremien benytter vi BUS440 estimatet til Knivsflå (2017s). Estimatet er en vektning med 2/3 av BUS440 estimatet på 4,9 %, 1/9 av Thore Johnsens estimat på 4,5 %, 1/9 av Damodorans «verdspremie» på 4,8 % og 1/9 av PWC sitt estimat på 5 %. Den estimerte markedsrisikopremien blir dermed fastsatt til 4,9 % etter skatt i egenkapitalkravet i alle år.

Illikviditetspremiene for majoritet og likviditet blir en samlepost for faktorer som bryter med forutsetningene for kapitalverdimodellen. Vi forutsetter at fordelingen av aksjonærinteressene i Marine Harvest vil fortsette å være spredt i fremtiden og at aksjen fortsatt vil være svært likvid. Minoritetsinteressene forutsettes å være på historisk nivå. Vi beholder derfor illikviditetspremiene på 0,5 % og 2,2 %, inkludert eierskatter, for henholdsvis majoritet og minoritetsinteressene i Marine Harvest.

I Tabell 10-3 og 10-4 blir egenkapitalkravet og minoritetskravet beregnet. Egenkapitalkravet benyttes som målestokk mot egenkapitalrentabiliteten for å avdekke en eventuell eierfordel i fremtidsregnskapet, se delkapittel 10.4. Videre benyttes egenkapital- og minoritetskravet som diskonteringsrente til verdivurdering i kapittel 11.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente	0,006	0,005	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,009	0,010	0,013	0,017	0,020	0,023	0,023	0,023
+ Egenkapitalbeta	0,780	0,735	0,784	0,805	0,826	0,849	0,874	0,853	0,832	0,814	0,796	0,779	0,763	0,744	0,744
* Markedspremien	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
= Egenkapitalkrav CAPM	0,044	0,041	0,045	0,046	0,048	0,050	0,052	0,051	0,051	0,053	0,056	0,058	0,060	0,060	0,060
+ Illikviditetspremie	0,005	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Egenkapitalkrav	0,049	0,046	0,049	0,051	0,053	0,054	0,056	0,056	0,056	0,058	0,061	0,063	0,066	0,065	0,065

Tabell 10-3: Egenkapitalkrav

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav CAPM	0,044	0,041	0,045	0,046	0,048	0,050	0,052	0,051	0,051	0,053	0,056	0,058	0,060	0,060	0,060
+ Illikviditetspremie	0,022	0,021	0,021	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
= Minoritetskrav	0,066	0,063	0,066	0,068	0,070	0,071	0,073	0,073	0,073	0,075	0,078	0,080	0,083	0,082	0,082

Tabell 10-4: Minoritetskrav

10.2 Finansielle krav

Fremtidskravene til finansiell gjeld tilsvare utregningene av historiske avkastningskrav med unntak av at vekting er utført på inngående balanse. For å beregne netto finansielt gjeldskrav, nfgk, må vi først estimere et fremtidskrav for finansiell gjeld og eiendeler.

$$\text{nfgk} = \text{fgk} * \frac{FG_{t-1}}{NFG_{t-1}} - \text{fek} * \frac{FE_{t-1}}{NFG_{t-1}}$$

Formel 10-4: Netto finansielt gjeldskrav

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav består av risikofri rente etter skatt, kredittrisikopremie basert på syntetisk framtidsrating og vår vurdering av strategisk risiko. Syntetisk rating som baseres på fremtidsregnskapet utarbeides under gitte forutsetninger; Likviditetsgrad 1 kan ikke beregnes da fremtidsregnskapet ikke er detaljert nok til å skille mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i balansen. Som en forenkling benyttes gjennomsnittet av tidsvektet snitt for Marine Harvest og bransjen som budsjettpunkt på horisonten, med lineær utvikling fra likviditetsgrad i 2016. Rentedekningsgraden påvirkes av at netto finanskostnad fremskrives med utgangspunkt i en finansiell gjeldsrente som er lik finansielt gjeldskrav. Historisk har renten vært betydelig høyere enn kravet, noe som gir et avvik mot tidligere nivå på netto

finanskostnad. Rentedeckningsgraden blir som følge av dette kunstig høy i starten av fremtidsregnskapet.

Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet er et bedre tallgrunnlag for estimering.

Egenkapitalprosenten beregnes slik at egenkapitalen divideres på sysselsatt kapital som justeres for historisk gjennomsnitt av total kapital og sysselsatt kapital. Netto driftsrentabilitet kan beregnes direkte fra budsjetterte verdier på netto driftsresultat og netto driftseiendeler.

Syntetisk fremtidsrating på budsjettthorisonen baseres på forholdstall og estimeres til BBB, jf. Tabell 10-5. Tidlig i budsjettperioden indikerer forholdstallene en rating på A/A-, noe som er i samsvar med historisk syntetisk rating. For å opprettholde konsistens mellom historiske krav og fremtidskrav estimerer vi rating basert på en samlet risikovurdering. Strategisk risiko blir dermed relevant for fastsettelsen av rating. Vi har valgt å overstyre historisk rating da risikofaktorene som vises i SWOT analysen i delkapittel 4.4.4 antas å ikke reflektere en rating på A. Marine Harvest vil i fremtiden være eksponert for tilsvarende strategisk risiko som medfører at vi velger å overstyre syntetisk fremtidsrating, og estimerer en rating på BBB gjennom budsjettperioden. Basert på rating blir kredittrisikopremien etter skatt estimert til 1,4 %.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Likviditetsgrad 1	2,22	2,25	2,29	2,32	2,35	2,38	2,41	2,45	2,48	2,51	2,54	2,57	2,57
Rentedekningsgrad	33,74	28,00	22,72	18,43	14,80	12,96	11,96	10,97	9,02	7,44	6,12	5,00	5,00
Egenkapitalprosent	0,41	0,40	0,39	0,38	0,37	0,38	0,39	0,40	0,41	0,42	0,43	0,44	0,44
Netto driftsrentabilitet	0,26	0,25	0,22	0,19	0,16	0,15	0,14	0,12	0,11	0,10	0,09	0,07	0,07
Likviditetsrating	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgradrating	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	A
Egenkapitalprosentrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitetsrating	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	BBB	BBB

Tabell 10-5: Syntetisk fremtidsrating

Med utgangspunkt i estimatene på risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremie fastsettes finansielt gjeldskrav. Kravet benyttes direkte i fremtidsregnskapet under forutsetningen om at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
RATING	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente	0,006	0,005	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,009	0,010	0,013	0,017	0,020	0,023	0,023	0,023
+ Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= fgk	0,020	0,019	0,020	0,021	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,027	0,031	0,034	0,037	0,037	0,037

Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav

Kreditrisikopremien benyttes videre til å beregne implisitt finansiell gjeldsbeta.

Markedsrisikodelen tilsvarer beregningen i kapittel 7 og markedspremie tilsvarer kravet som ble fastsatt i beregningen av egenkapitalkravet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
RATING	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
(Kreditrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
* Markedsrisikodel)	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
/ Markedspremie)	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
= FG beta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006

Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav og eiendelsbeta beregnes tilsvarende som i kapittel 7 hvor det vektet mellom kontanter, fordringer og investeringer. Dette er poster som ikke fremkommer av fremtidsregnskapet og fremskrives med utgangspunkt i historiske nivåer. I 2017 settes vektene lik nivået fra 2016 for deretter å konvergere lineært mot tidsvektet snitt for analyseperioden. Finansielt eiendelskrav benyttes direkte i fremtidskravet med forutsetningen om at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	0,006	0,005	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,009	0,010	0,013	0,017	0,020	0,023	0,023	0,023
* Kontantvekt	0,964	0,964	0,939	0,915	0,890	0,865	0,841	0,816	0,791	0,767	0,742	0,717	0,693	0,693	0,693
+ Fordringskrav	0,016	0,015	0,016	0,017	0,018	0,018	0,019	0,019	0,020	0,023	0,027	0,030	0,033	0,033	0,033
* Fordringsvekt	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	0,000
+ Investeringskrav	0,055	0,054	0,055	0,056	0,057	0,057	0,058	0,058	0,059	0,062	0,066	0,069	0,072	0,072	0,072
* Investeringsvekt	0,036	0,036	0,061	0,085	0,110	0,135	0,159	0,184	0,209	0,233	0,258	0,283	0,307	0,307	0,307
= fek	0,008	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,017	0,018	0,020	0,025	0,029	0,034	0,038	0,038	0,038

Tabell 10-8: Finansielt eiendelskrav

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FORDRINGSRATING	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Langtillegget i krp (lt)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Kort krp = lang krp - lt	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Markedsdel	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	0,010
Markedspremie	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
Markedspremie	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
Kontantbeta	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	0,000
* Kontantvekt	0,964	0,964	0,939	0,915	0,890	0,865	0,841	0,816	0,791	0,767	0,742	0,717	0,693	0,693	0,693
+ Fordringsbeta	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	0,005
* Fordringsvekt	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	0,000
+ Investeringsbeta	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	1,000
* Investeringsvekt	0,036	0,036	0,061	0,085	0,110	0,135	0,159	0,184	0,209	0,233	0,258	0,283	0,307	0,307	0,307
= FE-beta	0,036	0,036	0,061	0,085	0,110	0,135	0,159	0,184	0,209	0,233	0,258	0,283	0,307	0,307	0,307

Tabell 10-9: Finansiell eiendelsbeta

10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

I Tabell 10-10 og 10-11 beregnes netto finansielt gjeldskrav og gjeldsbeta basert på kravene til finansiell gjeld og eiendeler. Netto finansiell gjeldsbeta benyttes for å beregne netto driftsbeta og videre beregninger av årlig egenkapitalbeta.

Tabell 10-11 viser at netto finansiell gjeldsbeta blir negativ i budsjettperioden som følge av at finansielle eiendeler har større risiko enn finansiell gjeld. Netto finansielt gjeldskrav benyttes videre i beregningen av kravet til netto driftskapital.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
fgk	0,020	0,019	0,020	0,021	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,027	0,031	0,034	0,037	0,037	0,037
* FG/NFG	1,097	1,100	1,099	1,098	1,097	1,096	1,101	1,107	1,113	1,120	1,127	1,134	1,143	1,143	1,143
- fek	0,008	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,017	0,018	0,020	0,025	0,029	0,034	0,038	0,038	0,038
* FE/NFG	0,097	0,100	0,099	0,098	0,097	0,096	0,101	0,107	0,113	0,120	0,127	0,134	0,143	0,143	0,143
= nfgk	0,021	0,021	0,021	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,024	0,028	0,031	0,034	0,037	0,037	0,037

Tabell 10-10: Netto finansielt gjeldskrav

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FG - beta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
* Finansiell gjeldsvekt	1,097	1,100	1,099	1,098	1,097	1,096	1,101	1,107	1,113	1,120	1,127	1,134	1,143	1,143	1,143
- FE - beta	0,036	0,036	0,061	0,085	0,110	0,135	0,159	0,184	0,209	0,233	0,258	0,283	0,307	0,307	0,307
* Finansiell eiendelsvekt	0,097	0,100	0,099	0,098	0,097	0,096	0,101	0,107	0,113	0,120	0,127	0,134	0,143	0,143	0,143
= NFG - beta	0,004	0,004	0,001	-0,001	-0,004	-0,006	-0,009	-0,012	-0,016	-0,021	-0,025	-0,031	-0,036	-0,036	-0,036

Tabell 10-11: Netto finansiell gjeldsbeta

10.3 Selskapskrav

Selskapskravene representerer kravene til partene som finansierer selskapet og består av vektete krav til sysselsatt kapital og netto driftskapital. Krav til netto driftskapital benyttes dermed som målestokk mot netto driftsrentabilitet for å avdekke en eventuell driftsfordel i Marine Harvest, se delkapittel 10.4. Ved verdivurdering benyttes kravene til sysselsatt kapital og netto driftskapital som diskonteringsrenter i ulike modeller, se kapittel 11.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ekk	0,049	0,046	0,049	0,051	0,053	0,054	0,056	0,056	0,056	0,058	0,061	0,063	0,066	0,065	0,065
* EK/SSK	0,579	0,612	0,576	0,562	0,548	0,534	0,52	0,535	0,549	0,563	0,577	0,591	0,605	0,619	0,619
+ mik	0,066	0,063	0,066	0,068	0,07	0,071	0,073	0,073	0,073	0,075	0,078	0,08	0,083	0,082	0,082
* MI/SSK	0,0004	0,0004	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005
+ fgk	0,020	0,019	0,020	0,021	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,027	0,031	0,034	0,037	0,037	0,037
* FG/SSK	0,421	0,388	0,423	0,437	0,451	0,465	0,479	0,465	0,451	0,437	0,423	0,409	0,395	0,381	0,381
= skk	0,037	0,036	0,037	0,038	0,039	0,039	0,040	0,041	0,041	0,045	0,048	0,051	0,054	0,054	0,054

Tabell 10-12: Sysselsatt kapitalkrav

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ekk	0,049	0,046	0,049	0,051	0,053	0,054	0,056	0,056	0,056	0,058	0,061	0,063	0,066	0,065	0,065
* EK/NDK	0,601	0,639	0,6	0,585	0,571	0,557	0,543	0,558	0,574	0,589	0,604	0,619	0,634	0,65	0,65
+ mik	0,066	0,063	0,066	0,068	0,07	0,071	0,073	0,073	0,073	0,075	0,078	0,08	0,083	0,082	0,082
* MI/NDK	0,0005	0,0004	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005	0,0005
+ nfgk	0,021	0,021	0,021	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,024	0,028	0,031	0,034	0,037	0,037	0,037
* NFG/NDK	0,398	0,361	0,400	0,414	0,428	0,442	0,456	0,441	0,426	0,411	0,396	0,380	0,365	0,350	0,350
= ndk	0,038	0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,041	0,042	0,042	0,046	0,049	0,052	0,055	0,055	0,055

Tabell 10-13: Netto driftskrav

Beta til netto driftskapital blir beregnet under samme forutsetninger som i kapittel 7, hvor netto driftsbeta vil være konstant, jf. Miller-Modigliani (1958). Med forutsetning om at $\beta_{EK} = \beta_{MI}$ vil netto driftsbeta være konstant 0,471 i fremtiden, se Tabell 10-14.

	SNITT	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	0,771	0,735	0,784	0,805	0,826	0,849	0,874	0,853	0,832	0,814	0,796	0,779	0,763	0,744	0,744
* Egenkapitalvekt	0,634	0,639	0,600	0,585	0,571	0,557	0,543	0,558	0,574	0,589	0,604	0,619	0,634	0,650	0,650
+ Minoritetsbeta	0,771	0,735	0,784	0,805	0,826	0,849	0,874	0,853	0,832	0,814	0,796	0,779	0,763	0,744	0,744
* Minoritetsvekt	0,002	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,053	0,004	0,001	-0,001	-0,004	-0,006	-0,009	-0,012	-0,016	-0,021	-0,025	-0,031	-0,036	-0,036	-0,036
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,364	0,361	0,400	0,414	0,428	0,442	0,456	0,441	0,426	0,411	0,396	0,380	0,365	0,350	0,350
= Netto driftsbeta MM	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471	0,471

Tabell 10-14: Netto driftsbeta

10.4 Analyse av budsjett – superrentabilitet

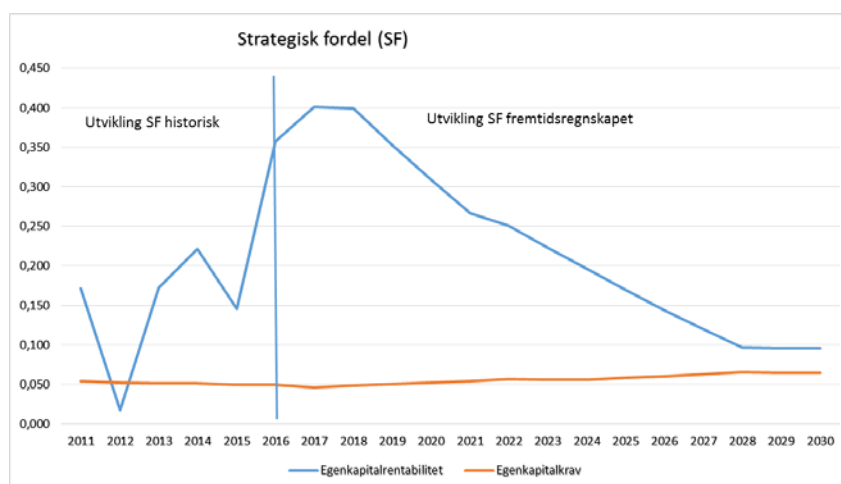
Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet og fremtidskrav kan fremtidig strategisk fordel til Marine Harvest beregnes. I fremtidsregnskapet er det lagt inn en forutsetning om at netto finansielt gjeldskrav er lik netto finansiell gjeldsrente, slik at renten reflekterer kravet. Det betyr at virkelig netto finansiell gjeld (VNFG) er lik netto finansiell gjeld (NFG) og det vil under denne forutsetningen ikke kunne være noen fremtidig finansieringsfordel. Det vil fremdeles være mulig å benytte gearing for å skalere opp lønnsom drift. En eventuell superrentabilitet i fremtidsregnskapet vil kun være knyttet til driften av Marine Harvest, da minoritetsinteressene er minimale og det faktum at det ikke fraskrives en strategisk fordel fra minoritetsinteressene, jf. delkapittel 9.1.3.

10.4.1 Strategisk fordel i fremtidsregnskapet

En virksomhet kan ikke ha en varig strategisk fordel over tid, hvilket er nullhypotesen. En eventuell kortsiktig strategisk fordel vil derfor reversere da konkurransekraftene over tid vil redusere superprofitten i en bransje til likevekt. Dermed vil egenkapitalrentabiliteten tilsvare egenkapitalkravet som er eiernes krav til avkastning på innskutt kapital (Knivsflå, 2017s).

Alternativhypotesen er at en virksomhet kan ha en varig strategisk fordel i «steady state» hvor egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet. En varig strategisk fordel gir eierne av virksomheten en varig superrentabilitet. Den må være beskyttet mot konkurransekraftene gjennom en felles bransjefordel eller en intern ressursfordel som dermed hindrer at rentabiliteten reduseres til avkastningskravet (Knivsvål, 2017s). En varig strategisk fordel er en svært attraktiv strategisk posisjon som må anses å være sjelden og må argumenteres for gjennom strategisk analyse.

I Tabell 10-15 vises strategisk fordel for eierne av Marine Harvest i budsjettperioden 2017-2028 og i «steady state». Historisk har Marine Harvest vært en lønnsom virksomhet hvor høye laksepriser bidro til en meget stor strategisk fordel i 2016, som forventes å øke i starten av budsjettperioden. Strategisk fordel vil over budsjettperioden konvergere mot en varig strategisk fordel på 3,1 %. Vi har tidligere forutsatt at strategisk fordel vil stamme fra drift.



