



MARINE HARVEST ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Sara Lothe Eltvik og Amalie Nord Eriksen

Veileder: Leif Atle Beisland

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

Sammendrag

Hensikten med masterutredningen er å verdivurdere Marine Harvest sin egenkapital per 05.10.17. Basert på en fundamental verdsettelse kom vi frem til et verdiestimat på kr 175,7 per aksje. Dette var noe høyere enn børskursen på kr 159,0. På bakgrunn av dette ga vi en hold-anbefaling til tross for at børsverdien av Marine Harvest ser ut til å være noe undervurdert.

For å kunne gjennomføre den fundamentale verdivurderingen var det viktig å ha kjennskap til både selskapet og bransjen. Innledningsvis ga vi derfor en presentasjon av Marine Harvest og bransjen samt gjennomførte en strategisk analyse. Den strategiske analysen ga innsikt i hva som genererer lønnsomhet i både selskapet og bransjen, hvilke makroøkonomiske forhold som kan påvirke driften samt om selskapet er i besittelse av interne ressurser som kan skape konkurransefortrinn. Av analysen fant vi blant annet at de moderate etableringsbarrierene grunnet konsesjonsordningen førte til en god lønnsomhet i bransjen. I tillegg så vi at Marine Harvest er i besittelse av midlertidige konkurransefortrinn.

I lønnsomhetsanalysen så vi imidlertid at Marine Harvest hadde en ressursulempe relativt til bransjen. Dette avkreftet delvis funnene i den strategiske analysen. Samtidig fikk vi bekreftet at bransjefordelen er stor og utgjør store deler av Marine Harvest sin strategiske fordel.

Basert på både tidligere analyser og historiske regnskapstall utarbeidet vi et fremtidsregnskap og fremtidskrav med utgangspunkt i våre forventninger om fremtiden. For fremtiden hadde vi forventninger om at driftsinntektsveksten ville stagnere på lang sikt. Samt at den strategiske fordelene vil reduseres som følge av økt rivalisering mellom aktørene blant annet på grunn av ny teknologi.

En fundamental verdivurdering ble så gjennomført med utgangspunkt i våre forventninger om fremtiden. Ved bruk av en konvergeringsprosess mellom både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden kom vi til slutt frem til et felles verdiestimat. Dette ble noe justert etter å ha gjennomført en sensitivitetsanalyse som viste at det var høy usikkerhet knyttet til estimatet.

Forord

Masterutredningen er gjennomført som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Vi valgte å verdivurdere et børsnotert selskap ettersom dette var et fagfelt vi begge ønsket å få dypere innsikt i.

Veien til et ferdig produkt har vært lærerik, samtidig som den har vært både utfordrende og til tider frustrerende. Vi har tilegnet oss mye ny kunnskap, samtidig som vi har fått brukt mye av det vi har lært i tidligere kurs, både på bachelor- og masternivå. I tillegg har vært spennende å få innsikt i hvordan en verdsettelsesprosess utføres i praksis og utfordringene man kan støte på.

Vi ønsker spesielt å takke vår veileder Leif Atle Beisland for raske svar og konstruktive tilbakemeldinger gjennom hele prosessen.

Vi ønsker også å rette en takk til de som har tatt seg tid til å korrekturlese oppgaven.

Bergen, desember 2017

Sara Lothe Eltvik

Amalie Nord Eriksen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord.....	2
1. Innledning	7
1.1 Valg av selskap	7
1.2 Problemstilling og avgrensning	7
1.3 Struktur	8
2. Presentasjon av oppdrettsnæringen og Marine Harvest	9
2.1 Oppdrettsnæringen – da og nå	9
2.2 Verdikjeden.....	11
2.3 Prisdannelse.....	12
2.4 Faktorer som påvirker bransjen	14
2.5 Marine Harvest	16
2.5.1 Da og nå.....	16
2.5.2 Forretningsområder	18
2.5.3 Eierstruktur	20
2.5.4 Aksjekurs	20
2.6 Konkurrerende virksomheter	21
3. Ulike verdsettelsesteknikker.....	23
3.1 Fundamental verdsettelse.....	23
3.1.1 Egenkapitalmetoden	24
3.1.2 Selskapskapitalmetoden	27
3.1.3 Komparativ verdsettelse	28
3.1.4 Opsjonsbasert verdsettelse.....	29
3.2 Valg av metode	30
4. Strategisk analyse	31
4.1 PESTEL-analyse	32
4.2 Porter's Five Forces.....	40
4.2.1 Trusselen fra nye aktører	41
4.2.2 Leverandørenes forhandlingsmakt	42
4.2.3 Kundenes forhandlingsmakt.....	43
4.2.4 Trusselen fra substitutter.....	44
4.3 Intern analyse	46
4.3.1 KIKK-analyse.....	46
4.3.2 VRIO	51
3.4 SWOT-analyse.....	55
5. Regnskapsanalyse.....	55
5.1 Rammeverk og praktisk valg for regnskapsanalyse	55
5.1.1 Analysenivå	56
5.1.2 Analyseperiode	57
5.1.3 Komparativ bransje	58
5.2 Presentasjon av rapporterte regnskapstall og trailing	59
5.2.1 Resultatregnskap med trailing	59
5.2.2 Balanse og trailing balanse	68
5.2.3 Egenkapitaloppstilling:.....	70
5.3 Omgruppering for analyse	70
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskap.....	71