Figur 10-1: Strategisk fordel

Strategisk fordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalrentabilitet	0,357	0,401	0,399	0,353	0,309	0,266	0,251	0,223	0,197	0,17	0,144	0,12	0,097	0,096	0,096
- Egenkapitalkrav	0,049	0,046	0,049	0,051	0,053	0,054	0,056	0,056	0,056	0,058	0,061	0,063	0,066	0,065	0,065
= Strategisk fordel	0,308	0,355	0,35	0,302	0,256	0,212	0,194	0,167	0,141	0,112	0,084	0,057	0,031	0,031	0,031

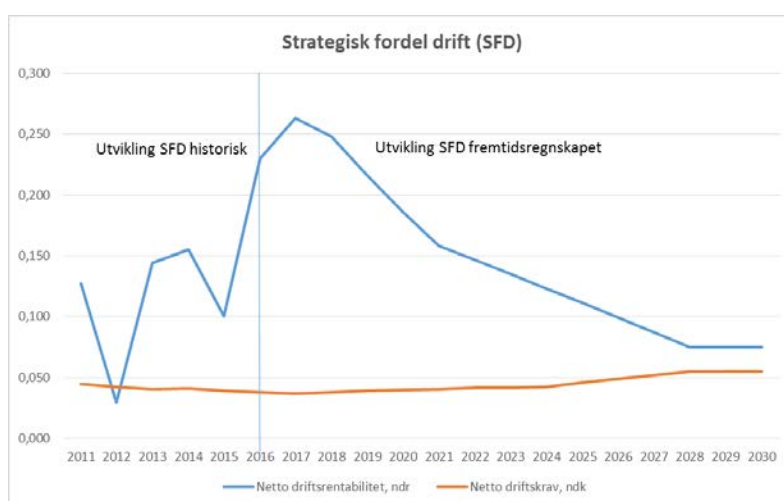
Tabell 10-15: Strategisk fordel

Det er forventet at et høyt nivå på lakseprisene vil vedvare inn i starten av budsjettperioden slik at driften i Marine Harvest fremdeles vil være svært lønnsom. Et lavt rentenivå er en vesentlig bidragsyter til at netto driftskravet er lavt i starten av budsjettperioden.

Gearingeffekten på lønnsom drift bidrar til at selskapet får en meget høy strategisk fordel fra drift.

Bransjen er pr. 2017 i en oppgangssyklus som vi forventer vil vedvare en lengre periode. Forventningen begrunnes i en økt etterspørsel fra Kina og andre vekstøkonomier. Vi antar at en høy etterspørsel i markedet i stor grad kompenserer for økende produksjonskapasitet som følge av teknologisk innovasjon slik at prisene på kort og mellomlang sikt vil holde seg høye. Det medfører at oppgangssyklusen vil vedvare over på mellomlang sikt.

På lang sikt vil strategisk fordel reduseres etter hvert som konkurransekraftene virker da ny teknologi bryter ned inngangsbarrierene og konkurransen øker. Rentenivået reverserer mot gjennomsnittet på budsjetthorisonten slik at netto driftskravet øker. Siden driften blir gradvis mindre lønnsom blir gearingfordelen også gradvis redusert da bruken av netto finansiell gjeld forventes å være på et relativt stabilt nivå gjennom budsjettperioden. I «steady state» forventer vi at Marine Harvest vil ha en varig strategisk fordel fra drift på 2 % og en gearingfordel fra drift på 1,1 %, slik at varig strategisk fordel fra drift blir 3,1 %.



Figur 10-2: Strategisk fordel fra drift

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	0,230	0,264	0,248	0,216	0,186	0,158	0,147	0,135	0,123	0,111	0,099	0,087	0,075	0,075	0,075
- Netto driftskrav	0,038	0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,041	0,042	0,042	0,046	0,049	0,052	0,055	0,055	0,055
= STRATEGISK FORDEL DRIFT	0,191	0,227	0,210	0,177	0,146	0,118	0,106	0,093	0,081	0,066	0,050	0,035	0,020	0,020	0,020
+ GEARINGFORDEL DRIFT	0,127	0,152	0,149	0,133	0,116	0,099	0,083	0,069	0,056	0,043	0,031	0,020	0,011	0,011	0,011
= DRIFTSFORDEL	0,318	0,378	0,359	0,310	0,263	0,217	0,189	0,163	0,137	0,109	0,082	0,055	0,030	0,031	0,031

Tabell 10-16: Driftsfordel

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
STRATEGISK FORDEL DRIFT	0,191	0,227	0,210	0,177	0,146	0,118	0,106	0,093	0,081	0,066	0,050	0,035	0,020	0,020	0,020
+ GEARINGFORDEL DRIFT	0,127	0,152	0,149	0,133	0,116	0,099	0,083	0,069	0,056	0,043	0,031	0,020	0,011	0,011	0,011
= DRIFTSFORDEL	0,318	0,378	0,359	0,310	0,263	0,217	0,189	0,163	0,137	0,109	0,082	0,055	0,030	0,031	0,031
+ FINANSIERINGSFORDEL	-0,010	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	0,308	0,379	0,359	0,310	0,263	0,217	0,189	0,163	0,137	0,109	0,082	0,055	0,030	0,031	0,031

Tabell 10-17: Kilder til strategisk fordel

Siden vi forventer at oppgangssyklusen vil vare over lang tid, og gå mot en moderat varig strategisk fordel i «steady state» forventer vi at Marine Harvest vil være et svært lønnsomt selskap. Aksjene i sjømatsektoren, inkludert Marine Harvest, har hatt en formidabel økning de siste årene, og høy fremtidig lønnsomhet er i stor grad priset inn i aksjekursene. Vi er veldig positive med tanke på varigheten av oppgangssyklusen, noe som forventes å reflekteres i det fundamentale verdiestimatet i kapittel 11 og anbefalt handlingsstrategi i kapittel 13.

Vi påpeker at det er knyttet betydelig strategisk risiko til oppdrettsbransjen og estimatene våre. Bransjen har historisk vært syklisk og spesielt biologisk risiko er uforutsigbar. Marine Harvest er et ambisiøst selskap som tar risiko, og det kan være usikkerhet om fremtidige oppkjøp og investeringer i ny teknologi vil være vellykket.

Varig strategisk fordel

Med en forventet varig strategisk fordel på 3,1 % inkludert gearingfordel, forkaster vi nullhypotesen om at konkurransekraftene over tid vil sørge for at avkastningen reduseres til avkastningskravet. Alternativhypotesen med en varig strategisk fordel må ha en strategisk begrunnelse. I kapittel 8 viste vi at strategisk fordel fra drift kan dekomponeres i en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel. I fremtiden forutsetter vi at netto driftskravet er likt for hele bransjen, slik at det ikke kan foreligge en intern kravfordel. Den strategiske regnskapsanalysen avdekket en historisk bransjefordel på 10,21 %, mens Marine Harvest har en intern ressursulempe på 0,47 % hvor intern rentabilitetsulempe var på 0,84 % og intern kravfordel var 0,37 %. I fremtiden forventer vi at ekstern bransjefordel vil reduseres til 1,5 %, mens Marine Harvest klarer å etablere en marginal intern ressursfordel på 0,5 %. Varig strategisk fordel fra drift estimeres dermed til 2 %.

Varig ekstern bransjefordel

En varig ekstern bransjefordel må kunne begrunnes med forhold i makroomgivelsene eller innad i bransjen. I strategisk analyse ble konsesjonssystemet pekt ut som hovedårsaken til bransjefordelen. Konsesjonssystemet gir avgrenset konkurranse da det skaper et etableringshinder som hindrer fri konkurranse, samt at det begrenser produksjonskapasiteten som får priseffekter i en tilbudsrevet bransje.

På sikt vil teknologiske fremskritt redusere inngangsbarrierene og begrense effekten av konsesjonssystemet. Antall egnete lokaliteter innen tradisjonell oppdrett er begrenset og er i

stor grad tatt i bruk. Havbasert oppdrett åpner større og flere produksjonsområder, mens teknologisk utvikling bidrar til at kapasiteten øker innen tradisjonell oppdrett da biologisk risiko reduseres. På kort og mellomlang sikt vil økt etterspørsel fra store markeder som Kina og andre vekstøkonomier kompensere for økt tilbud. På lang sikt vil en stor økning i produksjonen ha en effekt på lakseprisen som vil reduseres når tilbudet blir større og kan i større grad møte etterspørselen uavhengig av sesonger. Ny teknologi åpner for at flere aktører kan etablere seg i bransjen og den interne konkurransen øker. Bransjefordelen reduseres dermed betydelig på lang sikt.

Landbasert oppdrett kan i fremtiden bli en betydelig konkurrent, og antas å være skjermet fra reguleringene i konsesjonssystemet. Det foreligger pr. 2017 stor usikkerhet om konkurranseevnen og volumene som produseres er lave. Vi betrakter dermed landbasert oppdrett som en usikker strategisk risikofaktor som kan få betydning i fremtiden hvis produksjonsformen viser seg å gi tilstrekkelig avkastning.

Den varige bransjefordelen tilskrives en fortsatt kapitalintensiv bransje, samt at konsesjonssystemet vil begrense konkurransen. Uavhengig av nye produksjonsmetoder vil det i fremtiden kreves store investeringer innen lakseoppdrett som gir begrensninger på antall aktører. Lokaliteter til havs og i fjorder vil være under reguleringer fra myndighetene med bruk av konsesjoner, noe som fremdeles gir bransjen en viss varig fordel. Samlet forventer vi en varig bransjefordel på 1,5 %.

Varig intern ressursfordel

En varig intern ressursfordel som gir Marine Harvest en større netto driftsrentabilitet enn bransjegjennomsnittet vil kunne spores til en margin- eller omløpsfordel. Den historiske rentabilitetsulempen til Marine Harvest på 0,84 % dekomponeres i en marginal marginulempe på 0,5 % og omløpsulempe på 0,34 %.

Høye lønnskostnader i forhold til bransjegjennomsnittet var hovedkilden til historisk marginulempe. Som vi påpeker i lønnsomhetsanalysen i delkapittel 8.2.2 skyldes høye lønnskostnader at Marine Harvest ikke har fått effektivisert driften etter oppkjøp og oppstart av nye forretningsområder.

Svingningene i lakseprisen har stor effekt på lønnsomheten og i oppgangssykluser har bransjen svært gode marginer. På lang sikt vil produksjonsmengdene øke til nivåer hvor lakseprisene vil stabilisere seg på et varig redusert nivå i forhold til dagens nivåer, noe som

vil gi et større marginpress i bransjen. Dermed vil det være gunstig for aktørene å forsøke å bli kostnadsledende. Marine Harvest vil i et slikt scenario kunne dra nytte av sin størrelse og helintegrerte verdikjede til å oppnå et varig kostnadsfortrinn. Marine Harvest har integrert store deler av verdikjeden med fôrproduksjon og shipping som siste tilskudd. En integrert verdikjede er ikke unikt i bransjen da flere aktører har store deler av verdikjeden under sin kontroll, men Marine Harvest sine store volum vil kunne gi en kostnadsfordel med en lavere enhetskostnad enn konkurrentene. Samtidig vil Marine Harvest satse tungt innen videreforedling i samsvar med sin strategi om å bli mindre avhengig av utviklingen i spotprisen. Videreforedling gir større produksjonskostnader, slik at selskapet på sikt ikke vil kunne ha en varig kostnadsfordel. Fordelen med videreforedling er mulighetene for lønnsom produktutvikling hvor betalingsviljen er større og mer stabil inntjening, hvilket reduserer strategisk risiko for fall i spotpris. Vi forventer dermed at historisk marginulempe vil forsvinne i fremtiden og være i likevekt med bransjegjennomsnittet.

Historisk har Marine Harvest hatt en omløpsulempe i forhold til bransjegjennomsnittet som følge av sin tilstedeværelse i alle store produksjonsland. Spesielt har produksjonen i Chile medført kostbare biologiske utfordringer med sykdom og algeutbrudd. Global tilstedeværelse har i tillegg gitt en lavere gjennomsnittspris sammenlignet med bransjen som i langt mindre grad har internasjonal produksjon.

Den globale produksjonen og satsing på videreforedling er som nevnt en viktig del av Marine Harvest sin strategi om å bli mindre avhengig av spotprisene på laks. Oppkjøpet av verdens største lakseforedlingselskap, Morpol, var således en viktig del av strategien. Strategien er videreført ved at Marine Harvest etablerer stadig flere foredlingsfabrikker i viktige marked, som for eksempel USA. Siden vi forventer at lakseprisene på lang sikt vil bli mindre volatile og varig redusert som følge av økte produksjonsmengder, blir en posisjon i videreforedlingsmarkedet viktig for aktørene i bransjen. En satsning på videreforedling sammen med tidlig etablering av oppdrett i viktige globale regioner setter selskapet i en posisjon hvor selskapet oppnår førstetrekkefordeler.

Vi forventer dermed at Marine Harvest vil ha en intern ressursfordel i fremtiden på 0,5 %. Kilden er en marginal omløpsfordel hvor Marine Harvest oppnår en effektivitetsfordel på investert kapital som følge av sin tidlige globale satsning innen videreforedling og produksjon av laks.

11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet estimeres verdien av egenkapitalen til Marine Harvest, jf. steg 4 i delkapittel 3.3. Verdiestimatet baseres på fremtidsregnskapet og fremtidskravene, se kapittel 9 og 10. I hovedsak skilles det mellom to metoder for verdsettelse av egenkapitalen jf. kapittel 3. I den ene metoden, egenkapitalmetoden, verdsettes selskapets egenkapital direkte ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen. Den andre metoden, selskapskapitalmetoden, estimeres verdien av sysselsatt kapital (SSK) eller netto driftskapital (NDK) for deretter å beregne egenkapitalen, altså en indirekte metode. Innenfor hver av disse metodene eksisterer det undermodeller, henholdsvis fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Metodene gir, ved konsistent bruk, samme verdiestimat innad i de ulike modellene og virker på den måten som en kontroll av verdiestimatet. Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden vil ved bruk av verdivekter, jf. delkapittel 11.4, konvergere mot et felles punkttestimat på egenkapitalen.

De følgende delkapitler tar for seg egenkapitalmetoden, dens undermodeller samt selskapskapitalmetoden herunder netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden finner verdien på egenkapitalen direkte ved hjelp av fri kontantstrøm-, superprofitt- eller superprofittvekstmodellen. I utgangspunktet er fri kontantstrøm- og superprofittmodellen tilstrekkelig da modellene er ekvivalente. Superprofittvekstmodellen kan således utelukkes. I henhold til Gjesdal (2012) er modellen lite anvendt, dog er modellen en akademisk utregning og av den grunn estimeres egenkapitalen ved bruk av superprofittvekstmodellen.

11.1.1 Fri kontantstrømmodellen / Utbyttmodellen

Modellen estimerer verdien til egenkapitalen direkte ved å diskontere netto kontantstrøm til egenkapital, jf. Formel 11-1. Fri kontantstrømmodeller er svært utbredt blant analytikere, men modellen er i henhold til Gjesdal (2012) kritisert for at verdiestimatet, i hovedsak, blir bestemt av verdien i «steady state». Det er derfor ikke mulig å skille om endringer i kontantstrømmen fraskriver seg fra endringer i investeringsfrekvens eller endret inntjening. Imidlertid er modellen enkel å bruke, noe som overveier svakhetene ved modellen. Det skal

nevnes at utbyttmodellen er identisk til NBU-modellen da man i kapittel 9 definerte netto betalt utbytte som fri kontantstrøm til egenkapitalen.

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

Formel 11-1: Fri kontantstrømmodellen (FKE). Hvor ekk er egenkapitalkravet, mens egenkapitalveksten er gitt ved ekv.

Fri kontantstrømmodellen gir en egenkapitalverdi på 81 240 MNOK, hvilket tilsvarer en aksjepris på 180,5 kroner, se Tabell 11-1. Da modellene, innenfor samme metode, er ekvivalente fungerer superprofitt- og superprofittvekstmodellen som en kontroll av estimatet, se delkapittel 11.1.2 og 11.1.3. Fri kontantstrøm til egenkapital, egenkapitalkravet og egenkapitalveksten ble presentert i kapittel 10.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Fri kontantstrøm til egenkapital		5 650,7	3 779,5	3 274,1	2 607,1	4 507,2	3 260,1	3 135,2	2 955,9	2 665,5	2 321,9	1 930,6	1 190,5	2 087,0	2 180,9
/ Diskonteringsfaktor		1,046	1,097	1,153	1,214	1,280	1,352	1,428	1,507	1,595	1,692	1,798	1,917	2,043	2,177
= Nåverdi fra 2017 til 2030	29 687,6	5 403,5	3 445,2	2 839,8	2 148,1	3 522,0	2 411,5	2 196,0	1 961,2	1 671,3	1 372,6	1 073,5	621,2	1 021,8	1 001,9
+ Nåverdi horisontverdien	51 552,1														
= Verdien av egenkapitalen	81 239,7														
= Verdiestimat pr. utestående aksje	180,5														51 552,1

Tabell 11-1: Fri kontantstrømmodellen (FKE) med budsjetterte vekter. T+1 representerer første år med konstantvekst

11.1.2 Superprofittmodellen

Modellen finner verdien av egenkapitalen ved å diskontere superprofitt med egenkapitalkravet tillagt balanseført egenkapital, se Formel 11-2. Fordelen med modellen er at horisontleddet har mindre innvirkning på verdien av egenkapitalen sammenlignet med fri kontantstrømmodellen. Derimot, er modellen sensitiv til manglende balanseføring.

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

Formel 11-2: Verdien av egenkapital ved bruk av superprofittmodellen (SPE). SPE er definert som egenkapitalrentabilitet fratrukket egenkapitalkravet multiplisert med inngående egenkapital.

Superprofittmodellen gir, som forventet, samme svar som fri kontantstrømmodellen da metodene er ekvivalente, se Tabell 11-2. Superprofittmodellen virker dermed som en kontroll av verdiestimatet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2	
														2029	2030	
Balanseført egenkapital	14250,8															
+ Superprofitt til egenkapital		5057,9	5013,2	4912,9	4795,1	4634,0	4508,4	4302,3	4000,2	3460,5	2808,4	2050,3	1196,6	1236,6	1292,3	
/ Diskonteringsfaktor		1,046	1,097	1,153	1,214	1,280	1,352	1,428	1,507	1,595	1,692	1,798	1,917	2,043	2,177	
= Nåverdien fra 2017 til 2030	36442,1	4836,7	4569,7	4261,3	3951,1	3621,0	3334,9	3013,5	2654,0	2169,8	1660,2	1140,1	624,3	605,4	593,7	
+ Horisontverdien fra T+2															30546,8	
= Verdien av egenkapital	81239,7															
= Verdiestimat pr. utestående aksje	180,5															

Tabell 11-2: Verdien av egenkapitalen ved bruk av superprofittmodellen til egenkapital og budsjetterte vekter.

T+1 representerer første år med konstantvekst.

11.1.3 Superprofittvekstmodellen

Verdiestimatet av egenkapitalen blir funnet ved å diskontere veksten i superprofitt tillagt verdien av nettoresultat til egenkapital uten vekst, se Formel 11-3. Modellen er i utgangspunktet lite brukt, og kan således utelates da man kun trenger to metoder for å verifisere verdien av egenkapitalen.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \times \left(\sum_{t=1}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{T+1}) \times (ekk - ekv)} \right)$$

Formel 11-3: Verdien av egenkapital ved bruk av superprofittvekstmodellen

Modellen, basert på budsjetterte vekter, gir et verdiestimat på 180,5 kroner pr. aksje, se Tabell 11-3. Det er ekvivalent med superprofittmodellen og fri kontantstrømmmodellen, jf. delkapittel 11.1.2 og 11.1.3.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2	T+3
														2029	2030	2031
Nettoresultat i år 2017		5 709,7														
Kapitalisert verdi	124 843,7															
Superprofittvekst til egenkapital		-60,7	-124,5	-149,4	-199,5	-171,0	-248,1	-340,0	-580,3	-691,5	-791,7	-876,2		16,9	31,4	32,8
/ Diskonteringsfaktor		1,046	1,097	1,153	1,214	1,280	1,352	1,428	1,507	1,595	1,692	1,798	1,917	2,043	2,177	
= Nåverdien år 2018 til 2031		-58,0	-113,5	-129,6	-164,4	-133,6	-183,5	-238,2	-385,0	-433,6	-468,0	-487,2		8,8	15,4	15,1
+ Kapitalisert verdi	-60576,4															
Horisontverdien																776,2
+ Kapitalisert verdi	16972,4															
= Verdien av egenkapitalen	81239,7															
= Verdiestimat pr. utestående aksje	180,5															

Tabell 11-3: Estimert egenkapital basert på superprofittvekstmodellen og budsjetterte vekter. T+1 representerer første år med konstantvekst.

11.2 Selskapskapitalmetoden

I dette delkapittelet estimeres verdien til egenkapitalen ved bruk av netto driftskapital og sysselsatt kapitalmetoden. I likhet med egenkapitalmetoden benytter metodene fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Metodene bruker imidlertid forskjellig krav, kapital og resultat. Netto driftskapitalmodellen benytter seg av netto driftskrav, netto driftskapital, superprofitt fra drift og netto driftsresultat for å få et estimat på netto driftskapital. Derimot benyttes sysselsattkrav, sysselsatt kapital og nettoresultat til

sysselsatt kapital ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden. Selskapskapitalmetoden beregner derfor egenkapitalen indirekte ved først å finne et estimat på netto driftskapital eller sysselsatt kapital.

Da fremgangsmåten er identisk vises kun beregningen av netto driftskapital. Estimater fra sysselsatt kapital med budsjetterte vekter er oppsummert i Tabell 11-8 og 11-9.

11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Verdien av egenkapital finnes ved at man fratrekker verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien til netto driftskapital, jf. Formel 11-4. Dermed blir egenkapitalen funnet indirekte ved estimering av netto driftskapital. Verdien av egenkapitalen utregnes under antagelsen om at netto finansiell gjeldsrente er lik kravet, jf. kapittel 9 og 10, hvilket betyr at det ikke eksisterer en finansieringsfordel. Imidlertid er minoritetskravet ulik rentabiliteten hvilket medfører en estimering av minoritetsinteressene, se delkapittel 11.3.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Formel 11-4: Verdien av egenkapital ved utregning av netto driftskapital. Verdien av netto finansiell gjeld er i vårt tilfelle lik netto finansiell gjeld da gjeldsrente er lik kravet.

Modellene innenfor netto driftskapitalmetoden er ekvivalente med et estimat på 285,4 kroner pr. aksje, jf. Tabell 11-4, 11-5 og 11-6. Estimater er imidlertid ulikt egenkapitalmetoden da en har benyttet budsjetterte vekter i estimatet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Fri kontantstrøm fra drift		4 312,6	2 037,3	991,4	-428,3	2 777,1	2 857,1	2 904,1	2 914,3	2 884,6	2 812,6	2 697,5	2 064,1	1 910,0	1 996,0
/ Diskonteringsfaktor		1,037	1,076	1,118	1,162	1,209	1,259	1,312	1,368	1,430	1,500	1,578	1,665	1,757	1,853
= Nåverdi fra 1 til T+1	23 410,1	4 160,1	1 893,4	886,9	-368,5	2 296,4	2 268,7	2 213,4	2 130,8	2 017,1	1 875,2	1 709,5	1 239,7	1 087,3	1 077,0
+ Horisontverdien fra T+2	113 102,2														113 102,2
= Verdien av NDK	136 512,3														
- Netto finansiell gjeld	8 045,9														
- Verdi minoritet	5,4														
= Verdien av egenkapital	128 461,0														
= Verdiestimat pr. utestående aksje	285,4														

Tabell 11-4: Netto driftskapital ved fri kontantstrømmodellen og budsjetterte vekter.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Balansført NDK	22304,9													2029	2030
+ Superprofitt fra NDK		5059,8	5012,9	4912,6	4794,8	4633,6	4507,3	4301,3	3999,4	3459,9	2808,1	2050,2	1196,8	1275,0	1332,4
/ Diskonteringsfaktor		1,037	1,076	1,118	1,162	1,209	1,259	1,312	1,368	1,430	1,500	1,578	1,665	1,757	1,853
= Nåverdi fra 2017 til T+1	38 708,5	4 880,9	4 658,8	4 394,6	4 125,4	3 831,6	3 579,2	3 278,3	2 924,2	2 419,4	1 872,2	1 299,3	718,8	725,8	718,9
+ Horisontverdien fra T+2	75 498,9														75 498,9
= Verdien av NDK	136 512,3														
- Netto finansiell gjeld	8 045,9														
- Verdi minoritet	5,4														
= Verdien av egenkapital	128 461,0														
= Verdiestimat pr. utestående aksje	285,4														

Tabell 11-5: Netto driftskapital ved bruk av superprofittmodellen og budsjetterte vekter.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2	T+3
														2029	2030	2031
Nettoreultat fra NDE		5877,3														
Kapitalisert NDR i år 1	160347,7															
Superprofittvekst NDK			-53,2	-111,0	-131,9	-178,3	-146,6	-227,6	-324,0	-569,1	-684,4	-787,8	-874,5	56,0	34,1	35,7
/ Diskonteringsfaktor			1,037	1,076	1,118	1,162	1,209	1,259	1,312	1,368	1,430	1,500	1,578	1,665	1,757	1,853
= Nåverdi fra 2 til T+2			-51,3	-103,1	-118,0	-153,4	-121,2	-180,7	-246,9	-416,1	-478,6	-525,2	-554,2	33,6	19,4	19,3
+ Kapitalisert verdi av ΔSPE	-79002,2															
Horisontverdien fra T+3																2022,1
+ Kapitalisert horisont	55166,8															
= Verdien av NDK	136512,3															
- Netto finansiell gjeld	8045,9															
- Verdi minoritet	5,4															
= Verdien av egenkapital	128461,0															
= Verdiestimat pr. utestående aksje	285,4															

Tabell 11-6: Utregning av netto driftskapital ved bruk av superprofittvekstmodellen og budsjetterte vekter.

11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Verdien av egenkapitalen finnes ved å fratrekke verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital, se Formel 11-5. I vårt tilfelle er verdien av finansiell gjeld lik budsjettert finansiell gjeld da renten er lik kravet. Utregningene for sysselsatt kapital vises imidlertid ikke da modellene er «identisk» til modellene benyttet for netto driftskapital. Verdien på egenkapitalen til sysselsatt kapital presenteres i Tabell 11-8 og 11-9.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Formel 11-5: Verdien av egenkapital funnet indirekte ved sysselsatt kapitalmetoden

11.3 Verdsettelse av minoritetsinteresser

For å beregne verdien til egenkapitalen ved selskapskapitalmetoden må man estimere minoritetsinteressene, jf. Formel 11-4 og 11-5. Grunnen til at minoritetsinteressene må estimeres er at minoritetsrentabiliteten (mir) er ulikt kravet (mik), se kapittel 9 og 10. Minoritetsinteressene kan estimeres ved fri kontantstrøm-, superprofitt- eller superprofittvekstmodellen. Utregningen vises imidlertid kun for fri kontantstrøm da modellene innad gir ekvivalente estimat.

Verdien av minoritetsinteressene er, som tidligere forventet, lav og har derfor liten innvirkning på egenkapitalestimatet og aksjeestimatet, se Tabell 11-7. Forskjellen mellom bokført og virkelig verdi på minoritetsinteressene er 2,8 MNOK.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
														2029	2030
Fri kontantstrøm til MI		-3,561	-1,591	-2,019	-2,607	-0,833	-0,625	-0,372	-0,074	0,268	0,648	1,063	1,269	1,192	1,246
/ Diskonteringsfaktor		1,063	1,133	1,210	1,294	1,387	1,488	1,597	1,713	1,842	1,985	2,144	2,322	2,514	2,721
= Nåverdien fra 1 til T+1	-7,746	-3,351	-1,404	-1,669	-2,014	-0,601	-0,420	-0,233	-0,043	0,145	0,327	0,496	0,546	0,474	0,458
+ Horisontverdien fra T+2	13,140														13,140
= Verdi av MI	5,394														

Tabell 11-7: Verdien av minoritetsinteresser basert på budsjetterte vekter.

11.4 Oppsummering – budsjetterte vekter

Metodene vil som nevnt gi ulike svar ved bruk av budsjetterte vekter, men metoden er ekvivalent innenfor undermodellene, se Tabell 11-8 og 11-9. Estimater mellom metodene varierer mellom 180,5 kr pr. aksje og 302,7 kr pr. aksje. Det høyeste estimatet fraskriver seg fra sysselsatt kapitalmetoden, mens egenkapitalmetoden gir det laveste estimatet på 180,5, se Tabell 11-9. Det er grunn til å tro at egenkapitalmetoden vil ligge nærmest det endelige verdiesimatet da metoden er minst vektet, jf. utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Et gjennomsnitt av metodene gir et aksjeestimat på 256,2 kroner pr. aksje. Merk at estimatet pr. aksje er justert for selveide aksjer, se Tabell 12-1 for antall aksjer.

	NBU	FK	SP	ΔSP	Gjennomsnitt
EK-METODE	81239,7	81239,7	81239,7	81239,7	81239,7
NDK-METODE		128461,0	128461,0	128461,0	128461,0
SSK-METODE		136250,5	136250,5	136250,5	136250,5
Gjennomsnitt		115317,1	115317,1	115317,1	115317,1

Tabell 11-8: Verdien av egenkapitalen utregnet ved egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsattkapitalmetoden.

	NBU	FK	SP	ΔSP	Gjennomsnitt
EK-METODE	180,5	180,5	180,5	180,5	180,5
NDK-METODE		285,4	285,4	285,4	285,4
SSK-METODE		302,7	302,7	302,7	302,7
Gjennomsnitt		256,2	256,2	256,2	256,2

Tabell 11-9: Verdi estimat pr. aksje basert på egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsattkapitalmetoden.

11.5 Konvergeringsprosess – verdivekter.

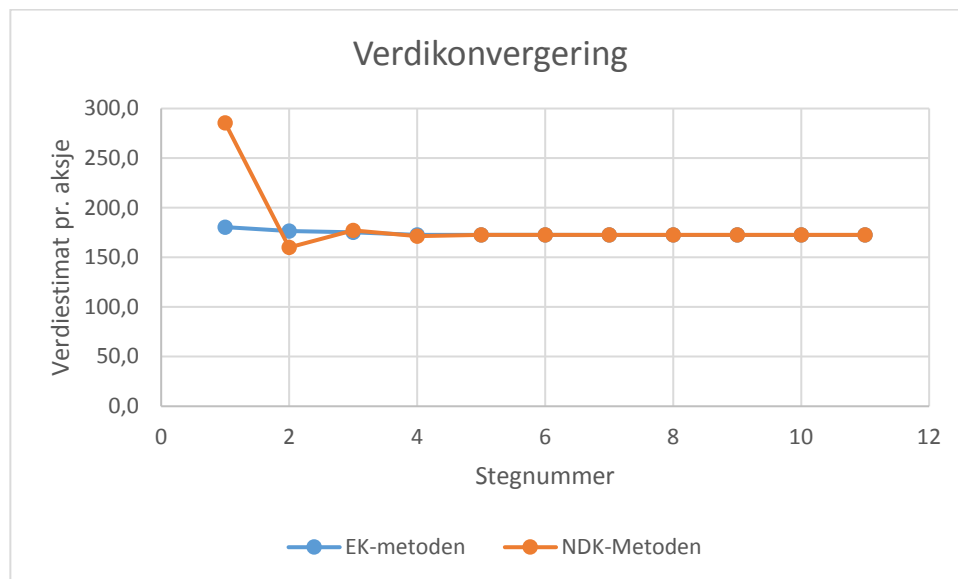
Da man til nå har brukt budsjetterte vekter vil metodene gi ulike svar, jf. Tabell 11-9. For at metodene skal konvergere mot et felles punkttestimat oppdateres vektene og balansebudsjettet basert på de nye verdiesimatene. Denne prosessen gjentas til man vekter med verdivekter, hvilket gir et felles punkttestimat for metodene.

I konvergeringsprosessen ble egenkapital- og netto driftskapitalmetoden benyttet for å finne verdiesimatet. Flere metoder kan benyttes, men da verdiesimatet ikke vil bli påvirket av antall modeller vil vi kun fokusere på disse to modellene. Konvergeringsprosessen ble utført 11 ganger og gir oss et fundamentalt punkttestimat på 172,6 kr pr. aksje pr. 31.12.2016, se Tabell 11-10 og Figur 11-1. Verdiesimatet er nærmest den opprinnelige verdien av

egenkapitalmetoden, da egenkapitalmetoden i vårt tilfelle, er det estimatet som er minst vektet i utgangspunktet. Imidlertid, kan det argumenteres for at man har undervurdert konkurrisikoen. Det kommende delkapittel vil derfor vurdere et konkursscenario.

Konvergens	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10	Steg 11
EK-metoden	180,5	176,5	175,3	172,8	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6
NDK-Metoden	285,4	160,0	177,2	171,5	172,7	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6	172,6

Tabell 11-10: Konvergering av egenkapital- og netto driftskapitalmetoden.



Figur 11-1: Verdikonvergering mellom egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden.

11.6 Konkursrisiko

I utgangspunktet er konkurrisikoen hensyntatt i kravet, men ved utarbeidingen av fremtidskravet kan man ha undervurdert konkurrisikoen. I dette avsnittet vil vi derfor vurdere konkursscenarioet separat ved å bygge det inn i det fundamentale verdiestimatet og justere med kort konkurrisiko. Det gjøres ved å korrigere for sannsynligheten for konkurs med likvidasjonsverdien og sannsynligheten for fortsatt drift med punkttestimatet fra den fundamentale verdivurderingen, se Formel 11-6. Likvidasjonsverdien vil i de fleste tilfeller være tilnærmet null, siden man ofte må akseptere en lavere pris ved konkurs. Dessuten har kreditorer en beskyttelse ved konkurs og således er prioritert foran investorer jf. konkursloven. På den annen side har investorene begrenset ansvar, jf. asal § 1-2, hvilket medfører en nedre grense for likvidasjonsverdien på null.

$$VEK = (1 - p) \times FVEK + p \times LVEK$$

$$VEK = (1 - 0,0026) \times 172,6$$

$$VEK = 172,1$$

Formel 11-6: Verdien av egenkapital ved konkurssenarioet. FVEK er fundamental verdi ved fortsatt drift, LVEK er likvidasjonsverdi, mens p er sannsynligheten for konkurs.

Ved å ta hensyn til konkurssenarioet blir verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen redusert fra 172,6 til 172,1 kroner pr. aksje. Den marginale reduksjonen skyldes en lav konkurrrisiko, jf. kapittel 6. Det kan derfor, i vårt tilfelle med lav konkurrrisiko, diskuteres nødvendigheten av konkurssenarioet da det knytter seg større usikkerhet rundt budsjettdriverne. Det vil derfor være naturlig å undersøke usikkerheten rundt verdiestimatet.

11.7 Fundamentalt P/B-forhold og P/E-forhold

Basert på det fundamentale punkttestimatet vurderes det fundamentale P/B-forholdet og P/E-forholdet mot konsensus, ergo en rimelighetsvurdering av estimatet. Leseren henvises til kapittel 12 for ytterligere informasjon vedrørende multiplikatorer. I beregningen benyttes balanseført egenkapital i 2016 og fullstendig nettoresultat i 2017.

Fundamentalt P/B		Fundamentalt P/E	
	Verdiestimat pr. aksje	172,6	
/	Balanseført egenkapital pr. aksje	41,8	172,6
=	Fundamentalt P/B	4,1	12,7
			= Fundamentalt P/E
			13,6

Tabell 11-11: Fundamentalt P/B og P/E forhold

I henhold til Kaldestad og Møller (2016) gir P/B multiplikatoren innblikk i selskapets verdiskapning. Et forholdstall over 1 indikerer at man forventer at selskapet klarer å skape merverdier på selskapets eiendeler, hvilket betyr at Marine Harvest besitter en strategisk fordel da forholdstallet er lik 4,1, se Tabell 11-11. Sammenlignet med Oslo Børs var det gjennomsnittlige forholdet 1,5 i perioden 1999 – 2015 (Knivsflå, 2017v), hvilket innebærer at estimatet vår er omlag 3 ganger så stort, ergo en høy superrentabilitet.

Når det gjelder P/E- forholdet ligger dette på 13,6 hvilket er lavt i forhold til «normalt» P/E forhold (1/ekkk, altså 21,7). Det tyder på at superprofitten er fallende, jf. Tabell 11-3. Den strategiske fordel er antatt å være relativ høy, men er synkende på horisonten, ergo en

negativ superprofittvekst. I følge Knivsflå (2017) er verdivektet forhold på Oslo Børs 10,9 i perioden 1999 – 2015.

Dermed uttrykker forholdstallene at den store strategiske fordelene blir til en mindre strategisk fordel over tid, hvilket indikeres av et P/B-forhold som er høyere enn 1 og et P/E-forhold som er lavere enn 1/ekk. Dette stemmer godt overens med den strategiske analysen hvor man antar en reduksjon i bransjefordelen, mens ressursfordelen forventes å øke marginalt.

11.7.1 Sammenligning mot konsensus

Det fundamentale punkttestimatet ble estimert til 172,1 kroner pr. aksje, og vi vil i følgende avsnitt sammenligne kursestimatet mot konsensus. DNB Markets har et kursmål på aksjen på 165 kroner pr. aksje (Hegnar, 2017a, Hegnar, 2017b), hvilket er lavere sammenlignet med den fundamentale verdianalysen. Vårt verdiestimat er dermed ca. 4.6 % høyere

Til sammenligning opererer Pareto Securites, Sparebank 1 Markets og Kepler Cheuvreux med kursmål på 180 kroner pr. aksje pr. november 2016 (Hegnar, 2016). Senest 20. april 2017 gjentok Pareto Securities sin kjøpsanbefaling på 180 kr pr. aksje (Dagens Næringsliv, 2017).

Pr. februar 2017 opererte 9 meglerhus med en kjøpsanbefaling, mens fem anbefalte hold. Derimot var det kun et meglerhus som satt med en salgsanbefaling (E24, 2017).

11.8 Usikkerhet

Punkttestimatet fra den fundamentale verdivurderingen baseres på en rekke usikre variabler, blant annet driftsinntektsveksten, omløpshastigheten og netto driftsmargin, se kapittel 9 for diskusjon og fastsettelse av drivere. Dette delkapittelet tar derfor for seg usikkerheten rundt verdiestimatet ved å gjøre driverne om til stokastiske variabler.

Usikkerheten belyses ved simuleringer og sensitivitetsanalyser. Simuleringen utføres ved hjelp av tilleggsprogrammet Crystal Ball, mens sensitivitetsanalysene utføres basert på resultater fra Crystal Ball. I sensitivitetsanalysen endres de mest sensitive variablene, mens alt annet holdes konstant.

11.8.1 Simulering – Crystal Ball

I dette delkapittelet blir budsjett og verdidrivere omgjort til stokastiske variabler for å få innsikt i usikkerheten til verdierestimater da estimatet er påvirket av en rekke usikre variabler. Dessuten vil vi vurdere opp- og nedsidepotensialer.