5.3.2 Omgruppering av balanseoppstilling.....	77
5.3.3 Omgruppert kontantstrøm	83
5.4 Analyse av målefeil og justering	83
5.4.1 Justering for forskning og utvikling	85
5.4.2 Justering for biologiske eiendeler	85
5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse	86
5.4.4 Bransjen	88
5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse	90
6. Analyse av risiko	91
6.1 Analyse av likviditet.....	92
6.1.1 Likviditetsgrad 1	92
6.1.2 Likviditetsgrad 2.....	94
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad	96
6.1.4 Rentedekningsgrad	97
6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	99
6.2 Analyse av soliditet.....	100
6.2.1 Egenkapitalprosent	101
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	103
6.2.3 Statisk finansieringsanalyse.....	104
6.3 Syntetisk rating	105
7. Avkastningskrav	108
7.1 Teori for fastsettelse av avkastningskrav	108
7.1.1 Kapitalavkastningskravet	109
7.1.2 Kapitalverdimodellen	109
7.2 Krav til egenkapital og minoritet	111
7.2.1 Risikofri rente	111
7.2.2 Beta.....	113
7.2.3 Markedets risikopremie	116
7.2.4 Illikviditetspremie.....	117
7.3 Finansielle krav	118
7.3.1 Finansielt gjeldskrav.....	118
7.3.2 Finansielt eiendelskrav	121
7.4 Netto finansielt gjeldskrav	124
7.5 Selskapskrav	125
7.5.1 Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta	125
7.5.2 Egenkapital- og minoritetskrav	125
7.5.3 Netto driftskrav.....	126
7.6 Avkastningskrav til bransjen	127
8. Analyse av lønnsomhet.....	128
8.1 Superrentabilitet	129
8.2 Driftsfordel	130
8.2.1 Bransjefordel	131
8.2.2 Ressursfordel	132
8.2.3 Gearingfordel.....	137
8.2.4 Oppsummering driftsfordel	138
8.3 Strategisk finansieringsanalyse	139
8.3.1 Finansieringsfordel.....	139
8.3.2 Netto finansiell gjeld	139
8.3.3 Finansiell gjeld	140
8.3.4 Finansielle eiendeler.....	141
8.3.5 Netto finansiell gjeld – Oppsummering	142

8.3.6 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser	143
8.3.7 Oppsummering finansieringsfordel	144
8.4 Strategisk fordel – driftsfordel og finansieringsfordel	144
9. Fremtidsregnskap	146
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	146
9.2 Analyse av vekst	146
9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst	147
9.2.2 Analyse av egenkapitalvekst	148
9.2 Valg av budsjettthorisont	149
9.3 Valg av detaljnivå	151
9.4 Teknikk for framskrivning	151
9.5 Budsjettering fra 0 til T	151
9.5.1 Driftsinntektsvekst	152
9.5.2 Netto driftseiendeler	155
9.5.3 Netto driftsresultat	156
9.5.4 Netto finansiell gjeld	157
9.5.5 Netto finansresultat	159
9.5.6 Minoritetsinteresser	161
9.5.7 Netto minoritetsresultat	162
9.6 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm	163
10. Fremtidskrav	163
10.1 Krav til egenkapital	164
10.2 Finansielle krav	166
10.2.2 Finansielt eiendelskrav	168
10.2.3 Oppsummering netto finansielt gjeldskrav	169
10.3 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta, finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta	169
10.4 Selskapskrav	170
10.5 Fremtidig strategisk fordel	171
10.5.1 Varig strategisk fordel	173
11. Fundamental verdivurdering	173
11.1 Egenkapitalmetoden	174
11.1.1 Utbyttmodellen	175
11.1.2 Fri kontantstrømmodellen	175
11.1.3 Superprofittmodellen	175
11.1.4 Superprofittvekstmodellen	176
11.2 Selskapskapitalmetoden	176
11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden	177
11.2.2 Netto driftskapitalmetoden	179
11.3 Oppsummering	181
11.4 Verdikonvergens	182
11.5 Usikkerhet i verdiestimatet	183
11.5.1 Konkursrisiko	184
11.5.2 Crystal Ball	185
12. Komparativ verdsettelse	199
12.1 Pris/Bok-forholdet	200
12.2 Pris/fortjeneste-forholdet	202
12.3 EV/EBIT-forholdet	203
12.4 EBIT/Kg-forholdet	204
12.5 Komparativt verdiestimat	204
13. Oppsummering og handelsstrategi	205

13.1 Oppsummering.....	205
13.2 Handelsstrategi.....	207
Bibliografi.....	208
Appendiks.....	227

1. Innledning

1.1 Valg av selskap

Bakgrunnen for at vårt valg falt på oppdrettsnæringen skyldes flere faktorer. Vi syns det er spennende å se på hvordan oppdrettsnæringen vil utvikle seg de neste årene ettersom oppdrettslaks har blitt en viktig del av verdiskapningen for Norge. Spesielt aktuelt syns vi dette er siden det er et økende fokus på miljøvennlige og bærekraftige alternativer til oljen. Veksten i næringen har vært høy de siste årene, og vi ønsket å se på bakgrunnen for denne veksten, samt om dette er noe som kan forventes å fortsette de neste årene.

Det fantes flere oppdrettsselskap som vi syntes var aktuelle, men valget vårt falt på Marine Harvest ASA. Noe av grunnen for dette er deres ledende rolle innen oppdrettsnæringen, samt at de er et veletablert selskap hvor det finnes mye offentlig tilgjengelig informasjon. Samtidig er dette et selskap som er mye omtalt i media, og som vi derfor har kjennskap til fra før.