Simuleringen gjennomføres med Excel tilleggsprogrammet Crystal Ball som er et egnet verktøy for simulering av usikre variabler (Oracle, 2017). Målet med simuleringen er å få frem usikkerheten til verdierestimater, da det knytter seg stor usikkerhet til budsjett- og verdidriverne. I simuleringen blir følgende drivere gjort til stokastiske variabler; driftsinntekstvekst, onde og netto driftsmargin. I tillegg blir finansielle drivere som risikofri rente, egenkapitalbeta og markedets risikopremie omgjort til stokastiske variabler. Simuleringen tar også hensyn til eventuelle korrelasjoner mellom driverne, se senere diskusjon. Fordelen med simuleringen er at man kan endre flere drivere samtidig. Merk at mellom de stokastiske variablene er det antatt en lineær utvikling. Konsekvensen av en lineær utvikling er at effekten blir spredd utover flere år, hvilket er tilfellet for det budsjetterte oppkjøpet.

I simuleringen benyttes både normalfordeling og uniformfordeling. Standardavviket som benyttes i normalfordelingen kan estimeres på grunnlag av historiske regnskapstall. Imidlertid er oppdrettsnæringen syklisk og dagens høye laksepriser kan medføre at det historiske standardavviket er lite representativt. I de kommende avsnitt argumenteres det for valg av standardavvik, uniformfordeling og korrelasjon. Det hele oppsummeres til slutt i Tabell 11-12.

Driftsinntekstvekst

Det historiske standardavviket er som nevnt høyt og vil derfor ikke benyttes, se Tabell 11-12. Standardavviket settes lavere, basert på skjønn, til 0,06. Det knyttes imidlertid stor usikkerhet vedrørende oppkjøpet i 2021 med hensyn til størrelse på oppkjøpet og inntektene som fraskrives oppkjøpet. Da usikkerheten er stor foretas en skalering av standardavviket i 2017 med 50 %, se Tabell 11-12.

I konstant vekst antas en uniformfordeling av driftsinntekstveksten i intervallet 1,035 og 1,055. Sannsynligheten for en trekning innenfor dette intervallet er dermed identisk. Nedre grense i intervallet settes under antagelsen om en vekst høyere enn forventet inflasjon, jf. kapittel 9. Øvre grense derimot begrenses til 5,5 % da den samlede veksten i

verdensøkonomien begrenser veksten. Veksten settes relativt høyt siden man har valgt en satsningsstrategi, jf. det budsjetterte oppkjøpet.

Netto driftsmargin

I fremtidsregnskapet har vi valgt å gjøre første år, samt budsjetthorisonten til usikre variabler. Det legges til grunn et lavere standardavvik på kort sikt da usikkerheten anses som lavere, jf. diskusjonen i delkapittel 9.1.3. I «steady state» antas en uniformfordeling da man på sikt er usikker på størrelsen til driveren. Grunnen er at vi antar mindre usikkerhet i horisontleddet da netto driftsmargin i «steady state» tar hensyn til sykluser.

Omløpet til netto driftseiendeler (Onde)

I fremtidsregnskapet ble tre usikre budsjettpunkt vurdert, henholdsvis kort sikt, oppkjøpet i 2021 og «steady state». I likhet med netto driftsmargin og driftsinntektsveksten antar man på kort sikt lav usikkerhet. Imidlertid setter vi standardavviket litt høyere sammenlignet med driftsinntekstveksten da onde har et høyere historisk standardavvik.

Når det gjelder oppkjøpet knytter det seg usikkerhet til om det hele tatt kommer et oppkjøp, størrelsen på oppkjøpet og om det eventuelt vil komme flere mindre oppkjøp. Grunnet stor usikkerhet blir standardavviket på kort sikt skalert med 50 %. I «steady state» settes standardavviket, da man antar mindre usikkerhet på lang sikt, likt standardavviket på kort sikt, se Tabell 11-12.

Det eksisterer en sterk positiv korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler på 0,67. Det skiller seg fra forventningene om at en økt driftsmargin, som regel, skjer på bekostning av omløpet, ergo en lavere onde. Vi velger derfor å nedskalere korrelasjonen mot forventningene om at en økt driftsmargin skjer på bekostning av omløpet. Korrelasjonen settes dermed til halvparten i «steady state».

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er funnet basert på historiske data, jf. kapittel 7. Da betaverdien til Marine Harvest er funnet ved hjelp av avkastning fra Oslo Børs vil det være naturlig å se på ulike verdier av egenkapitalbetaen. I henhold til Damodaran (2012) vil det være mer hensiktsmessig å konstruere en «bottom up» beta hvor man bruker sammenlignbare selskaper i stedet for å sammenligne med en indeks som i vårt tilfelle er sterkt oljeeksponert. Grunnet usikkerhet i egenkapitalbeta fremstilles usikkerheten med en normalfordeling med et standardavvik basert på løpende betaestimater i fremtidsregnskapet, se Tabell 11-12.

Markedsrisikopremie

Da det knytter seg usikkerhet til markedsrisikopremien i fremtiden vil det være naturlig å vurdere markedsrisikopremien som en usikker finansiell variabel. Usikkerheten rundt estimatet antas å ha en uniform sannsynlighetsfordeling med variasjon ± 1 % rundt estimatet.

Det legges samtidig inn en korrelasjon på 0,2 mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien da man antar at dersom veksten er høy vil kravet, som følge av at alternativkostnaden er høy, være høyt.

Risikofri rente

Den risikofrie renten er satt til 3,5 % i «steady state» hvilket er betydelig høyere enn norsk 10-årig statsobligasjon. En undersøkelse utført av PWC (2015) uttrykker at 10-årig statsobligasjon er den mest benyttede risikofrie rente. Imidlertid, har andelen som benytter seg av 10-årig rente blitt redusert fra 48 % til 33 % fra tilsvarende undersøkelse i 2014. Det at den risikofrie renten i «steady state» er basert på dagens rentenivå, blant annet 10-årig statsobligasjon, medfører usikkerhet i den finansielle driveren, siden de kortsiktige rentene er lave i 2017. Vi velger derfor en uniform sannsynlighetsfordeling, se Tabell 11-12 for ytterligere detaljer.

Finansiell gjeldsdel

Vi har valgt to stokastiske variabler ved hensyn til finansiell gjeldsdel (fgd), henholdsvis i forbindelse med oppkjøpet og i «steady state». Dette kommer av at vi er usikre på hvor stort oppkjøpet vil være og samtidig virkningen på den finansielle gjeldsdelen. I begge tilfellene har vi valgt en uniformfordeling da vi anser sannsynligheten for hvert utfall som likt. Ved oppkjøpet av Morpol ble deler av finansiering utført ved et usikret obligasjonslån, hvilket indikerer at den finansielle gjeldsdelen sannsynligvis vil øke ved et oppkjøp.

Oppsummering – standardavvik

Basert på diskusjonen ovenfor blir følgende fordelinger og standardavvik benyttet for å få frem usikkerheten rundt punkttestimatet, se Tabell 11-12. Historiske standardavvik kan gi en indikasjon på fremtidig standardavvik. Imidlertid er standardavviket, både i bransjen og Marine Harvest høyt da det historiske standardavviket, i hovedsak, er basert på en oppgangssyklus. Av den grunn settes standardavvikene på basis av beste skjønn.

Standardavvik	2016	2017	2020	2021	"Steady state"	Historisk standardavvik	
						Marine Harvest	Bransje
Driftsrelaterte drivere							
div		N(1.06,0.06)		N(1.06,0.09)	N(1.06,0.06)	0,13	0,12
onde		N(1.55,0.07)	N(1.55,0.105)		N(1.55,0.07)	0,19	0,19
ndm		N(0.17,0.04)			U(0.043,0.077)	0,04	0,04
Finansielle drivere							
Risikofri rente					U(0.03,0.04)		
Egenkapitalbeta	N(0.78,0.041)						
mrp							
fgd			U(0.45,0.55)		U(0.35,0.45)		

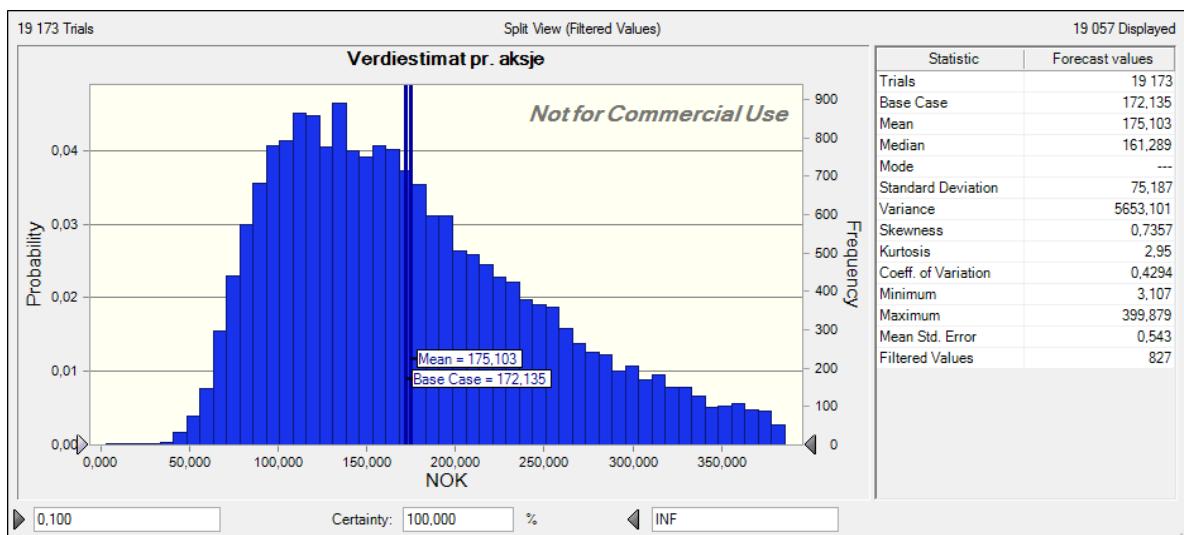
Tabell 11-12: Historiske standardavvik og fordelinger av stokastiske variabler.

11.8.2 Resultater fra simuleringsanalyse

Basert på de ovenfor nevnte vurderingene ble simuleringen gjennomført 20 000 ganger, hvor 782 simuleringer ble filtrert bort. Øvre grense er satt til 400, mens negative verdier er fjernet grunnet ansvarsbegrensningen jf. asal. § 1-2. Det tilsier at 3,9 % prosent av totale kjøringer faller utenfor de definerte grensene.

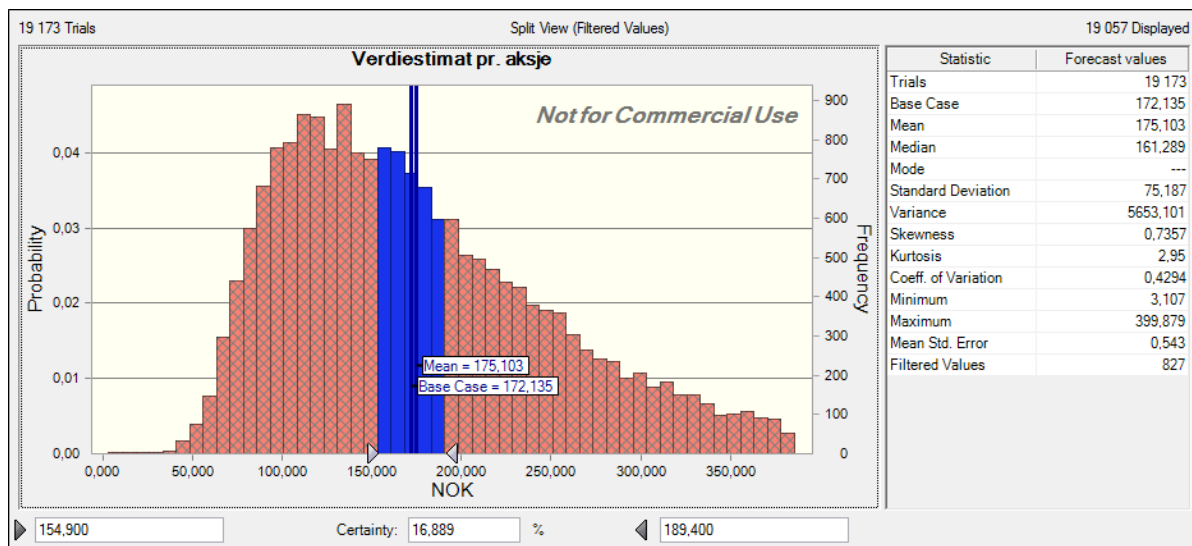
Simuleringen gir en normalfordeling som er forskjøvet mot høyre, hvilket indikeres av «skewness», se Figur 11-2. Gjennomsnittet ligger litt over det fundamentale punkttestimatet, mens medianen er lavere med en verdi på 161,3 kroner pr. aksje. Simulert standardavvik indikerer at det eksisterer stor usikkerhet i estimatet da standardavviket er tilnærmet 43 %.

Konkurssannsynligheten (ikke vist) tilsvarer i vår simulering en BBB-rating hvilket er i tråd med fremtidsregnskapet.



Figur 11-2: Simuleringsanalyse

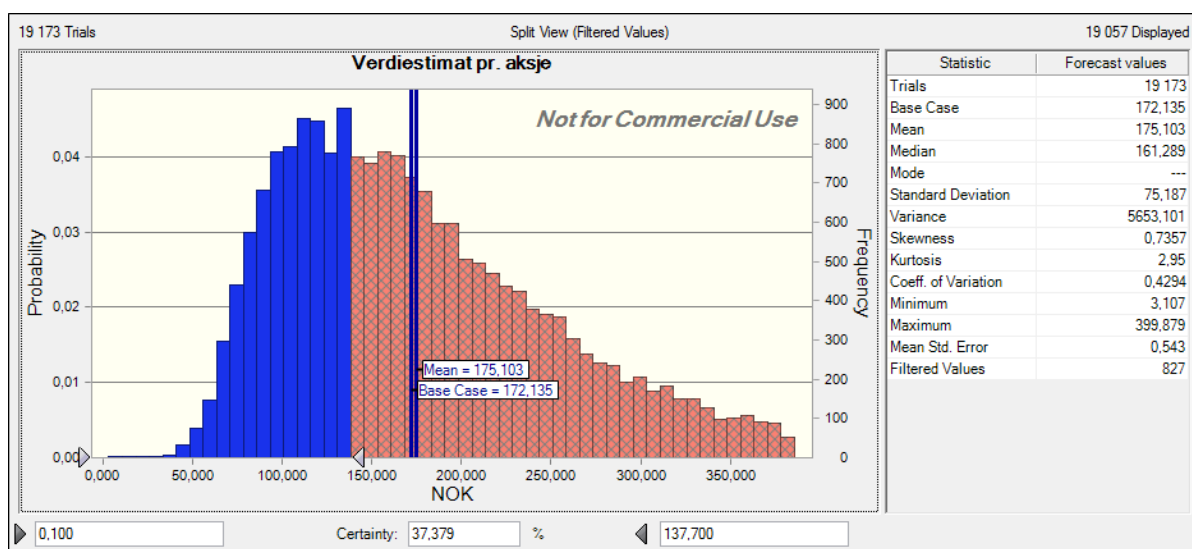
Verdiestimatet er som nevnt svært usikkert, hvilket bekreftes ytterligere da det er 16,9 % sannsynlighet for at verdiestimatet ligger innenfor $\pm 10\%$ av punkttestimatet, se Figur 11-3. Vi vil derfor i de følgende avsnittene vurdere oppside- og nedsidepotensialet.



Figur 11-3: Fundamentalt punkttestimat $\pm 10\%$.

Nedsidepotensial

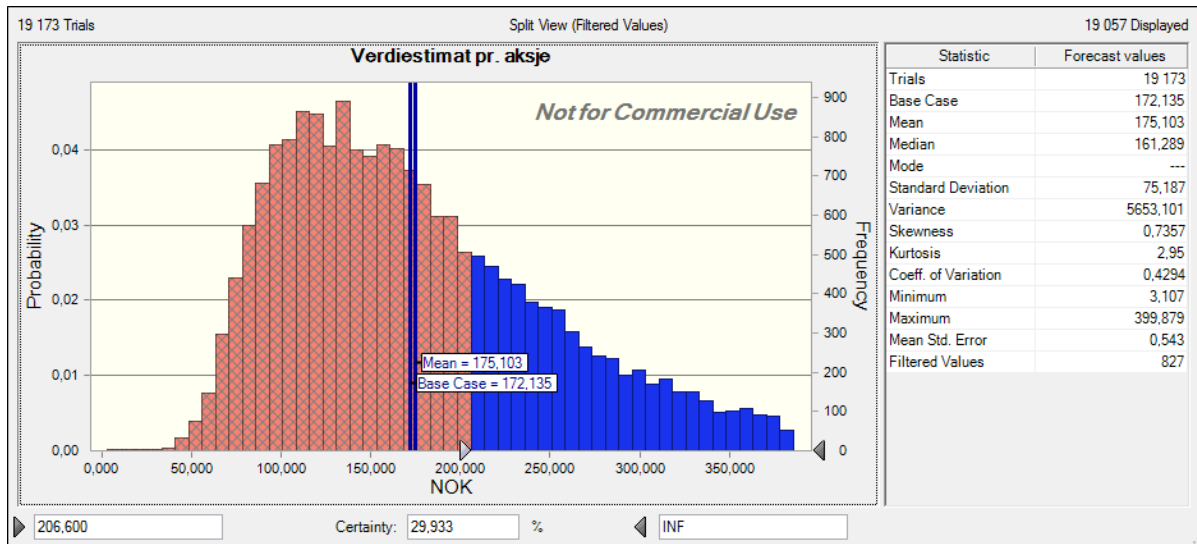
I dette tilfellet ser vi på hvor stor sannsynlighet det er for at aksjen vil ta en verdi på 137,7 kroner pr. aksje eller lavere, altså 20 % lavere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen. Sannsynligheten for en verdi under 137,7 kroner pr. aksje er i henhold til simuleringen 37,4 %, se Figur 11-4. Det er en relativt høy prosentandel, hvilket bekrefter usikkerheten i verdiestimatet.



Figur 11-4: Sannsynlighet for nedsidepotensiale (20%)

Oppsidepotensial

I dette tilfellet vil vi undersøke sannsynligheten for at vi får et verdiestimat som er høyere enn 206,6 kroner pr. aksje, altså 20 % høyere enn det fundamentale punkttestimatet inkludert korreksjon for konkurs. Sannsynligheten for en oppside er tilnærmet 30 %, se Figur 11-5, hvilket må anses å være høyt.



Figur 11-5: Sannsynlighet for oppside (20 %)

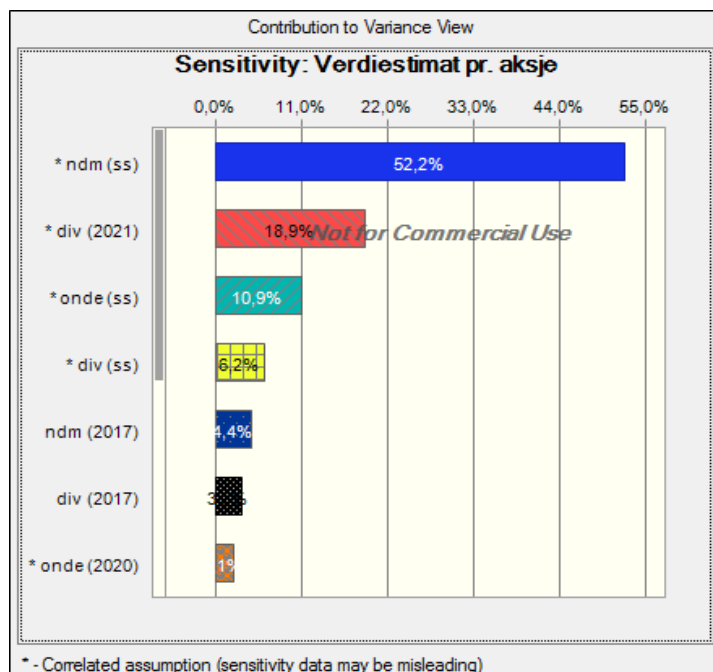
11.8.3 Sensitivitetsanalyse

I dette kapittelet vil vi se på hvordan de mest sensitive driverne fra simuleringen påvirker verdiestimatet når alt annet er holdt likt ellers. Fra Crystal Ball fremkommer det at netto driftsmargin i «steady state», driftsinntekstveksten i forbindelse med oppkjøpet og omløpet til netto driftseiendeler i «steady state» er de mest sensitive variablene for verdiestimatet. Hele 82 % av variasjonen i verdiestimatet kan forklares av disse driverne, se Figur 11-6.

Da verdiestimatet er svært sensitivt til endringer i netto driftsmargin i «steady state» vil det, basert på vår analyse, være gunstig å øke satsningen på videreforedling da man kan ta en høyere pris for produktet. Dette er i tråd med Marine Harvest sin strategi om å bli mindre sensitive for spotpriser. En økt driftsmargin kan også komme av reduserte kostnader ved at man for eksempel blir fullstendig selvforsynt med fôr. Dermed har forventningen vår som analytikere, stor innvirkning på verdiestimatet. Det kan tenkes at vårt estimat på en strategisk fordel på 2 % er satt for høy da konkurransekraftene kan være sterkere, slik at man i virkeligheten ikke har en strategisk fordel i «steady state».

Det kan i tillegg tenkes at vi har et for optimistisk syn på oppkjøpet og dermed gir et høyere verdiesimat. Imidlertid, anser vi ett, eventuelt flere oppkjøp, som realistisk i perioden, dog er vi imidlertid usikre om oppkjøpene vil være effektive fra dag en. I kapittel 4 og 8 ble det konkludert med at de senere oppkjøpene ikke har «satt seg», og således er det mye usikkerhet tilknyttet oppkjøpet.

Vi vil i det følgende se på hvordan aksjeverdien endres ved å endre driverne i et intervall på $\pm 20\%$. Merk at sensitivitetsanalysen, til forskjell fra simulering, kun ser på endringer i den enkelte variabel, ergo tar man ikke hensyn til variasjon eller korrelasjon i andre variabler.



Figur 11-6: Sensitivitetsanalyse. Merk at det er kun bidrag over 1 % som vises.

Netto driftsmargin (steady state)

Netto driftsmargin er den driveren som ga størst utslag på verdiesimatet. Ved å endre driftsinntektsveksten med $\pm 20\%$ av fastsatt vekst i fremtidsregnskapet medfører det store utslag i verdiesimatet pr. aksje. Endringene i prosent gir tilnærmet en lineær utvikling i aksjekursen, hvilket tilsier en tilnærmet symmetrisk variasjon rundt verdiesimatet, se Tabell 11-13 og Figur 11-7.

Netto driftsmargin "steady state"	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Endring i prosent	0,048	0,051	0,054	0,057	0,060	0,063	0,066	0,069	0,072
Verdiestimat pr. aksje	112,5	127,7	142,7	157,7	172,6	187,4	202,3	217,0	231,8

Tabell 11-13: Prosentvis endring i netto driftsmargin i «steady state» med tilhørende verdiesimat pr. aksje
Merk at man ikke har hatt hensyn til konkursscenarioet, jf. delkapittel 11.6

Driftsinntektsvekst (oppkjøpstidspunktet)

Marine Harvest har en satsningsstrategi, jf. kapittel 9, og som konsekvens av det har vi budsjettert et oppkjøp, men det knytter seg stor usikkerhet til oppkjøpet da det eksisterer en rekke usikre variabler. Ved å endre driftsinntektsveksten i oppkjøpstidspunktet slik at den varierer i intervallet $\pm 20\%$ av den opprinnelige driftsinntektsveksten vil verdiestimatet pr. aksje bli betydelig påvirket. Verdiestimatet er mer påvirket av høye positive verdier enn høye negative verdier, se Tabell 11-14. Imidlertid er det lav sannsynlighet for en trekning av høyere prosent ved Crystal Ball da en høy driftsinntektsvekst vil befinne seg i «halen» av normalfordelingen. Sannsynligheten for en trekning av en høy driftsinntektsvekst er derfor lav, og dermed vil påvirkningen på verdiestimatet være minimalt. Imidlertid kommer det frem i sensitivitetsanalysen at driftsinntektsveksten er den mest sensitive av de tre driverne ved en endring i intervallet $\pm 20\%$.

div (oppkjøp)									
Endring i prosent	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
div (oppkjøp)	0,880	0,935	0,990	1,045	1,100	1,155	1,210	1,265	1,320
Verdiestimat pr. aksje	104,5	116,8	131,8	150,2	172,6	199,8	232,7	272,4	320,2

Tabell 11-14: Prosentvis endring i driftsinntektsveksten med tilhørende verdiestimat pr. aksje. Merk at man ikke har hatt hensyn til konkursscenarioet, jf. delkapittel 11.6

Onde (steady state)

Omløpet til netto driftseiendeler forklarte 9,8 % av variasjonen i verdiestimatet.

Verdiestimatet er relativt lineært med større utslag for en negativ prosentvis endring.

Omløpet til netto driftseiendeler gir lavest utslag av de 3 estimatene, noe som ble indikert av simuleringen.

Onde "steady state"									
Endring i prosent	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Onde i "steady state"	1,007	1,070	1,133	1,196	1,259	1,322	1,385	1,448	1,511
Verdiestimat pr. aksje	134,1	145,3	155,4	164,4	172,6	180,0	186,8	193,0	198,7

Tabell 11-15: Prosentvis endring onde i «steady state» med tilhørende verdiestimat pr. aksje. Merk at man ikke har hatt hensyn til konkursscenarioet, jf. delkapittel 11.6

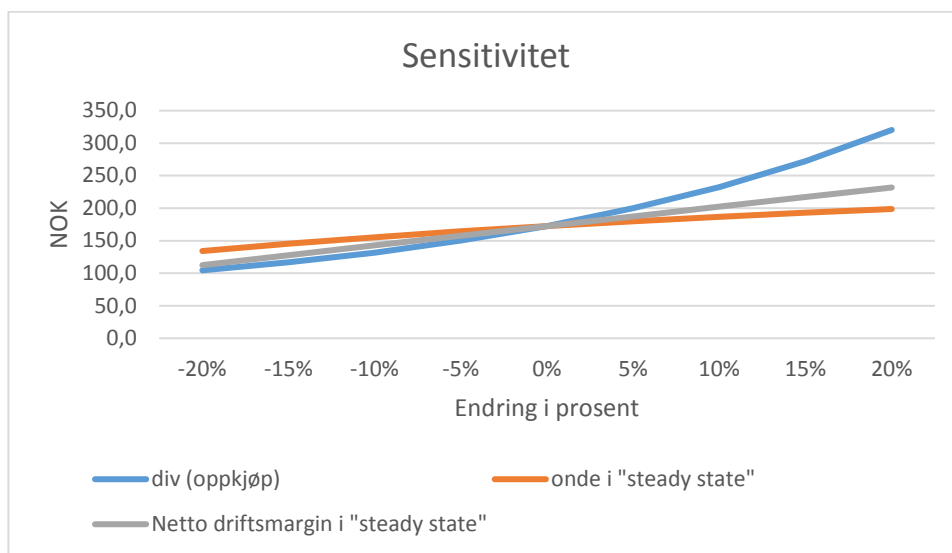
11.8.4 Oppsummering – Crystal Ball og sensitivitetsanalyse

Det knytter seg stor usikkerhet rundt punkttestimatet fra den fundamentale verdivurderingen da flere av de budsjetterte driverne er høyst diskutabile. Ved å foreta en simulering av usikre drivere og ta høyde for sammenhenger mellom driverne får vi fordeling av verdiestimatet med et gjennomsnitt på 175,1 kroner pr. aksje. Analysen indikerer at det knytter seg stor usikkerhet til verdiestimatet. I hovedsak knytter utslagene til aksjekursen seg til netto driftsmargin i «steady state», driftsinntektsveksten i forbindelse med oppkjøpet og onde i

«steady state». Til sammen forklarer disse driverne 82 % av variansen i estimatet. Det ble også indikert av sensitivitetsanalysen hvor driftsinntektsveksten har desidert størst utslag på verdiestimatet, se Figur 11-7.

Basert på simulering og sensitivitetsanalyse beholder vi punkttestimatet fra den fundamentale analysen, selv om det er tilknyttet stor usikkerhet, slik at verdiestimatet settes til 172,1 kroner pr. aksje. Sammenlignet er aksjekursen 155,7 kroner pr. aksje pr. 31.12.2016, hvilket betyr at vi opererer med et verdiestimat som er 11,5 % høyere enn aksjekursen. Ergo, opererer oppgaven med et mer positivt syn på Marine Harvest. Et for optimistisk syn er imidlertid vanlig blant analytikere da analytikere tenderer å undervurdere negative hendelser og dessuten ha et for positivt syn på fremtiden (Magma, 2012). Dessuten kan vi som analytikere bli påvirket av fremtidssynet selskapene har for fremtiden da vi har basert oss på offentlig informasjon. I tillegg til dette kan det tenkes at vi blir blendet av den gode lønnsomheten bransjen har hatt. En høy lønnsomhet i dag vil nødvendigvis ikke gi høy lønnsomhet i fremtiden da det kan forventes at konkurransekraftene vil virke. Imidlertid, anser vi verdiestimatet som realistisk og legger dette til grunn for videre diskusjon.

Før vi skal avgjøre handlingsstrategi vil vi foreta en komparativ verdivurdering som en kontroll og eventuelt foreta en justering av det fundamentale verdiestimatet.



Figur 11-7: Sensitivitet vedrørende driftsinntektsveksten ved oppkjøpet, onde i «steady state» og netto driftsmargin i «steady state».

12. Komparativ verdivurdering

Som et supplement til den fundamentale verdivurderingen gjennomføres en komparativ verdivurdering, jf. kapittel 3. I tillegg til å være et supplement vil den komparative verdivurderingen benyttes som en rimelighetsvurdering av det fundamentale verdiestimatet, se kapittel 11. Som tidligere nevnt skiller det mellom to typer komparativ verdivurdering, henholdsvis substansverdi- og multiplikatormodellen. Da substansverdimodellen egner seg best ved verdivurdering av konkursbo eller likvidasjon anvendes modellen ikke. Dette begrunnes som følge av fastsatt syntetisk rating, jf. kapittel 6. En kredittrating på BBB tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,26 %, hvilket indikerer lav sannsynlighet for konkurs.

I følgende delkapitler tar vi for oss valg av ulike multiplikatormodeller, komparative selskaper og verdiestimer før det oppsummeres mot den fundamentale verdivurderingen.

12.1 Multiplikatormodeller

Innenfor multiplikatormodellen eksisterer det to metoder, henholdsvis egenkapital- og selskapskapitalmetoden (Penman, 2013). Begge metodene medfører en sammenligning mot tilsvarende virksomheter med hensyn til egenkapital eller selskapskapital. Da egenkapitalmetoden er avhengig av kapitalstruktur, vil vi benytte selskapskapitalmetoden.

I utregningene benyttes det normaliserte tall, jf. kapittel 5, da analysen er framoverskuende. For verdivurderingen av Marine Harvest ble det valgt tre ulike multiplikatorer henholdsvis resultatorientert-, balanseorientert- og en ikke-finansiell multiplikator. De følgende avsnitt tar for seg en kort presentasjon av de ulike multiplikatormodellene, samt utregning av multiplene.

12.2 Komparative selskap

Ulempen med komparativ verdivurdering er om selskapene som skal sammenlignes er forskjellige, da ulikheter mellom selskapene kan medføre at verdiestimatet blir under- eller overvurdert. Det medfører at metoden, potensielt, kan gi grove verdiestimer som følge av upresise multipler. I henhold til Kaldestad og Møller (2016) kan det være vanskelig, spesielt i Norge, å finne velegnede selskaper til den komparative analysen. Til gjengjeld er metoden enkel og av den grunn ofte brukt i praksis.

Valg av selskap er basert på samme vurderinger som ble gjort i den fundamentale verdivurderingen, jf. kapittel 2 og 5. Imidlertid eksisterer det forskjeller mellom selskapene, noe som potensielt kan gi upresise multiplikatorer. I vårt tilfelle dreier det seg blant annet om fôrproduksjon, videreforedling og internasjonal eksponering. Korrigeringer for å redusere ulikhetene, se også kapittel 5, er vanskelig da årsrapportene gir lite informasjon vedrørende de ulike segmentene.

Multiplikatormodellene kan påvirkes av blant annet kostnadsføring av FoU. Både Marine Harvest og SalMar har betydelige FoU kostnader, hvilket vil gi lavere egenkapital sammenlignet med balanseføring. Derimot opplyser hverken Lerøy Seafood eller Grieg Seafood om størrelsen til FoU, og man forutsetter dermed at utgiftene er minimale, jf. IAS 1. Det kan derfor tenkes at Marine Harvest og SalMar er mer sammenlignbare da begge selskapene har store utgifter vedrørende FoU.

Dessuten kan det eksistere en forskjell mellom selskapene som har hatt en organisk vekst kontra de selskapene som har vokst gjennom fusjon og oppkjøp da eiendelene blir ført til virkelig verdi. Marine Harvest har gjennomført en rekke oppkjøp, og kan således ha en høyere egenkapital sammenlignet med Lerøy Seafood som har en betydelig lengre selskapshistorie.

Det skal nevnes at det er kun Grieg Seafood og Marine Harvest av de komparative selskapene som er internasjonal eksponert, sett bort fra Scottish Seafarms som er 100 % eid av SalMar og Lerøy Seafood. De komparative selskapene, med unntak av Grieg Seafood, har integrert videreforedling i verdikjeden. Dessuten er Lerøy Seafood mer diversifisert når det kommer til arter sammenlignet med de andre selskapene.

Selv om det eksisterer forskjeller mellom selskapene, noe som potensielt kan medføre en overvurdering eller en undervurdering av verdiestimatet, vil vi gjennomføre en komparativ verdivurdering av Marine Harvest. Da multiplikatorene påvirkes av kapitalstrukturen vil vi som nevnt benytte oss av selskapskapitalmetoden. For å få et estimat pr. aksje benyttes utestående aksjer pr. 31.12.2016, se Tabell 12-1.

	Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg
Utstedte aksjer	450085652	59577368	113299999	111662000
- egne aksjer	0	29776	984368	1250000
= Utestående aksjer (millioner)	450,1	59,5	112,3	110,4

Tabell 12-1: Utestående aksjer for Marine Harvest og komparative selskaper. Merk at utestående aksjer er omregnet til millioner aksjer.

12.2.1 Pris/Bok forholdet

Dette er en balanseorientert multiplum som har sin fordel ved at den er lett å bruke (Damodaran, 2012). Et høyt forholdstall indikerer at man forventer at selskapet skaper merverdier på de eksisterende eiendelene (Dyrnes et al., 2011). Ulempen med denne modellen er om store utgifter blir kostnadsført i stedet for å aktiviseres, og av den grunn vil egenkapitalen undervurderes (Kaldestad og Møller, 2016). Da multiplikatoren påvirkes av kapitalstrukturen justeres det for ulikheter i kapitalstrukturen mellom de ulike selskapene. Selskapskapitalmetoden benyttes derfor for å estimere egenkapitalen, og man introduserer dermed netto driftskapital og netto finansiell gjeld. Dermed justeres multiplikatoren slik at man tar hensyn til ulike kapitalstrukturer, se Formel 12-1.

$$m_k = \frac{VEK + NFG}{NDK} = \frac{VNDK}{NDK}$$

$$VEK = m_k \times NDK - NFG$$

Formel 12-1: Multiplikator for pris/bok forholdet, og formel for utregning av verdien av egenkapitalen.

Den største multiplikatoren fraskriver seg fra SalMar (4,3), mens den laveste multiplikatoren fraskrives Lerøy Seafood (2,15), se Tabell 12-2. Det forventes derfor at SalMar og Grieg Seafood skaper større merverdier på de eksisterende eiendelene sammenlignet med Lerøy Seafood.

	Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg
VEK	70496,9	28553,6	29310,7	9190,9
+ NFG	8045,9	3335,0	2363,8	1345,9
/ NDK	22304,9	14814,8	7380,3	3922,2
= VNDK/NDK	3,5	2,2	4,3	2,7

Tabell 12-2: Utregning av multiplikator for pris/bok forholdet.

12.2.2 Pris/Fortjeneste forholdet

Pris/fortjeneste forholdet er en resultatorientert multiplum. Metoden er ifølge Kaldestad og Møller (2016) kritisert for å være sterkt påvirket av finansieringsgraden til selskapet, i likhet med pris/bok forholdet, og av den grunn anbefalt som en sekundær multiplum. På den annen side er dette en av de mest brukte multiplumene da metoden er enkel å bruke, samt enkel å forstå (Penman, 2013).

For å kompensere for ulikheter mellom kapitalstrukturen til de komparative selskapene justeres det for netto finansiell gjeld, ergo benyttes selskapskapitalmodellen. Multiplikatoren blir dermed forholdet mellom markedsverdien av egenkapital fratrukket netto finansiell gjeld og netto driftsresultat, se Formel 12-2.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Fortjeneste eller Nettoresultat per aksje}}$$

$$m_k = \frac{VEK + NFG}{NDR} = \frac{VNDK}{NDR}$$

$$VEK = m_k \times NDR - NFG$$

Formel 12-2: Multiplikatormodell – Pris/Fortjeneste.

Multiplikatoren viser relativt stor forskjell mellom de komparative selskapene med et maksimum på 14,7 og et minimum på 11,6, se Tabell 12-3. Metoden har hensyntatt ulik kapitalstruktur, men ulik behandling av FoU kan medføre at sammenligningsgrunnlaget blir dårligere for Grieg Seafood og Lerøy Seafood.

		Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg
	VEK	70497	28539	29056	9088
+	NFG	8046	3335	2364	1346
/	NDR	4987	2363	2139	896
=	VNDK/NDR	15,7	13,5	14,7	11,6

Tabell 12-3: VNDK / NDR forholdet

12.2.3 EV/EBIT forholdet

Dette er en resultat og kontantstrømorientert multiplum som uttrykker forholdet mellom selskapsverdi (EV) og driftsresultatet, se Formel 12-3. Fordelen med modellen er at den tar med avskrivninger da oppdrettsnæringen er kapitalintensiv og kan ha store investeringer. I henhold til Kaldestad og Møller (2016) eliminerer man usikkerheten knyttet til finansieringsgrad og kan således være bedret egnet til verdsettelse. Multiplikatoren er en av de mest brukte (Dyrnes, 2004). Ulempen er at avskrivninger og nedskrivninger blir hensyntatt hvilket betyr at ulik regnskapspraksis kan påvirke multiplikatoren.