1.2 Problemstilling og avgrensning

Formålet med masterutredningen er å verdivurdere Marine Harvest ASA sin egenkapital per 05.10.17. For deretter å sammenligne estimatet opp mot aksjekursen på Oslo Børs slik at vi kan gi en handelsanbefaling. Vår problemstilling er:

"Hva er den underliggende verdien av egenkapitalen til Marine Harvest ASA per 05.10.17?"

Masterutredningen vil ha visse begrensninger ettersom vi kun har tatt utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. I tillegg har vi måttet ta visse forutsetninger som følge av tids- og informasjonsbegrensning. Dette har medført at deler oppgaven er preget av våre subjektive antakelser.

Videre har vi i størst grad hatt fokus på selskapets kjernevirksomhet, oppdrettslaks. I tillegg har vi valgt å legge størst vekt på deres virksomhet i Norge. Dette er en naturlig begrensning som følge av tiden vi har hatt til disposisjon.

1.3 Struktur

Strukturen i oppgaven baserer seg på Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk for fundamental verdsettelse som ble gjennomgått i emnet MRR413A våren 2017. Rammeverket vil danne grunnlaget for oppgaven.

I henhold til rammeverket er oppgaven delt inn i tre hoveddeler, hvor første del består av kapittel 2-4. Her blir det gitt en introduksjon til selskapet og bransjen, presentasjon av de ulike verdsettelsesmetodene samt gjennomført en strategisk analyse. Andre del består av kapittel 5-8 hvor vi utfører en regnskapsanalyse av Marine Harvest ASA og bransjen som videre danner grunnlaget for en risikoanalyse, beregning av historiske avkastningskrav og analyse av både selskapet og bransjens lønnsomhet. Del 3 består av kapittel 9-12 der vi utarbeider et fremtidsregnskap og fremtidskrav som den fundamentale verdivurderingen videre tar utgangspunkt i. I tillegg benytter vi en komparativ analyse som supplement før vi avslutningsvis gir en handelsanbefaling i kapittel 13.

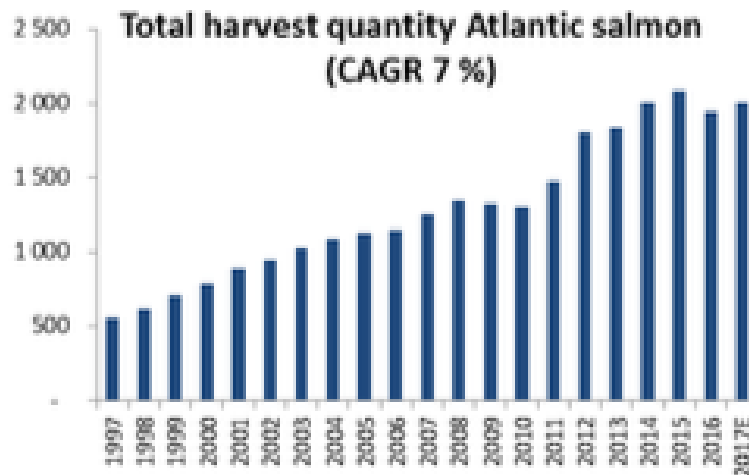
2. Presentasjon av oppdrettsnæringen og Marine Harvest

For å kunne verdsette et selskap er det helt essensielt at man er kjent med bransjen og selskapet man skal verdsette. Vi vil derfor innledningsvis gi en introduksjon til oppdrettsnæringen og selskapet Marine Harvest ASA, heretter kalt Marin Harvest. I de tilfellene ny informasjon fremkommer og det ikke er henvist til kilder, er informasjon hentet fra Marine Harvest Industry Handbook (2017).

2.1 Oppdrettsnæringen – da og nå

Oppdrettsnæringen i Norge er en relativt ung næring, og verdens første anlegg for lakseoppdrett ble etablert på Hitra i 1970. Det ble da satt ut 20.000 laksesmolt av brødrene Ove og Sivert Grøntvedt. De opplevde fort at det var lønnsomt å drive med oppdrett, og allerede tidlig på 1970-tallet lå lakseprisene på 80-90 kroner per kilo, noe som i dag tilsvarer omtrent 600 kroner per kilo. Det ble på grunn av dette en sterk tilstrømning til næringen, og myndighetene så det derfor nødvendig å vedta en ny lov om konsesjoner. Konsesjonsloven hadde som formål å regulere utviklingen av den nye næringen gjennom begrensning av produksjonsvolum. Til tross for det nye vedtaket måtte myndighetene i 1978 innføre konsesjonsstopp da flere og flere ønsket innpass i bransjen. Siden den gang har næringen opplevd en enorm vekst, og bare siden 1995 har produksjonen av atlantisk laks økt med 384% (en årlig vekst på 8%). (Laksefakta, 2017).

Norge produserer 53% av all atlantisk laks og er således verdens største produsent av atlantisk laks. I 2014 eksporterte Norge 1,5 millioner tonn laks til en verdi av nesten 44 milliarder kroner. Dette gjør oppdrettsnæringen til en av de største eksportnæringene i Norge. Europa er det største markedet for norsk oppdrettslaks, men atlantisk laks fra Norge er etterspurt i over 100 ulike land verden over.

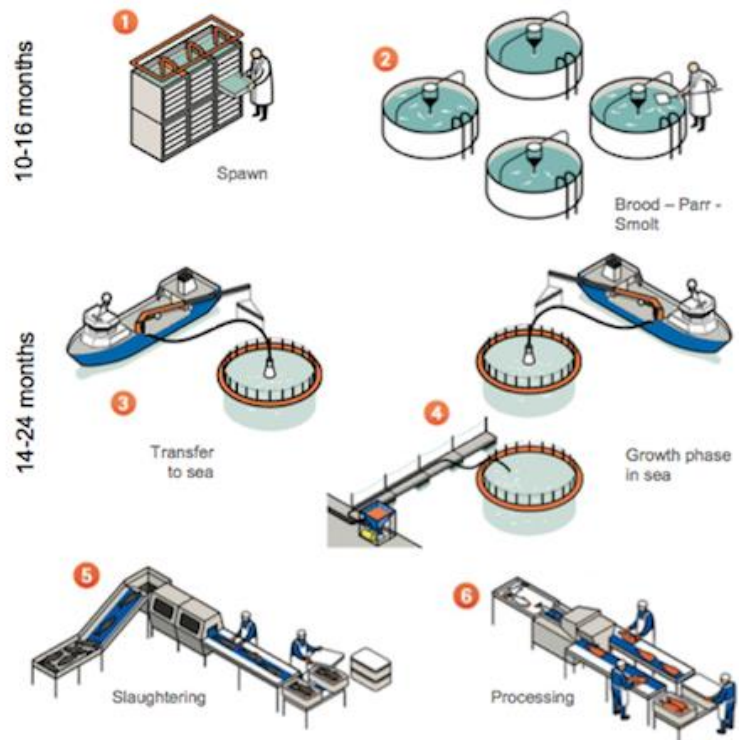


Figur 2.1: Totalt produksjonsvolum i perioden 1997-2017 (Marine Harvest, 2017)

Det totale produksjonsvolumet av atlantisk laks fremgår av figuren over. Figur 2.1 viser den enorme veksten som næringen har opplevd. Fremover er det imidlertid forventet at veksten til dels vil avta på grunn av utfordringene som næringen står ovenfor. Marine Harvest forventer derfor en årlig vekst på 3% fra 2016 til 2020. Veksten vil imidlertid i stor grad bli påvirket av hvorvidt næringen sammen lykkes med å utvikle ny teknologi som kan redusere omfanget av blant annet lakselus og rømming. Gitt at de lykkes med utviklingen kan vekstprognosene bli betydelig høyere enn estimatet på 3%.

Den atlantiske laksen forekommer i vill tilstand i Nord-Atlanteren, og ettersom oppdrettslaksen har samme opphav som villaksen, vil den optimale temperaturen ligge mellom 8-14 grader. Dette begrenser hvor man kan drive med lakseoppdrett. Produksjon av laks skjer derfor hovedsakelig i Norge, Chile, Storbritannia, Færøyene, Irland, Nord-Amerika, New Zealand og Tasmania. Norges fordel ligger i at vi har en lang kyst hvor oppdrettsanleggene kan ligge skjermet for både vær og vind. I tillegg har temperaturen mye å si for laksens utvikling og vekst. Temperaturer over og under den optimale kan føre til blant annet sykdommer og massedødelighet.

2.2 Verdikjeden



Figur 2.2: Laksens livssyklus (Marine Harvest, 2017)

Det tar nærmere 3 år fra lakserognen er befruktet til man kan kjøpe laksen i butikken. Prosessen begynner på land hvor rognen befruktes i et kar med ferskvann hvor temperaturen ligger på omtrent 8 grader. Her blir rognen liggende i omtrent 60 dager til den har klekket og blitt det en kaller en plommeseekkyngel. Når yngelen begynner å ta til seg næring, flyttes den over i et større kar. Laksen skal nå tilbringe mellom 10-16 måneder i ferskvann og forberedes til å kunne leve i saltvann. Når laksen settes ut i sjøen veier den ikke mer enn 60-100 gram. Laksen i merder i sjøen til den veier mellom 4-6 kilo. Dette tar vanligvis 14-22 måneder. Deretter sendes laksen til slakteriet hvor den sløyes og sorteres etter størrelse og kvalitet. Laksen sendes så videre til videreforedling og markedskanaler for salg.

Egg: Eggene leveres gjerne av eksterne leverandører, og leverandørene på markedet er mange. Markedet for egg er internasjonalt og de største aktørene på markedet er Aquagen AS, Fanad Fisheries Ltd, Lakeland Ltd og Salmobreed AS.

Smolt: I Marine Harvest produseres store deler av smolten internt som en del av den vertikalt integrerte virksomheten. Produksjonen av smolt skjer vanligvis for eget bruk, men deler av den kan selges videre. I Norge er det vanlig at smolten settes i sjøvann to ganger i året, vår og høst, mens slaktingen skjer jevnt gjennom året.

Fôr: Som vi kan se av figur 2.3 utgjør fôr den desidert største kostnaden til et oppdrettsselskap. Bakgrunnen for forskjellen mellom de ulike landene skyldes innholdet i fôret, samt transportkostnader. Marine Harvest startet i 2012 egen fôrproduksjon som de håper vil gi dem en bedre kostnadskontroll ettersom de blir mer og mer selvforsynt.