Verdien av egenkapitalen finnes ved å multiplisere EBIT med multiplikatoren for deretter å fratrekke netto finansiell gjeld og minoriteten, se Formel 12-3.

$$m_k = \frac{\text{Enterprice value (EV)}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi (EK)} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat (EBIT)}}$$

$$\text{VEK} = m_k \times \text{EBIT} - (\text{VNFG} + \text{VMI})$$

Formel 12-3: EV / EBIT multiplikator med tilhørende formel for verdsettelse av egenkapitalen.

Den høyeste multiplikatoren er på 11,5, mens laveste multiplikator fraskriver seg fra Grieg Seafood, se Tabell 12-4. I den fundamentale analysen fremkom det at Marine Harvest har hatt større avskrivningskostnader pr. krone driftsinntekt sammenlignet med bransjen, se delkapittel 8.2.2. Imidlertid ble forskjellen ansett som ubetydelig.

EV/EBIT-forholdet	Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg
Langsiktig rentebærende gjeld	9026,3	4541,3	2439,3	1230,3
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	0,9	1094,1	198,6	668,0
- Kontanter	945,9	2233,7	273,7	503,6
= Netto rentebærende gjeld	8081,4	3401,7	2364,2	1394,7
+ Markedsverdi EK (VEK)	70496,9	28539,4	29056,1	9088,0
= Selskapsverdi (EV)	78578,3	31941,0	31420,3	10482,7
/ Operasjonelt DR (EBIT)	6833,7	3105,8	2734,3	1173,4
= EV/EBIT	11,5	10,3	11,5	8,9

Tabell 12-4: EV/EBIT multiplikator.

12.2.4 EV/kilo

I motsetning til de foregående multiplikatorene er dette en ikke-finansiell multiplika hvor multiplika gir forholdet mellom verdien av virksomheten og produksjon i kilo. Dette forholdet er mye brukt i oppdrettsnæringen. Fordelen med metoden er at man trenger ingen regnskapstall (Kaldestad og Møller, 2016). Dersom man antar lik laksepris blant selskapene og like vekstmuligheter er multiplikatoren gitt ved Formel 12-4.

$$m_k = \frac{EV}{KG} = \frac{EV}{EBIT} \times \frac{EBIT}{KG}$$

$$\text{VEK} = m_k \times \text{KG} - (\text{NFG} + \text{MI})$$

Formel 12-4: EV / kilo multiplikator med tilhørende formel for verdiestimater.

Den største multiplikatoren fraskrives SalMar (212,9) mens den laveste fraskrives Grieg Seafood (162,0), hvilket tyder på en stor variasjon mellom selskapene. Tallene er derimot ikke justert for ikke-oppdrettsvirksomhet, hvilket kan bety at Grieg Seafood ikke er direkte sammenlignbar da selskapet ikke har integrert videreføring i verdikjeden.

	Marine Harvest	Lerøy	Salmar	Grieg
Selskapsverdi (EV)	78578,3	31941,0	31420,3	10482,7
/ Slaktet volum	380621,0	150182,0	115600,0	64726,0
= EV/kg	206,4	212,7	271,8	162,0

Tabell 12-5: EV/kilo. Selskapsverdien er oppgitt i mil. (NOK).

12.3 Komparativt verdiestimat og handlingsstrategi

Multiplikatorene som benyttes i verdivurderingen av Marine Harvest varierer mye i størrelse, noe som medfører at verdiestimatet på Marine Harvest vil ha stor spredning, se Tabell 12-6. Basert på de ulike verdiestimatene vil vi komme med et verdiestimat av Marine Harvest, og sammenligne det mot den fundamentale analysen. Som vi ser er det stor spredning fra de ulike multiplikatorene hvor laveste verdiestimat er 88,8 kroner pr. aksje, mens høyeste verdiestimat er 212,0 kroner pr. aksje.

Verdiestimat	Lerøy	Salmar	Grieg	Snitt
EV/EBIT	138,2	156,5	117,7	137,5
P/E	131,6	144,9	111,2	129,2
P/B	88,8	194,8	115,3	133,0
EV/kilo	162,0	212,0	119,1	164,3
Snitt	130,1	177,0	115,8	141,0

Tabell 12-6: Ulike verdiestimat basert på presenterte multiplikatorer.

For at man skal kunne sammenligne selskapene og dermed få et godt verdiestimat er det avgjørende at selskapene har en noenlunde lik drift. Et estimat kan bli påvirket av at man har ulik sekundærvirksomhet som for eksempel fôr og videreforedling. Ulikheter mellom selskapene vil potensielt medføre over- eller underestimert verdiestimat. Basert på stegene ovenfor blir gjennomsnittet av de fire ulike verdiestimatene 141,0 kroner pr. aksje se Tabell 12-6. Aksjekursen pr. 31.12.2016 er 155,7 kroner pr. aksje, hvilket indikerer at aksjekursen er overvurdert da aksjekursen er omtrent 10 % lavere. Sammenlignet med den fundamentale verdivurderingen er dette et lavere verdiestimat, og estimatet vårt er ca. 20 % høyere enn det gjennomsnittlige komparative verdiestimatet.

Det eksisterer stor forskjell mellom de ulike selskapene, se Tabell 12-6. Det gjennomsnittlige komparative verdiestimatet for SalMar er marginalt høyere enn det fundamentale verdiestimatet vårt. Imidlertid trekker gjennomsnittet fra Lerøy Seafood og Grieg Seafood ned gjennomsnittet for bransjen. Det kan imidlertid stilles spørsmål om gjennomsnittet av de forskjellige metodene er en velegnet tilnærming. En av de mest brukte multiplikatorene

innenfor oppdrettsnæringen, EV/kg (ilaks, 2013), er den multiplikatoren som ligger nærmest det fundamentale verdiestimatet med en differanse på 4,7 %.

For å gjøre selskapene sammenlignbare krever det en justering for selskapsspesifikke forhold. Imidlertid er vi begrenset til årsrapportene, og som nevnt i delkapittel 5 eksisterer det lite informasjon vedrørende tallstørrelser tilknyttet verdikjeden til det enkelte selskap. Det komparative verdiestimatet vil derfor ikke benyttes ved fastsettelse av handlingsstrategi jf. kapittel 13, da vi har tro på en økt etterspørsel fra Kina og andre vekstøkonomier som vi mener markedet ikke har priset tilstrekkelig inn.

13. Oppsummering og handlingsstrategi

Oppgaven har tatt for seg en fundamental verdivurdering av Marine Harvest. I tillegg, som et supplement, ble det foretatt en komparativ verdivurdering. Verdivurderingsmodellene resulterer i et verdiestimat på aksjekursen til Marine Harvest. Basert på dette estimatet vil vi komme med en handlingsstrategi, men først følger en oppsummering av den fundamentale - og komparative verdivurderingen.

13.1 Oppsummering

Den fundamentale verdivurderingen av Marine Harvest Group indikerer at det eksisterer en strategisk fordel på 14.4 %. Denne fraskriver seg, i hovedsak, fra en bransjefordel som ytterligere forsterkes av en oppgangssyklus med høye laksepriser. Her anser vi inngangsbarrierer og begrenset konkurranse som de viktigste faktorene til bransjefordelen. Imidlertid, eksisterer det en marginal ressursulempe som følge av at internasjonal eksponering har gitt lavere gjennomsnittspris, og oppstart av nye forretningsområder som ikke er effektivt organisert pr. 2016.

Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble fremtidsregnskapet og fremtidskravet utarbeidet. Her ble det konkludert med at Marine Harvest vil ha en strategisk fordel i «steady state» på 2 %. Fordelen fraskrives seg fra en bransjefordel på 1,5 % og en marginal ressursfordel på 0,5 %. Bransjefordelen fraskrives en kapitalintensiv bransje som fremdeles vil være regulert av konsesjonssystemet. Ressursfordelen forventes å komme fra førstetrekkefordeler da Marine Harvest tidlig har etablert seg i viktige globale regioner.

Basert på egenkapital- og selskapskapitalmetoden konvergerer verdiestimatet mot 172,1 kroner pr. aksje, hvilket er ca. 10 % høyere enn aksjekursen pr. 31.12.2016. Det eksisterer mye sikkerhet knyttet til driverne av verdiestimatet. I den forbindelse ble det utført en analyse av usikkerhet ved å gjøre driverne om til stokastiske variabler. I vårt tilfelle var netto driftsmargin i «steady state» den driveren som ga størst utslag på verdiestimatet. Dermed oppkjøpet og omløpet til netto driftseiendeler i «steady state». Selv om det eksisterer mye usikkerhet rundt verdiestimatet anses verdiestimatet på 172,1 kroner pr. aksje som realistisk. Vi mener, med bakgrunn i analysen, at markedet ikke har priset tilstrekkelig inn en økt etterspørsel fra vekstmarkeder, herunder Kina. Dermed anser vi at oppgangssyklusen vil vedvare en lengre periode før den reduseres mot «steady state»

Til slutt, som et supplement til den fundamentale verdivurderingen, ble det foretatt en komparativ verdivurdering. Det komparative estimatet var noe lavere sammenlignet med det fundamentale verdiestimatet. Imidlertid er en komparativ verdivurdering avhengig av at det finnes selskaper som er sammenlignbare. I vårt tilfelle eksisterer det mange likhetstrekk mellom selskapene, men det eksisterer forskjeller som for eksempel fôrproduksjon, videreforedling, størrelse, FoU og global produksjon. Det kan medføre at multiplikatorene som benyttes i kapittel 12 ikke kan direkte sammenlignes. Som en konsekvens av usikkerhet i multiplikatorene blir det fundamentale verdiestimatet stående som det endelige estimatet på aksjekursen.

Vi velger derfor å ikke vekte med den komparative verdivurderingen da en vekting vil nedjustere verdiestimatet fra den fundamentale verdianalysen. Grunnen er at vi har tro på en økt etterspørsel fra fremvoksende økonomier, noe som innebærer at vi priser aksjen høyere sammenlignet med Oslo Børs.

13.2 Handlingsstrategi

Basert på verdiestimatet vil vi nå vurdere om det foreligger en kjøp-, salg- eller holdanbefaling pr. 31.12.2016. Da analysen inneholder informasjon som var ukjent for markedet pr. 31.12.2016 vil vi supplere med en handlingsstrategi pr. 01.06.2017.

Fra simuleringen ble det indikert et standardavvik på 43 % noe som innebærer stor usikkerhet på verdien. Grunnet usikkerheten vil det være praktisk å definere grenser for handlingsstrategi. Vi velger derfor å holde på aksjen dersom verdiestimatet ligger $\pm 10\%$ fra aksjekursen, derimot foreligger det en kjøpsanbefaling dersom aksjekursen ligger 10 % under verdiestimatet. En salgsanbefaling foreligger dersom aksjekursen ligger 10 % over verdiestimatet fra analysen.

13.2.1 Handlingsstrategi pr. 31.12.2016

Basert på den fundamentale verdivurderingen foreligger det et verdiestimat på 172,1 kroner pr. aksje pr. 31.12.2016. Dermed foreligger det, basert på vår analyse, en kjøpsanbefaling da det fundamentale verdiestimatet vårt er 11 % høyere enn aksjekursen pr. 31.12.2016.

Begrunnelsen for kjøpsanbefalingen er at vi anser at de gode tidene vil vedvare, da vi har tro på at etterspørselen vil øke, herunder økt etterspørsel fra det kinesiske markedet. Som en

konsekvens av dette vil den gode syklusen vedvare, noe vi mener markedet ikke tilstrekkelig har priset inn.

Dessuten forventer vi at investeringene innen videreforedling og global produksjon, herunder Chile, vil bli mer effektive de kommende år. Teknologiske nyvinninger vil redusere biologiske utfordringer og øke produksjonskapasiteten, noe som er gunstig da man forventer økt etterspørsel fra Kina og andre markeder. Nye markeder representerer dessuten et fortrinn for Marine Harvest da man allerede har en global tilstedeværelse som lettere kan tilpasse seg nye markeder og således nyte godt av førstetrekkefordeler.

13.2.2 Handlingsstrategi pr. 01.06.2017

I løpet av våren 2017 har aksjekursene innen sjømatsektoren vært ustabile til tross for svært gode resultater. Svingningene kan i stor grad fraskrives endringer i spotprisen som har hatt tilsvarende utvikling. Aksjen til Marine Harvest nådde et bunnpunkt på 129,6 kroner, men har styrket seg og pr. 01.06.2017 er aksjekursen 151 kroner pr. aksje.

En fremskrivning av verdierestimater, hensyntatt utbytte på 2,8 kroner pr. aksje, gir et fundamentalt verdierestimat på 172,6 kroner pr. aksje. Dermed foreligger det pr. 01.06 en kjøpsanbefaling, da verdierestimateret er 14,3 % høyere enn aksjekursen.

Konsensus blant finansanalytikerne er 165 kroner pr. aksje, jf. Dagens Næringsliv pr. juni 2017. En sammenligning mot konsensus viser at verdierestimateret vårt er om lag 4,6 % høyere.

13.2.3 Konklusjon

I henhold til vår analyse anser vi aksjen til Marine Harvest som underpriset i markedet pr. 31.12.2016 da det fundamentale verdierestimateret (172,1 kroner pr. aksje) er 11 % høyere sammenlignet med aksjekursen (155,7 kroner pr. aksje). Kjøpsanbefalingen opprettholdes pr. 01.06. da det ikke foreligger ny informasjon som endrer vår handlingsstrategi pr. 31.12.2016.

Litteraturliste

- AFTENPOSTEN. 2011. *Laksekollaps i Chile skremmer Norge* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.aftenposten.no/norge/Laksekollaps-i-Chile-skremmer-Norge-233844b.html> [Lastet ned 20.01.2017].
- ANDRESEN, K. V. 2015. *Marine Harvest Group ASA : strategisk regnskapsanalyse og verddivurdering. I: HAUGAN, H. K. & MARINE HARVEST, G. (red.). Bergen: Forfatterne.*
- BAKKA Frost. 2017. *Bakkafrost feed* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.bakkafrost.com/en/bakkafrost-salmon/bakkafrost-feed/> [Lastet ned 23.01.2017].
- BERK, J. & DEMARZO, P. 2017. *Corporate Finance*, Pearson.
- CERMAQ. 2017. *Om oss* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/msno-content-no/mainstream-norway/about-us/organization/> [Lastet ned 17.02.2017].
- DAGENS NÆRINGS LIV. 2017. *Børsoppgang etter knalltall for Marine Harvest* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/04/20/0945/Havbruk/borsoppgang-etter-knalltall-for-marine-harvest> [Lastet ned 27.05.2017].
- DAMODARAN, A. 2012. *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, New York, Wiley.
- DELOITTE. 2015. *Lakseoppdrett på land - break even med lakseoppdrett i merd?* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://tekmar.no/wp-content/uploads/2016/08/Kristian-Henriksen-Gamechanger-7-Lakseoppdrett-p%C3%A5-land.pdf> [Lastet ned 15.02.2017]
- DN.NO. 2016. *-Det er kort og godt et eventyr* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/nyheter/2016/02/24/1627/Bakkafrost/-det-er-kort-og-godt-et-eventyr> [Lastet ned 10.06.2017].
- DN.NO. 2017a. *Grieg Seafood* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/GSF.OSE> [Lastet ned 12.05.2017].
- DN.NO. 2017b. *Konvertible obligasjoner er noe svineri når aksjekursen stiger kraftig* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/nyheter/finans/2017/05/22/1328/Borskommentar/konvertible-obligasjoner-er-noe-svineri-nar-aksjekursen-stiger-kraftig> [Lastet ned 29.05.2017].
- DN.NO. 2017c. *Lerøy Seafood Group* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/LSG.OSE> [Lastet ned 12.05.2017].
- DN.NO. 2017d. *Marine Harvest* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/MHG.OSE> [Lastet ned 12.05.2017].
- DN.NO. 2017e. *SalMar* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/SALM.OSE> [Lastet ned 12.05.2017].
- DNB MARKETS. 2016. *High-yield credit report* [Online]. Tilgjengelig fra: https://static1.squarespace.com/static/566d77f75a5668242bb72cb7/t/5804b864197ae7e4aefa4cd/1476704828081/CRP_87058.pdf [Lastet ned 10.05.2017].
- DYRNES, S. 2004. Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 21, 43-52.
- DYRNES, S., DAHL, G., NORLI, Ø., KVAAL, E., KALDESTAD, Y., MØLLER, B., BØ, N. K., SELLÆG, F. E., RØDSSÆTEREN, K., BJERKE, A., KJÆRLAND, F., NILSEN, M. & ØDEGAARD, B. A. 2011. Praktisk bruk av kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans*, 28, 15-21.

-
- E24. 2013a. *Marine Harvest dumpet Cermaq-aksjer for 350 mill.* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/boers-og-finans/marine-harvest-dumpet-cermaq-aksjer-for-350-mill/20385078> [Lastet ned 10.06.2017].
- E24. 2013b. *Marine Harvest får kjøpe Morpol* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/naeringsliv/morpol/eu-kommisjonen-gir-groent-lys-til-marine-harvest/21619641> [Lastet ned 15.06.2017].
- E24. 2014. *Fiskeaksjer stuper etter Putins importforbud* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/boers-og-finans/marine-harvest/krisen-med-russland-fiskeaksjer-fanget-i-det-storpolitiske-garnet/23269041> [Lastet ned 26.01.2017].
- E24. 2015. *Marine Harvest advarer mot å fremme landbasert oppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/naeringsliv/marine-harvest-advarer-mot-aa-fremme-landbasert-oppdrett/23463171> [Lastet ned 08.02.2017].
- E24. 2016a. *"Egget" til Marine Harvest får tommel opp* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/boers-og-finans/laks/egget-til-marine-harvest-faar-tommel-opp/23858215> [Lastet ned 06.02.2017].
- E24. 2016b. *Kom som lyn fra klar himmel* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/naeringsliv/russland/mandag-er-det-to-aar-med-sanksjoner-mot-russland-kom-som-lyn-fra-klar-himmel/23762783> [Lastet ned 03.02.2017].
- E24. 2016c. *Laksepriser speller på nyheter om diplomatisk fred med Kina* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/makro-og-politikk/kina/forholdet-mellom-kina-og-norge-normaliseres/23876640> [Lastet ned 18.01.2017].
- E24. 2017. *Analytiker om lakseaksjer: - Selg!* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/naeringsliv/marine-harvest/analytiker-om-lakseaksjer-selg/23925243> [Lastet ned 27.05.2017].
- EVENSEN, H. K. 2015. *Marine Harvest Group ASA : strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering. I: PRESTHUS, O. F. (red.). Bergen: Forfatterne.*
- FINANS NORGE. 2017. *Skyggerating og kapitalmarkedet* [Online]. [Lastet ned 10.05.2017].
- FINANSDEPARTEMENTET. 2016. *Skattesatser 2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/> [Lastet ned 04.04.2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2016a. *Biomasse* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse> [Lastet ned 03.02.2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2016b. *Utviklingstillatelser* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser> [Lastet ned 19.05.2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2017. *Rømmingsstatistikk* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk> [Lastet ned 04.02.2017].
- FRAMNES, R., PETTERSEN, A. & THJØMØE, H. M. 2012. *Markedsføringsledelse.*
- GJESDAL, F. 2012. *Valg av verdsettelsesmodell* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell> [Lastet ned 19.04.2017].
- GRIEG. 2017. *Årsrapport 2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/> [Lastet ned 01.06.2017].
- GRIEG SEAFOOD. 2016. *Årsrapport 2015* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/> [Lastet ned 17.02.2017].
- HANØY, K. F. & SMOLSKAS, E. 2015. *Lerøy Seafood Group ASA : strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering.*

- HAVFORSKNINGSINSTITUTTET. 2009. *Biologi hos laks i oppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: http://www.imr.no/temasider/fisk/laks/laks_i_oppdrett/nb-no [Lastet ned 24.01.2017].
- HEGNAR. 2016. *Analytiker: En god kjøpsmulighet* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/11/Analytiker-En-god-kjoepsmulighet> [Lastet ned 26.05.2017].
- HEGNAR. 2017a. *Anbefaler Marine Harvest* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/01/Anbefaler-Marine-Harvest> [Lastet ned 27.05.2017].
- HEGNAR. 2017b. *Mener Marine Harvest har litt mer å gå på* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/01/Mener-Marine-Harvest-har-litt-mer-aa-gaa-paa> [Lastet ned 27.05.2017].
- HOVLAND, E., HAALAND, A., HERSOUG, B., KOLLE, N. & MØLLER, D. 2017. *Norges fiskeri- og kysthistorie, band 5 - Havbruk* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/> [Lastet ned 20.01.2017].
- ILAKS. 2013. *Mest laks for pengene* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/> [Lastet ned 12.05.2017].
- ILAKS. 2014. *Den svekkede rubelen vil redusere all import av matvarer til Russland framover-dramatisk* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/den-svekkede-rubelen-vil-reducere-all-import-av-matvarer-til-russland-framover-dramatisk/> [Lastet ned 02.02.2017].
- ILAKS. 2016. *Dette er Norges 20 største oppdrettere* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/dette-er-norges-20-storste-oppdrettselskaper/> [Lastet ned 14.02.2017].
- ILAKS. 2017a. *Den gjennomsnittlige slaktevekten har gått ned med et halvt kilo* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/den-gjennomsnittlige-slaktevekten-har-gatt-ned-med-med-en-halv-kilo/> [Lastet ned 03.02.2017].
- ILAKS. 2017b. *Økende internasjonal interesse for landbasert lakseoppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/okende-internasjonalt-interesse-for-landbasert-lakseoppdrett/> [Lastet ned 08.02.2017].
- IVERSEN, A., HERMANSEN, Ø., KONGSVIK, R., MARTHINUSSEN, A. & NYSTØYL, R. 2016. *Kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland. Drivkrefter og betydning for konkurransesituasjonen*.
- JOHNSON, G. 2014. *Exploring strategy*, Harlow, Pearson.
- KALDESTAD, Y. & MØLLER, B. 2016. *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*, Bergen, Fagbokforl.
- KNIVSFLÅ, H. 2017a. *Forelesning 1* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, H. 2017b. *Forelesning 2* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, H. 2017c. *Forelesning 3* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017d. *Forelesning 2* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017e. *Forelesning 4* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017f. *Forelesning 5* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017g. *Forelesning 5* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].