	Norway (NOK)	Canada (CAD)	Scotland (GBP)	Chile (USD)
Feed	15.20	2.44	1.56	1.96
Primary processing	2.76	0.47	0.29	0.50
Smolt	2.91	0.58	0.42	0.67
Salary	2.00	0.51	0.22	0.25
Maintenance	1.18	0.21	0.16	0.23
Well boat	1.06	0.18	0.19	0.26
Depreciation	1.00	0.25	0.19	0.23
Sales & Marketing	0.30	0.01	0.04	0.02
Mortality	0.71	0.00	0.12	0.03
Other	6.36	1.11	0.81	1.44
Total*	33.49	5.77	4.00	5.58

Figur 2.3: Kostnadsstruktur (Marine Harvest, 2017)

Andre innsatsfaktorer: Strøm er i aller størst grad brukt i tidlig og sen fase av laksens livssyklus. Produksjonen av smolt foregår, som vist over, i tanker hvor temperaturen på vannet må være regulert og/eller sirkulert. Dette krever strøm, og utgjør omtrent 4-5% av kostnadene forbundet med produksjon av smolt. Kostnadene for strøm varierer og er avhengig av flere faktorer som blant annet strømpriser og størrelsen på smolten.

2.3 Prisdannelse

Tilbud og etterspørsel påvirker prisen på laks, som igjen blir påvirket av faktorer som globalisering, bruken av terminkontrakter, kvalitet og sykdomsutbrudd. Siden det er vanskelig å tilpasse produksjonsvolumet på kort sikt og volumet er svært uelastisk, har dette i tillegg stor effekt på prisvolatiliteten i markedet.



Figur 2.4: Utvikling i laksepris i perioden 2000-2016. (SSB, 2017)

Som vi ser av figur 2.4 har prisen på laks steget mye de siste årene. Mellom 2011 og 2013 lå eksportprisen på rundt 20-30 kroner per kilo, mens vi i 2016 opplevde at prisene lå på over 70 kroner per kilo. Bare i løpet av første halvår i 2017 hadde lakseprisen oppnådd en vekst på 44% (Norges Sjømatråd, 2017). Det er flere grunner til denne prisveksten. Det skyldes blant annet en kombinasjon av manglende vekst i produksjonen og økt etterspørsel etter norsk laks. Manglende vekst i produksjonen skyldes flere ting, men de to viktigste faktorene er nok utfordringene knyttet til lakselus og konsesjonsordningen. Deler av prisveksten kan dessuten begrunnes med at den norske kronen er svekket.

Videre er det normalt at prisen i første halvår generelt sett er høyere enn andre halvår. Dette skyldes sannsynligvis at selskapene ønsker å utnytte den økte tilveksten man vil oppnå ved høyere temperatur om sommer/høst, og derfor lar fisken stå selv om man vil kunne oppnå en høyere pris per kilo om våren. Slaktevolumet øker således på høsten, som igjen fører til at prisene synker.

Som tidligere nevnt skyldes den høye prisen blant annet begrenset vekst i produksjonsvolum. Et problem knyttet til dette er at aktørene ønsker vekst i bransjen, samtidig som man er redd for tilbudsvekst da dette i perioder kan knekke sektoren. Økt tilbud vil føre til lavere laksepriser, og det er derfor viktig at myndighetene fortsetter å regulere bransjen for å beholde en stabil vekst.

Gjennomsnittlig pris på norsk laks har siden 2000 lagt på rundt 31,73 kr/kg (ca. 3,65 USD), mens den for chilensk og canadisk laks har lagt på henholdsvis 3,6 USD og 4,5 USD per kilo.

2.4 Faktorer som påvirker bransjen

Vi har i dette avsnittet valgt å kun ta med forhold som har vært aktuell i bransjen den seneste tiden ettersom vi anser disse forholdene som mest relevant for vår videre analyse. En mer utfyllende analyse av de makroøkonomiske forholdene vil bli presentert i den strategiske analysen i kapittel 4.

Miljømessige forhold:

Bransjen står overfor en rekke biologiske utfordringer, og selskapene jobber kontinuerlig med å finne løsninger som kan redusere disse. De to største utfordringene er lakselus og rømming.

Lakselus: Lakselus finnes i alle havområder på den nordlige halvkule og er den parasitten vi oftest ser på laksefisk. I de tilfellene hvor mengden lakselus blir høy kan dette bli en utfordring for både oppdrettslaks og villaks. Grunnen til at lakselusen er et problem er at den kan gi fisken sår som videre kan gi infeksjoner og problemer med saltbalansen. Dette vil videre resultere i en verdiforringelse for selskapet på grunn av lavere kvalitet og volum. Det er ikke mulig å bli helt kvitt lakselusen, men det er ønskelig at mengden holdes til et kontrollert nivå. Mattilsynet har derfor fastsatt en grense for hvor mye lakselus det kan være i hvert anlegg, og oppdrettsselskapene er ansvarlig for at lakselus ikke overstiger denne grensen (Mattilsynet, 2016). Dersom mengden lakselus overstiger den fastsatte grensen, må tiltak iverksettes og i ytterste konsekvens kan selskapet bli pålagt å slakte laksen. Det er flere forhold som kan påvirke mengden lakselus. Blant annet høy tetthet av oppdrettsanlegg og høy temperatur. Flere oppdrettsanlegg og høyere sjøtemperaturer fører dermed til større forekomst av smitte. (Veterinærinstituttet, u.å).

Ettersom selskapene har store kostnader forbundet med lakselus truer dette også lønnsomheten. I 2015 brukte blant annet Marine Harvest over en halv milliard kroner på å bekjempe lakselus (Hvamstad, 2015). Som tidligere nevnt finnes det foreløpig ingen løsning

på å bli helt kvitt lakselusen, men det er nødvendig å ha kontroll på nivåene av lakselus for å opprettholde god fiskehelse, overlevelsesrate og vekst. Som vi så i avsnitt 2.1 vil heller ikke myndighetene tillate ytterligere vekst med mindre man reduserer utfordringene knyttet til lakselus.

I tillegg til lakselusen har flere selskaper møtt utfordringer knyttet til en algeoppblomstring i Chile. Dette har blant annet gjort at Marine Harvest har måttet gjennomføre en restruktureringsprosess for å redusere kostnadene knyttet til driften og bli mer konkurransedyktig (Lilleby, 2016). Chile har i tillegg vært et av de landene som har hatt størst utfordringer knyttet til lakselus og problematikken gir aktørene produksjonsproblemer, økte kostnader og lavere slaktevolum (Berge, 2013).

Rømming: Bekymringene knyttet til rømming er at oppdrettslaksen skal vandre opp i vassdragene og gyte sammen med villaksen, og dermed påvirke bestanden. Dette kan i verste fall føre til at villaksen endres genetisk, samt føre til lavere produksjon av laks i vassdragene (Miljødirektoratet, 2012). Dersom selskapene gjøres kjent med at laks har rømt fra anleggene er de pålagt straks å melde fra til Fiskeridirektoratet.

Statistikk viser at det foreløpig er innrapportert 7000 rømte laks i 2017 i Norge. Til sammenligning var det i 2015 rapportert 170.000 og i 2016 128.000. De innrapporterte tallene for 2017 er dermed meget lave sammenlignet med tidligere år (Fiskeridirektoratet, 2017c). Dette kan både skyldes at næringen har fått bedre kontroll på problemet og/eller manglende innrapportering.

Politiske faktorer:

De politisk styrte rammevilkårene for havbruksnæringen er kanskje den viktigste faktoren som påvirker bransjen per i dag.

Den 20.03.15 la regjeringen frem en stortingsmelding om en forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen. I følge meldingen antas næringen å ha et potensiale for femdobling av produksjonen frem mot 2050 (Aspaker, 2014). Veksten i næringen vil forutsette at miljøutfordringene i bransjen løses, og Stortingets forslag er kalt

trafikklysprinsippet. Trafikklysprinsippet innebærer at kysten blir inndelt i tretten fargelagte soner hvor grønt lys vil si at det er mulig å vokse i området, gult lys betyr vent, mens rødt lys betyr stans og reduksjon i produksjonen. Trafikklyset gjør at det kun blir vekst der hvor naturen kan tåle det (Regjeringen, 2015). Hvorvidt et område blir fastsatt som rødt, gult eller grønt avhenger av lakseluspåvirkningen i produksjonsområdet (Regjeringen, 2017a). I grønne områder vil den foreslåtte veksten være på 6%. Etablerte aktører som befinner seg i grønne områder vil få tilbud om å vokse med 2%, mens den resterende veksten vil bli tildelt som nye tillatelser. (Regjeringen, 2017b). Det er således hensynet til miljøet, og ikke markedet, som vil sette rammene for den videre veksten i havbruksnæringen.



Figur 2.5: Illustrasjon av de tretten fargelagte sonene (Regjeringen, 2017c)

Næringen er også sterkt kontrollert av konsesjonsordningen som vi vil komme nærmere tilbake til i PESTEL-analysen.

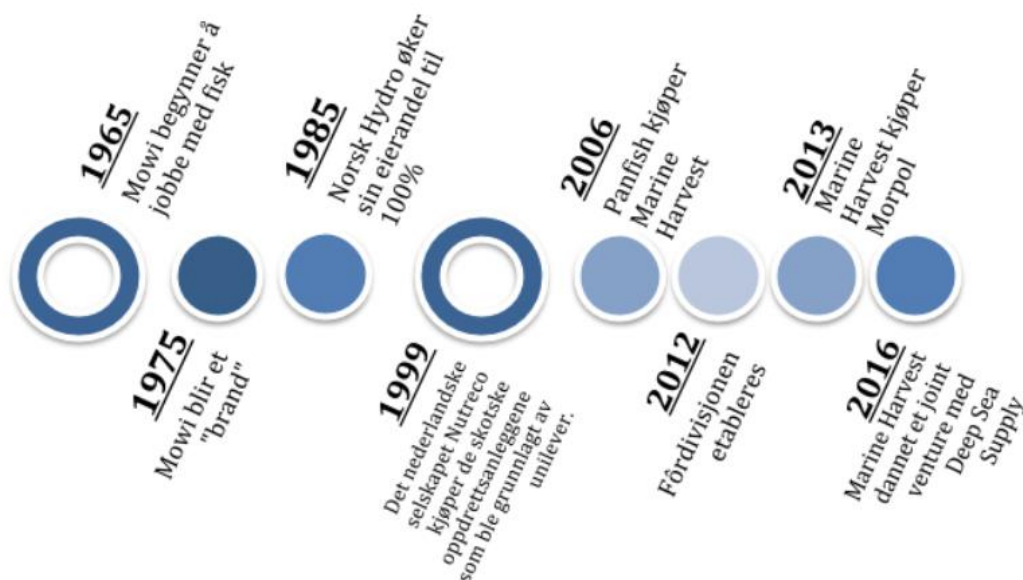
2.5 Marine Harvest

2.5.1 Da og nå

Marine Harvest har røtter helt tilbake til 1965 da selskapet Mowi begynte å jobbe med laks. Selskapet ble så i 1999 kjøpt opp av det nederlandske selskapet Nutreco som slo driften sammen med sin egen oppdrettsvirksomhet. Videre ble virksomheten i Nutreco og Stolt Sea Farm slått sammen inn i det nye Marine Harvest, før John Fredriksen og Pan Fish overtok