-
- KNIVSFLÅ, K. 2017h. *Forelesning 7* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017i. *Forelesning 7* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017j. *Forelesning 8* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017k. *Forelesning 8* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017l. *Forelesning 9* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017m. *Forelesning 9* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017n. *Forelesning 10* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned].
- KNIVSFLÅ, K. 2017o. *Forelesning 11* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017p. *Forelesning 13* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017q. *Forelesning 13* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017r. *Forelesning 14* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017s. *Forelesning 15* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017t. *Forelesning 15* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017u. *Forelesning 16* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- KNIVSFLÅ, K. 2017v. *Forelesning 17* [Online]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> [Lastet ned 10.01.2017].
- LAKSEFAKTA. 2016. *Hva er i fôret til laksen?* [Online]. Tilgjengelig fra:
<https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/hva-er-i-foret-til-laksen/> [Lastet ned 23.01.2017].
- LAKSEFAKTA. 2017a. *Hvorfor rømmer laksen?* [Online]. Tilgjengelig fra:
<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/> [Lastet ned 04.02.2017].
- LAKSEFAKTA. 2017b. *Norsk havbrukshistorie*, [Online]. Tilgjengelig fra:
<https://laksefakta.no/> [Lastet ned 18.01.2017].
- LEROY SEAFOOD. 2016. *ENVIRONMENTAL REPORT 2015* [Online]. Tilgjengelig fra:
https://www.leroyseafood.com/globalassets/miljorapporter/miljorapport2015_eng_klikk_web_high.pdf [Lastet ned 23.01.2017].
- LERØY. 2016. *Årsrapport 2015* [Online]. Tilgjengelig fra:
<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/> [Lastet ned 17.02.2017].
- LERØY. 2017a. *Historie* [Online]. Tilgjengelig fra:
<https://www.leroyseafood.com/no/Forbruker/Om-Leroy/Historie/> [Lastet ned 17.02.2017].
- LERØY. 2017b. *Årsrapport 2016* [Online]. Tilgjengelig fra:
<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/> [Lastet ned 15.06.2017].

-
- LIEN, L. B. & JAKOBSEN, E. W. 2015. *Ekspansjon og konsernstrategi*, Oslo, Gyldendal akademisk.
- LOVDATA. 2015. *Lov om akvakultur (akvakulturloven)* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79> [Lastet ned 14.06.2017].
- MAGMA. 2006. *Laksederivat som verktøy for risikostyring* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/laksederivat-som-verktoey-for-risikostyring> [Lastet ned 26.01.2017].
- MAGMA. 2007. *IFRS og fiskeoppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett> [Lastet ned 13.03.2017].
- MAGMA. 2012. *Lite treffsikre analytikere* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/lite-treffsikre-analytikere> [Lastet ned 20.05.2017].
- MARINE HARVEST. 2015. *Marine Harvest ASA (OSE: MHG, NYSE: MHG): Strategic development* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.com/about/news-and-media/news/marine-harvest-asa-ose-mhg-nyse-mhg-strategic-development/> [Lastet ned 22.01.2017].
- MARINE HARVEST. 2016a. *Annual report 2015* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/> [Lastet ned 12.01.2017].
- MARINE HARVEST. 2016b. *Annual report 2015* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/> [Lastet ned 12.01.2017].
- MARINE HARVEST. 2016c. *Salmon Industry Handbook* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.no/investor/industry-handbook/> [Lastet ned].
- MARINE HARVEST. 2017a. *Annual report 2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/> [Lastet ned 08.04.2017].
- MARINE HARVEST. 2017b. *Historie* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.no/about/historie/> [Lastet ned 04.02.2017].
- MARINE HARVEST. 2017c. *Laksens livssyklus* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.no/products/seafood-value-chain/> [Lastet ned 23.01.2017].
- MARINE HARVEST. 2017d. *Norges største oppdrettsselskap* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.no/about/norges-storste/> [Lastet ned 24.01.2017].
- MARINE HARVEST. 2017e. *Norges største oppdrettsselskap* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.no/about/norges-storste/> [Lastet ned 24.01.2017].
- MARINE HARVEST. 2017f. *Quarterly report Q1 2017* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://marineharvest.no/investor/quarterly-material/> [Lastet ned 10.06.2017].
- MARINE HARVEST 2017g. *Quarterly report Q4 2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://marineharvest.no/investor/quarterly-material/> [Lastet ned 10.05.2017].
- MATTILSYNET. 2016. *Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse* [Online]. Tilgjengelig fra: https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766 [Lastet ned 04.02.2017].
- MILJØDIREKTORATET. 2016. *Utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/> [Lastet ned 04.02.2017].
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- NIFES. 2016. *Framleis ei god kilde til marint omega-3* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.nifes.no/framleis-ei-god-kjelde-til-marint-omega-3/> [Lastet ned 10.06.2017].
- NORGES BANK. 2017a. *Statobligasjoner daglige noteringer* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> [Lastet ned 05.03.2017].

-
- NORGES BANK. 2017b. *Styringsrenten* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/> [Lastet ned 04.02.2017].
- NORGES SJØMATRÅD. 2017a. *Nytt opphavsmærke for norsk sjømat* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://seafood.no/aktuelt/nyheter/nytt-opphavsmerke-for-norsk-sjomat/> [Lastet ned 06.06.2017].
- NORGES SJØMATRÅD. 2017b. *Nøkkeltall* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://seafood.no/n%C3%B8kkeltall> [Lastet ned 18.01.2017].
- NORGES SJØMATRÅD. 2017c. *Ruster seg for Brexit* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Ruster-seg-for-Brexit> [Lastet ned 08.02.2017].
- NORGES SJØMATRÅD. 2017. *Sjømatåret 2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://seafood.no/aktuelt/sjomataret/> [Lastet ned 15.06.2017].
- NOU 2003:23. 2003. *Evaluering av regnskapsloven* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2003-23/id118930/sec1> [Lastet ned 01.06.2017].
- NOU 2014:13. 2014. *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/NOU-2014-13/id2342691/> [Lastet ned 05.06.2017].
- NOU 2014:16. 2014. *Sjømatindustrien: Utredning av sjømatindustriens rammevilkår* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/b8395c5e287846c281e434173d733511/no/pdfs/nou201420140016000dddpdfs.pdf> [Lastet ned 03.02.2017].
- NRK. 2017. *Sandberg: -jeg har jo gitt oppdretterne tilbud om større fleksibilitet* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/nordland/sandberg--jeg-har-jo-gitt-oppdretterne-tilbud-om-storre-fleksibilitet-1.13347621> [Lastet ned 08.02.2017].
- NYVOLL, L. & LILJE, S. 2016. *SalMar ASA : strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering. I: KNIVSFLÅ, K. H. (red.)*.
- NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENTET. 2016a. *Fisk og EU* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fisk1/id685828/> [Lastet ned 03.02.2017].
- NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENTET. 2016b. *Vekst og handelspolitiske utfordringer for norsk laks* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/miniseminar-dnb/id2518927/> [Lastet ned 04.05.2017].
- NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENTET. 2017a. *Lakseavtale mellom Norge og Kina* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/lakseavtale-mellom-norge-og-kina/id2554269/> [Lastet ned 14.06.2017].
- NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENTET. 2017b. *Norge og Kina undertegnet avtale om import og eksport av matvarer* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/norge-og-kina-undertegnet-avtale-om-import-og-eksport-av-matvarer/id2550199/> [Lastet ned 03.06.2017].
- NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENTET. 2017c. *Sjømatdagene på Hell* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/sjomatdagene-pa-hell-2017/id2527404/> [Lastet ned 03.02.2017].
- OLAFSEN, T., WINTHER, U., OLSEN, Y. & SKJERMO, J. 2012. *Verdiskaping basert på produktive hav i 2050* [Online]. Tilgjengelig fra: http://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri_og_havbruk/publikasjoner/verdiskaping-basert-pa-produktive-hav-i-2050.pdf [Lastet ned 13.04.2017].

-
- ORACLE. 2017. *Oracle Crystall Ball* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.oracle.com/us/products/applications/crystalball/overview/index.html> [Lastet ned 06.05.2017].
- PALEPU, K. G., HEALY, P. M. & PEEK, E. 2016. *Business analysis and valuation : IFRS edition*, Andover, Cengage Learning.
- PENMAN, S. H. 2013. *Financial statement analysis and security valuation*, New York, McGraw-Hill.
- PWC. 2015. *Risikopremien i det norske markedet 2015* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf> [Lastet ned 14.05.2017].
- SALMAR. 2016a. *SalMars rapport om miljø- og samfunnsansvar 2015* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.salmar.no/arsrapporter> [Lastet ned 23.01.2017].
- SALMAR. 2016b. *Årsrapport 2015* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.salmar.no/arsrapporter> [Lastet ned 17.02.2017].
- SALMAR. 2017. *Havbasert fiskeoppdrett - en ny æra* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera> [Lastet ned 17.02.2017].
- SALMAR. 2017a. *Innovamar fra drøm til virkelighet* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet> [Lastet ned 08.02.2017].
- SALMAR. 2017b. *SalMar ASA – Historisk utvikling av SalMar konsernet* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.salmar.no/historie> [Lastet ned 10.03.2017].
- SALMAR. 2017c. *Årsrapport 2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.salmar.no/arsrapporter> [Lastet ned 01.06.2017].
- SJØMAT NORGE. 2017a. *Akvafakta* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://akvafakta.no/wp-content/uploads/Maned/siste.pdf> [Lastet ned 03.02.2017].
- SJØMAT NORGE. 2017b. *Lakseeventyret* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://laks.no/lakseeventyret/> [Lastet ned 03.02.2017].
- SJØMAT NORGE. 2017c. *Lakseproduksjon* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://laks.no/lakseproduksjon/> [Lastet ned 26.01.2017].
- SSB. 2017. *Akvakultur, 2016, foreløpige tall* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett> [Lastet ned 14.06.2017].
- STORE NORSKE LEKSIKON. 2009. *Stamfisk* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/stamfisk> [Lastet ned 24.01.2017].
- SYSLA. 2015. *Selger mer laks til polske videreførelere* [Online]. Tilgjengelig fra: http://sysla.no/2015/08/31/havbruk/selger-mer-laks-til-polske-videreforedlere_59341/ [Lastet ned 06.02.2017].
- SYSLA. 2016. *Marine Harvest selger seg ut av Grieg Seafood* [Online]. Tilgjengelig fra: http://sysla.no/2016/05/19/havbruk/marine-harvest-selger-seg-ut-av-grieg-seafood_105722/ [Lastet ned 06.02.2017].
- SYSLA. 2017. *Kampen mot lakselus blir det viktigste i 2017* [Online]. Tilgjengelig fra: http://sysla.no/2017/01/10/havbruk/kampen-mot-lakselus-blir-det-viktigste-i-2017_184943/ [Lastet ned 04.02.2017].
- SØRENSEN, H. E. 2012. *Business development : a market-oriented perspective*, Chichester, Wiley.
- TELLEFSEN, J. T. 2005. *Årsregnskapet*, Oslo, Gyldendal akademisk.
- YOUNG, S. D. & BYRNE, S. F. 2001. *EVA and value-based management : a practical guide to implementation*, New York, McGraw-Hill.

Figur-, formel- og tabelloversikt

Figuroversikt

<i>FIGUR 2-1: EKSPORT AV NORSK SJØMAT.....</i>	<i>5</i>
<i>FIGUR 2-2: KURSUTVIKLING TIL MARINE HARVEST SAMMENLIGNET MED OSLO BØRS</i>	<i>6</i>
<i>FIGUR 2-3: UTVIKLING AV SPOTPRISEN OG AKSJEKURSEN TIL MARINE HARVEST.....</i>	<i>7</i>
<i>FIGUR 2-4: MARINE HARVEST VERDIKJEDE.....</i>	<i>8</i>
<i>FIGUR 2-5: MARINE HARVEST PRODUKSJON.....</i>	<i>9</i>
<i>FIGUR 2-6: LOKALISERING MARINE HARVEST</i>	<i>10</i>
<i>FIGUR 2-7: MARINE HARVEST SALGSKANALER.....</i>	<i>10</i>
<i>FIGUR 2-8: GJENNOMSNTTLIG ÅRLIG PRISUTVIKLING PÅ ATLANTISK LAKS</i>	<i>13</i>
<i>FIGUR 2-9: STYRINGSRENTEN</i>	<i>14</i>
<i>FIGUR 2-10: SAMMENLIGNING SUBSTITUTTER.....</i>	<i>18</i>
<i>FIGUR 2-11: SLAKTEVEKT LAKS.....</i>	<i>19</i>
<i>FIGUR 2-12: HANDEL MED LAKS I 2015</i>	<i>20</i>
<i>FIGUR 2-13: ESTIMERTE PRODUKSJONSKOSTNADER</i>	<i>21</i>
<i>FIGUR 3-1: INNTEKT, RESULTAT OG TONN (GWE) FOR MARINE HARVEST.....</i>	<i>33</i>
<i>FIGUR 3-2: RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING</i>	<i>34</i>
<i>FIGUR 4-1: EBIT-MARGINER.....</i>	<i>40</i>
<i>FIGUR 4-2: KORRELASJON PRIS – TILBUD.....</i>	<i>40</i>
<i>FIGUR 4-3: PORTERS FEM KREFTER.....</i>	<i>44</i>
<i>FIGUR 4-4: OPERASJONELL EBIT/KG.....</i>	<i>54</i>
<i>FIGUR 4-5: SWOT - STRATEGISK RISIKO.....</i>	<i>66</i>
<i>FIGUR 5-1: ULIKE STEG I OMGRUPPERINGEN AV BALANSEN.</i>	<i>78</i>
<i>FIGUR 7-1: REGRESJONSANALYSE BETA</i>	<i>105</i>
<i>FIGUR 8-1: DEKOMPONERING AV STRATEGISK FORDEL</i>	<i>114</i>
<i>FIGUR 8-2: OVERSIKT OVER ULIKE KILDER TIL DEN STRATEGISKE FORDELEN</i>	<i>129</i>
<i>FIGUR 10-1: STRATEGISK FORDEL.....</i>	<i>153</i>
<i>FIGUR 10-2: STRATEGISK FORDEL FRA DRIFT</i>	<i>154</i>
<i>FIGUR 11-1: VERDIKONVERGERING</i>	<i>164</i>
<i>FIGUR 11-2: SIMULERINGSANALYSE.....</i>	<i>170</i>
<i>FIGUR 11-3: FUNDAMENTALT PUNKTESTIMAT ± 10 %</i>	<i>171</i>
<i>FIGUR 11-4: SANNSYNLIGHET FOR NEDSIDE POTENSIALE (20%)</i>	<i>171</i>
<i>FIGUR 11-5: SANNSYNLIGHET FOR OPPSIDE (20 %)</i>	<i>172</i>
<i>FIGUR 11-6: SENSITIVITETSANALYSE.....</i>	<i>173</i>
<i>FIGUR 11-7: SENSITIVITET</i>	<i>175</i>

Formeloversikt

FORMEL 6-1: LIKVIDITETSGRAD 1.....	88
FORMEL 6-2: LIKVIDITETSGRAD 2.....	89
FORMEL 6-3: FINANSIELL GJELDSDEKNINGSGRAD	90
FORMEL 6-4: RENTEDEKNINGSGRAD	91
FORMEL 6-5: FRI KONTANTSTRØM.....	92
FORMEL 6-6: RENTE- OG AVDRAGSDEKNING I T+1	94
FORMEL 6-7: EGENKAPITALPROSENT	95
FORMEL 6-8: EGENKAPITALRENTABILITET.....	96
FORMEL 6-9: NETTO DRIFTSRENTABILITET	96
FORMEL 7-1: VEKTET AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	101
FORMEL 7-2: GJENNOMSNIITTLIG KAPITAL JUSTERT FOR OPPTJENT KAPITAL.....	101
FORMEL 7-3: KAPITALVERDIMODELLEN FOR AVKASTNINGSKRAVET PÅ EGENKAPITAL	102
FORMEL 7-4: MINORITETSKRAVET.....	102
FORMEL 7-5: RISIKOFRI RENTE ETTER SKATT	103
FORMEL 7-6: MARKEDSMODELLEN	104
FORMEL 7-7: NETTO DRIFTSBETA	106
FORMEL 7-8: EGENKAPITALBETA.....	106
FORMEL 7-9: MARKEDETS RISIKOPREMIE (MRP) ETTER SKATT.....	107
FORMEL 7-10: NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	109
FORMEL 7-11: FINANSIELT GJELDSKRAV.....	109
FORMEL 7-12: FINANSIELL GJELDSBETA.....	110
FORMEL 7-13: FINANSIELT EIENDELSKRAV	110
FORMEL 8-1: STRATEGISK DEKOMPONERING.....	115
FORMEL 8-2: DRIFTSFORDEL.....	116
FORMEL 8-3: DEKOMPONERING AV RESSURSFORDEL I DRIFT.....	118
FORMEL 8-4: DEKOMPONERING OMLØPSFORDEL.....	121
FORMEL 8-5: DEKOMPONERING AV FINANSIERINGSFORDEL.....	125
FORMEL 9-1: BUDSJETTERING AV DRIFTSINNTEKTER.....	133
FORMEL 9-2: DRIFTSINNTEKTSVEKST ÅR 1	134
FORMEL 9-3: BEREGNING PRODUKSJONSVEKST	136
FORMEL 9-4: BUDSJETTERING NETTO DRIFTSKAPITAL	138
FORMEL 9-5: BUDSJETTERING NETTO DRIFTSRESULTAT	139
FORMEL 9-6: NETTO DRIFTSMARGIN PÅ BUDSJETHORISONTEN T.....	140
FORMEL 9-7: BUDSJETTERING FINANSIELL GJELD	140
FORMEL 9-8: BUDSJETTERING FINANSIELLE EIENDELER.....	140
FORMEL 9-9: BUDSJETTERING MINORITET.....	141
FORMEL 9-10: BUDSJETTERING NETTO FINANSKOSTNAD	142
FORMEL 9-11: BUDSJETTERING NETTO FINANSINNTEKT.....	142