selskapet i 2006. Dette gjorde selskapet til verdens ledende oppdrettsselskap med omkring 20% av verdens produksjon. Selskapet har altså gått fra å være flere små gründerbedrifter til å bli verdens største produsent av oppdrettslaks. Marine Harvest har i dag oppdrettsanlegg i 6 ulike land, og er representert i 24 land verden over. De dekker hele verdikjeden fra fôrproduksjon til stamfisk, rogn, matfisk, videreforedling og distribusjon til salg.

Selskapet ønsker å være en integrert leverandør av proteinkilder fra havet, samt være ledende innen alle områder fra fôrproduksjon til å møte markedets preferanser. På denne måten kan de kontrollere produktene hele veien, samt være mer proaktiv når det gjelder å møte de utfordringene som er knyttet til bærekraftig fôr, oppdrett og verdiskapning.



Figur 2.6: Marine Harvest sin historie

Selskapet er notert på Oslo Børs og hadde per 31.12.16 20.460 aksjonærer. I andre kvartal 2017 hadde selskapet et operasjonelt driftsresultat på 198 millioner euro. Dette er ifølge Marine Harvest, selskapets beste kvartal noensinne.

Fremover er selskapets visjon å lede den blå revolusjonen som innebærer at større deler av matproduksjonen må komme fra havet. Verdens befolkning vokser og det vil derfor være større etterspørsel etter mat og sunne proteinkilder i fremtiden. Marine Harvest skriver på sine nettsider at de ønsker å møte dette behovet ved å gjøre store investeringer i forskning og

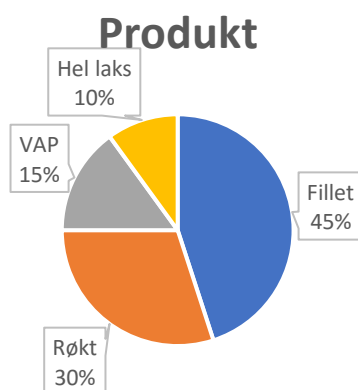
utvikling av ny teknologi som kan gjøre næringen mer effektiv og bærekraftig (Marine Harvest, u.å-a).

2.5.2 Forretningsområder

Havbruk: Oppdrett er selskapets primære virksomhetsområde, og i 2016 produserte selskapet 381.000 tonn laks, som tilsvarer 5,5 millioner måltider laks hver dag. Selskapet har lokaliteter langs hele norskekysten og er inndelt i fire geografiske regioner: Nord, Midt, Vest og Sør. I tillegg har de lokasjoner i Chile, Canada, Skottland og Færøyene.

Fôrproduksjon: I 2012 startet Marine Harvest fôrproduksjon på Valsneset i Bjugn. I 2016 produserte de 310.242 tonn med fôr, og målet deres er å være 100% selvforsynt med fôr på sikt. Tidligere var hovedingrediensene i fiskefôr fiskeolje og fisk, men nå er disse byttet ut med blant annet soya, hvete, korn, bønner og vegetabiliske oljer. Grunnen er at de nye ingrediensene skal gjøre laksen så sunn som mulig til lavest mulig pris. Tidligere ble det kun fokusert på at kostnadene skulle være lavest mulig. Kvaliteten på fôret er imidlertid svært viktig for fiskehelsen og kvaliteten på produktet (laksen). Ved å integrere fôrproduksjon i virksomheten kan selskapet kontrollere kostnadene, i tillegg til å proaktivt jobbe med å utvikle høykvalitetsfôr.

Value-added produkter (VAP) – videreforedling: Selskapet styrket sin posisjon innen videreforedling da de kjøpte opp selskapet Morpol i 2013. Morpol har sitt hovedmarked i Tyskland, men selger prosessert fisk til nærmere 40 ulike land.



Figur 2.7: Salg av ulike produkter (Marine Harvest, 2017)

Etter oppkjøpet av Morpol i 2013 har det vært en stor endring i salget fra hel laks til VAP som filet og røkt laks ved modifisert atmosfære (også kalt MAP som bidrar til økt holdbarhet og reduserer pakningsvolumet (Nofima, u.å) samt spesialprodukter. I 2012 utgjorde salget av hel fersk laks 78% av salgsvolumet, mens det i 2016 kun utgjorde 54%. Av de behandlede produktene er det i dag røkt laks som er mest etterspurt. Røkt laks produseres i selskapets fire fabrikker i Europa, hvorav fabrikken i Ustka, Polen tilhørende Morpol er den aller største. Marine Harvest produserer dessuten fileter, ferdigmåltider, fingermat og porsjonsstykker. Disse produkttypene produseres i fabrikker i Europa, Dallas i USA, Chile og Asia. De behandlede produktene blir så solgt gjennom kjente merkevarer som blant annet Mowi (Japan), Supreme Salmon (Taiwan), Ducktrap River (USA) og Kritsen (Frankrike).