FORMEL 9-12: BUDSJETTERING NETTO MINORITETSRESULTAT	143
FORMEL 9-13: EARNING PER SHARE (EPS)	144
FORMEL 10-1: FREMTIDSKRAV EGENKAPITAL	146
FORMEL 10-2: FREMTIDSKRAV MINORITET	146
FORMEL 10-3: EGENKAPITALBETA	147
FORMEL 10-4: NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	148
FORMEL 11-1: FRI KONTANTSTRØMMODELLEN (FKE)	159
FORMEL 11-2: VERDIEN AV EGENKAPITAL VED BRUK AV SUPERPROFITTMODELLEN (SPE)	159
FORMEL 11-3: VERDIEN AV EGENKAPITAL VED BRUK AV SUPERPROFITTVKSTMODELLEN	160
FORMEL 11-4: VERDIEN AV EGENKAPITAL VED UTREGNING AV NETTO DRIFTSKAPITAL	161
FORMEL 11-5: VERDIEN AV EGENKAPITAL	162
FORMEL 11-6: VERDIEN AV EGENKAPITAL VED KONKURSSENARIOET	165
FORMEL 12-1: MULTIPLIKATOR FOR PRIS/BOK FORHOLDET	178
FORMEL 12-2: MULTIPLIKATORMODELL – PRIS/FORTJENESTE	179
FORMEL 12-3: EV / EBIT MULTIPLIKATOR	180
FORMEL 12-4: EV / KILO MULTIPLIKATOR	180

Tabelloversikt

TABELL 2-1: OVERSIKT PRODUSENTER	22
TABELL 4-1: FORSKJELLIGE UTFALL I SVIMA-TESTEN	57
TABELL 4-2: INTERNE RESSURSER FOR MARINE HARVEST	62
TABELL 4-3: UTVIKLING STRATEGISK FORDEL	65
TABELL 5-1: RESULTATREGNSKAPET FOR MARINE HARVEST	69
TABELL 5-2: BALANSEOPPSTILLING FOR MARINE HARVEST	70
TABELL 5-3: ENDRING I EGENKAPITAL FOR MARINE HARVEST	70
TABELL 5-4: FULLSTENDIG NETTORESULTAT FOR MARINE HARVEST	72
TABELL 5-5: FULLSTENDIG DRIFTSRESULTAT FØR SKATT FOR MARINE HARVEST	72
TABELL 5-6: FULLSTENDIG FINANSRESULTAT FØR SKATT FOR MARINE HARVEST	73
TABELL 5-7: NETTO FINANSINNTEKTER FOR MARINE HARVEST I ANALYSEPERIODEN	75
TABELL 5-8: NETTO FINANSKOSTNADER (NFK)	75
TABELL 5-9: UNORMALT NETTO FINANSRESULTAT (UNFR)	76
TABELL 5-10: NETTO DRIFTSRESULTAT FOR MARINE HARVEST	76
TABELL 5-11: UNORMALT NETTO DRIFTSRESULTAT FOR MARINE HARVEST	77
TABELL 5-12: FORDELING AV SKATTEKOSTNADEN	77
TABELL 5-13: OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP FOR MARINE HARVEST	77
TABELL 5-14: OMGRUPPERT TOTALBALANSE FOR MARINE HARVEST	81
TABELL 5-15: OMGRUPPERT BALANSE MED HENSYN TIL SYSSELSATT KAPITAL	82
TABELL 5-16: OMGRUPPERT BALANSEOPPSTILLING	82

TABELL 5-17: JUSTERING AV BIOLOGISKE EIENDELER FOR MARINE HARVEST.....	84
TABELL 5-18: JUSTERT OG OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP FOR MARINE HARVEST.....	85
TABELL 5-19: JUSTERT OG OMGRUPPERT NETTO DRIFTSKAPITAL FOR MARINE HARVEST.....	85
TABELL 5-20: FRI KONTANTSTRØM TIL MARINE HARVEST	85
TABELL 5-21: TIDSVEKTING ANALYSEPERIODEN	86
TABELL 6-1: LIKVIDITETSGRAD 1	89
TABELL 6-2: DEKOMPONERING LIKVIDITETSGRAD 1.....	89
TABELL 6-3: LIKVIDITETSGRAD 2	90
TABELL 6-4 DEKOMPONERING LIKVIDITETSGRAD 2	90
TABELL 6-5: FINANSIELL GJELDSDEKNINGSGRAD	91
TABELL 6-6: RENTEDEKNINGSGRAD.....	91
TABELL 6-7: FRI KONTANTSTRØM	92
TABELL 6-8: ENDRING FINANSIELLE EIENDELER.....	93
TABELL 6-9: UTBYTTE	93
TABELL 6-10: EGENKAPITALPROSENT.....	95
TABELL 6-11: EGENKAPITALRENTABILITET.....	96
TABELL 6-12: NETTO DRIFTSRENTABILITET	96
TABELL 6-13: STATISK FINANSIERINGSMATRISSE MARINE HARVEST	97
TABELL 6-14: STATISK FINANSIERINGSMATRISSE BRANSJE.....	97
TABELL 6-15: RATING.....	98
TABELL 6-16: SYNTETISK RATING MARINE HARVEST.....	98
TABELL 6-17: SYNTETISK RATING BRANSJE	99
TABELL 6-18: SENSITIVITETSANALYSE SYNTETISK RATING.....	99
TABELL 7-1: RISIKOFRI RENTE ETTER SKATT	103
TABELL 7-2: JUSTERT EGENKAPITALBETA BRANSJE	105
TABELL 7-3: ÅRLIG EGENKAPITALBETA	106
TABELL 7-4: MARKEDSRISIKOPREMIEN	107
TABELL 7-5: ILLIKVIDITETSPREMIE	108
TABELL 7-6: EGENKAPITALKRAV MARINE HARVEST.....	108
TABELL 7-7: MINORITETSKRAV MARINE HARVEST	108
TABELL 7-8: FINANSIELT GJELDSKRAV	109
TABELL 7-9: FINANSIELL GJELDSBETA.....	110
TABELL 7-10: FINANSIELT EIENDELSKRAV	111
TABELL 7-11: FINANSIELL EIENDELSBETA.....	111
TABELL 7-12: NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV.....	111
TABELL 7-13: NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	112
TABELL 7-14: NETTO DRIFTSBETA.....	112
TABELL 7-15: NETTO DRIFTSKRAV	113
TABELL 7-16: AVKASTNINGSKRAV BRANSJE	113
TABELL 8-1: SUPERRENTABILITET FOR MARINE HARVEST.....	115

TABELL 8-2: REN DRIFTSFORDEL FOR MARINE HARVEST.....	116
TABELL 8-3: BRANSJEFORDEL FOR ANALYSEPERIODEN.....	116
TABELL 8-4: RESSURSFORDEL MARINE HARVEST I PERIODEN 2011 – 2016.....	117
TABELL 8-5 MARGINFORDEL FOR MARINE HARVEST I PERIODEN 2011 – 2016.....	118
TABELL 8-6: COMMON SIZE RESULTAT FOR MARINE HARVEST,	119
TABELL 8-7: OMLØPSFORDEL TIL MARINE HARVEST I ANALYSEPERIODEN.....	121
TABELL 8-8: DEKOMPONERING OMLØPSFORDEL/ULEMPE	121
TABELL 8-9: ARPU ANALYSE FOR MARINE HARVEST OG BRANSJE	122
TABELL 8-10: EFFEKTIVITETSANALYSE I ANALYSEPERIODEN.....	123
TABELL 8-11: NETTO DRIFTSKAPITAL PR. KILO.....	123
TABELL 8-12: KRAVFORDEL I ANALYSEPERIODEN FOR MARINE HARVEST.....	123
TABELL 8-13: GEARINGFORDEL FOR MARINE HARVEST I ANALYSEPERIODEN.....	124
TABELL 8-14: OPPSUMMERING AV DRIFTSFORDEL TIL MARINE HARVEST.....	124
TABELL 8-15: FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELLE EIENDELER FOR ANALYSEPERIODEN.	126
TABELL 8-16: FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELL GJELD FOR MARINE HARVEST	126
TABELL 8-17: FINANSIERINGSFORDEL MINORITETSINTERESSER FOR MARINE HARVEST.....	127
TABELL 8-18: FINANSIERINGSFORDEL FOR MARINE HARVEST I ANALYSEPERIODEN	127
TABELL 9-1: PRODUKSJONSVEKST.....	131
TABELL 9-2: HISTORISK DRIFTSINNTEKTSVEKST.....	131
TABELL 9-3: HISTORISK EGENKAPITALVEKST	131
TABELL 9-4: BUDSJETTERING AV DRIFTSINNTEKTER	135
TABELL 9-5: VEKST I ARPU.....	136
TABELL 9-6: BUDSJETTERING GJENNOMSNITTSPRIS	137
TABELL 9-7: ANDRE DRIFTSINNTEKTER.....	137
TABELL 9-8: BUDSJETTERING ANDRE DRIFTSINNTEKTER	137
TABELL 9-9: BUDSJETTERING PRODUKSJONSMENGDER.....	138
TABELL 9-10: BUDSJETTERING AV NETTO DRIFTSEIENDELER.....	139
TABELL 9-11: BUDSJETTERING AV NETTO DRIFTSRESULTAT	140
TABELL 9-12: BUDSJETTERING AV NETTO FINANSIELL GJELD	141
TABELL 9-13: BUDSJETTERING MINORITETSINTERESSER	142
TABELL 9-14: BUDSJETTERING AV NETTO FINANSKOSTNAD.....	143
TABELL 9-15: BUDSJETTERING AV NETTO MINORITETSRESULTAT.....	143
TABELL 9-16: FREMTIDSRESULTAT.....	144
TABELL 9-17: FORTJENESTE PR. AKSJE (EPS)	144
TABELL 9-18: FREMTIDSBALANSE (SYSSELSATT KAPITAL)	145
TABELL 9-19: FREMTIDSBALANSE (NETTO DRIFTSKAPITAL)	145
TABELL 9-20: FREMTIDIG FRI KONTANTSTRØM.....	145
TABELL 10-1: BUDSJETTERTE VEKTER.....	146
TABELL 10-2: RISIKOFRI RENTE ETTER SKATT.....	147
TABELL 10-3: EGENKAPITALKRAV.....	148

TABELL 10-4: MINORITETSKRAV	148
TABELL 10-5: SYNTETISK FREMTIDSRATING	149
TABELL 10-6: FINANSIELT GJELDSKRAV	149
TABELL 10-7: FINANSIELL GJELDSBETA.....	150
TABELL 10-8: FINANSIELT EIENDELSKRAV	150
TABELL 10-9: FINANSIELL EIENDELSBETA.....	150
TABELL 10-10: NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	151
TABELL 10-11: NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	151
TABELL 10-12: SYSSELSATT KAPITALKRAV.....	151
TABELL 10-13: NETTO DRIFTSKRAV	152
TABELL 10-14: NETTO DRIFTSBETA.....	152
TABELL 10-15: STRATEGISK FORDEL	153
TABELL 10-16: DRIFTSFORDEL.....	154
TABELL 10-17: KILDER TIL STRATEGISK FORDEL.....	154
TABELL 11-1: FRI KONTANTSTRØMMODELLEN (FKE).....	159
TABELL 11-2: VERDIEN AV EGENKAPITALEN VED BRUK AV SUPERPROFITTMODELLEN.....	160
TABELL 11-3: ESTIMERT EGENKAPITAL BASERT PÅ SUPERPROFITTVÆKSTMODELLEN	160
TABELL 11-4: NETTO DRIFTSKAPITAL VED FRI KONTANTSTRØMMODELLEN	161
TABELL 11-5: NETTO DRIFTSKAPITAL VED BRUK AV SUPERPROFITTMODELLEN.....	161
TABELL 11-6: UTREGNING AV NETTO DRIFTSKAPITAL.....	162
TABELL 11-7: VERDIEN AV MINORITETSINTERESSER.....	162
TABELL 11-8: VERDIEN AV EGENKAPITALEN	163
TABELL 11-9: VERDI ESTIMAT PR. AKSJE	163
TABELL 11-10: KONVERGERING AV EGENKAPITAL- OG NETTO DRIFTSKAPITALMETODEN.	164
TABELL 11-11: FUNDAMENTALT P/B OG P/E FORHOLD	165
TABELL 11-12: HISTORISKE STANDARDAVVIK OG FORDELINGER AV STOKASTISKE VARIABLER. .	170
TABELL 11-13: PROSENTVIS ENDRING I NETTO DRIFTSMARGIN I «STEADY STATE».....	173
TABELL 11-14: PROSENTVIS ENDRING I DRIFTSINNTEKTSVÆKSTEN.....	174
TABELL 11-15: PROSENTVIS ENDRING ONDE I «STEADY STATE».....	174
TABELL 12-1: UTESTÅENDE AKSJER FOR MARINE HARVEST OG KOMPARATIVE SELSKAPER	177
TABELL 12-2: UTREGNING AV MULTIPLIKATOR FOR PRIS/BOK FORHOLDET.	178
TABELL 12-3: VNDK / NDR FORHOLDET	179
TABELL 12-4: EV/EBIT MULTIPLIKATOR.	180
TABELL 12-5: EV/KILO.....	181
TABELL 12-6: ULIKE VERDIESTIMAT BASERT PÅ PRESENTERTE MULTIPLIKATORER.	181

Vedlegg

Vedlegg 1 – Regresjonsanalyse beta

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,26104012
R-kvadrat	0,06814194
Justert R-kvad	0,05463675
Standardfeil	0,09207992
Observasjoner	71

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,04278029	0,04278029	5,04561182	0,02789236
Residualer	69	0,58503115	0,00847871		
Totalt	70	0,62781144			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,00802033	0,01109298	0,72300919	0,47211798	-0,01410957	0,03015023	-0,01410957	0,03015023
X-variabel 1	0,65620243	0,2921332	2,24624394	0,02789236	0,07341264	1,23899222	0,07341264	1,23899222

Vedlegg 2 – Justert og omgruppert bransjetall

Justert om omgruppert resultatregnskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsresultat i egen virksomhet	6 300,3	4 829,1	1 158,2	6 366,8	8 051,3	5 844,9	12 705,3
Driftsrelatert skattekostnad	1 699,9	1 303,0	312,5	1 717,9	2 172,4	1 576,0	3 427,5
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	4 600,4	3 526,2	845,7	4 649,0	5 878,9	4 268,9	9 277,8
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	454,1	63,8	201,3	523,0	344,0	321,5	1 143,8
Netto driftsresultat	5 054,5	3 590,0	1 047,0	5 171,9	6 222,9	4 590,4	10 421,5
Netto finansinntekt	29,3	51,0	31,1	50,0	57,7	25,8	30,4
Nettoresultat til sysselsatt kapital	5 083,8	3 641,0	1 078,1	5 221,9	6 280,6	4 616,1	10 451,9
Netto finanskostnad	405,3	489,9	562,7	739,3	648,3	560,3	646,4
Netto minoritetsresultat	51,9	4,0	29,0	273,8	81,0	90,3	341,9
Nettoresultat til egenkapital	4 626,6	3 147,1	486,4	4 208,8	5 551,3	3 965,6	9 463,6
Unormalt netto driftsresultat	1 501,0	-103,2	-744,4	491,5	582,0	1 214,9	-2 935,5
Unormalt netto finansresultat	203,8	533,9	209,5	-13,2	-1 117,8	-362,0	-1 355,4
Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	6 331,4	3 577,8	-48,5	4 687,2	5 015,5	4 818,4	5 172,7
Netto betalt utbytte	2 822,5	3 958,9	-784,2	-1 261,2	4 826,9	419,8	3 611,4
Prinsippendring biologisk/Dirty Surplus	-2 539,8						
Endring i egenkapital	969,0	-381,1	735,7	5 948,3	188,6	4 398,7	1 561,4

NDK-balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelatert anlegsmidler	19118,8	20487,0	20497,5	24319,4	25836,9	28863,7	33210,6
+ Driftsrelatert arbeidskapital	10590,6	11650,6	11349,9	15059,3	16310,2	19450,6	15256,9
= Netto driftseiendeler	29709,3	32137,6	31847,4	39378,6	42147,1	48314,3	48467,4
Egenkapital	19739,8	19358,4	20093,9	26042,1	26230,7	30630,4	32191,6
+ Minoritetsinteresser	737,1	733,0	854,7	1159,4	913,3	997,3	1082,3
+ Netto finansiell gjeld	9231,7	12045,7	10898,7	12177,3	15003,1	16686,6	15193,5
= Netto driftskapital	29708,6	32137,1	31847,3	39378,8	42147,1	48314,2	48467,4

	FRI KONTANTSTRØM (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Netto driftsresultat	3 590,0	1 047,0	5 171,9	6 222,9	4 590,4	10 421,5
+	Unormalt netto driftsresultat	-103,2	-744,4	491,5	582,0	1 214,9	-2 935,5
-	Endring i netto driftseiendeler	2 428,2	-290,2	7 531,2	2 768,4	6 167,2	153,2
=	Fri kontantstrøm fra drift	1 058,6	592,8	-1 867,8	4 036,5	-362,0	7 332,8
+	Netto finansinntekter	51,0	31,1	50,0	57,7	25,8	30,4
+	Unormale netto finansinntekter	533,9	209,5	-13,2	-1 117,8	-362,0	-1 355,4
-	Endring i finansielle eiendeler	116,4	562,9	1 155,1	-600,1	-677,4	1 370,4
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	1 527,0	270,5	-2 986,1	3 576,5	-20,8	4 637,4
-	Netto finanskostnad	489,9	562,7	739,3	648,3	560,3	646,4
-	Unormale netto finanskostnader						
+	Endring i finansiell gjeld	2 930,4	-584,0	2 433,7	2 225,6	1 006,1	-122,7
-	Netto minoritetsresultat	4,0	29,0	273,8	81,0	90,3	341,9
-	Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-
+	Endring i minoritetsinteresser	-4,1	121,7	304,7	-246,1	84,0	85,0
=	Fri kontantstrøm til egenkapital	3 959,4	-783,5	-1 260,8	4 826,7	418,8	3 611,4