Selskapet forventer en økning i etterspørselen etter bearbeidede produkter da de ser en trend til at forbrukerne er villig til å betale mer for slike typer produkter.

Salg og markedsføring: Selskapet har et stort globalt salgsnettverk og selger laks til omtrent 70 ulike land. Hvor produktene sendes videre etter produksjon avhenger av hver avdelings salgsprofil. Marine Harvest er delt inn i fire geografiske avdelinger i tillegg til Marine Harvest Consumer Products. Marine Harvest Canada og Marine Harvest Chile selger henholdsvis 100% og 55% av sin produksjon til distributører. I Marine Harvest Norge og Marine Harvest Skottland er det imidlertid helt motsatt. Her sendes store deler av produksjonen til industrielle kunder som videre produserer fileter, porsjonsstykker, røkt laks og ferdigprodukter. Om lag 20% av produksjonen går dessuten direkte til dagligvarehandel.

Forskning og utvikling: Denne avdelingen har ansvar for selskapets bærekraftige vekst, og er en stor del av selskapets visjon om å være lederen av den blå revolusjonen. Avdelingen består av 16 ansatte som har som hovedfokus å utvikle nye og forbedrede løsninger. Fokuset deres er på fiskehelse, bærekraft, vekst, produksjonseffektivitet, kvalitet og sikkerhet. Et av målene deres er blant annet at 100% av oppdrettsanleggene skal være Aquaculture Stewardship Council (ASC) sertifisert innen 2020. Dette er en standard som setter krav til det miljømessige, sosiale samt dyrevelferd (WWF, u.å-a). Hva dette innebærer vil vi komme tilbake til i den strategiske analysen.

2.5.3 Eierstruktur

Investor	Number of shares	% of top 20	% of total	Type	Country
GEVERAN TRADING CO LTD	72,289,506	30.52%	14.75%	Comp.	CYP
FOLKETRYGDFONDET	29,685,496	12.53%	6.06%	Comp.	NOR
CLEARSTREAM BANKING S.A.	28,377,696	11.98%	5.79%	Nom.	LUX
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	11,982,658	5.06%	2.44%	Nom.	USA
JUPITER EUROPEAN FUND	9,345,670	3.95%	1.91%	Comp.	GBR
CITIBANK, N.A.	9,019,929	3.81%	1.84%	Nom.	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	8,363,786	3.53%	1.71%	Nom.	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	7,960,127	3.36%	1.62%	Nom.	USA
J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A.	7,550,931	3.19%	1.54%	Nom.	LUX
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	6,679,957	2.82%	1.36%	Nom.	USA
VERDIPAPIRFONDET DNB NORGE (IV)	5,626,500	2.36%	1.15%	Comp.	NOR
GEVERAN TRADING CO LTD	5,444,072	2.30%	1.11%	Comp.	CYP
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	5,159,494	2.18%	1.05%	Nom.	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	4,987,753	2.11%	1.02%	Nom.	CAN
THE NORTHERN TRUST COMP, LONDON BR	4,512,380	1.91%	0.92%	Nom.	GBR
INVESCO FUNDS	4,255,073	1.80%	0.87%	Comp.	LUX
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	4,047,090	1.71%	0.83%	Nom.	GBR
J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A.	3,922,696	1.66%	0.80%	Nom.	LUX
EUROCLEAR BANK S.A./N.V.	3,907,843	1.65%	0.80%	Nom.	BEL
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	3,746,434	1.56%	0.76%	Nom.	GBR
Total number owned by top 20	236,867,071	100%	48.32%		
Total number of shares	490,167,777		100%		

Figur 2.8: Oversikt over aksjonærer (Marine Harvest, 2017)

Marine Harvest ASA er notert på Oslo Børs, og per 05.10.17 var de registrert med 490.167.777 aksjer. I dag er det John Fredriksen gjennom selskapet Gevevan Trading Co Ltd som har den største eierposten i selskapet. Som man ser av figur 2.8 er eierstrukturen i selskapet ellers ganske godt spredt mellom aksjonærene.

2.5.4 Aksjekurs



Figur 2.9: Utvikling i aksjekursen fra oktober 2014 til oktober 2017 (Oslo Børs, 2017a)

Figuren 2.9 over viser utviklingen i børskursen til Marine Harvest fra oktober 2014 til oktober 2017. Aksjekursen i næringen har historisk vært høy, og figur 2.9 illustrerer en markant oppgang i Marine Harvest sin aksjepris, hvor aksjeprisen har økt fra kr 84,70 til dagens kurs (05.10.17) på kr 159,00. Første kvartal i 2017 startet med en brå nedgang i aksjeprisen på hele 30%. Nedgangen skyldes frykt for større volumvekst enn det som i utgangspunktet var ventet og spekulasjoner om at etterspørselen ville være fallende på grunn av de høye lakseprisene. Dette snudde derimot i april og aksjeprisen er nå oppe igjen på et svært høyt nivå.

2.6 Konkurrerende virksomheter

For å finne konkurrerende virksomheter har vi tatt utgangspunkt i selskaper som er notert på Oslo Børs. Vi har ikke inkludert konkurrenter i form av substitutter, men begrenset oss til selskaper som har oppdrett som sin kjernevirksomhet. Av selskapene som er notert på Oslo Børs har vi valgt å holde Bakkafrost og The Scottish Salmon Company utenfor ettersom disse aktørene utelukkende driver sin virksomhet i utlandet (henholdsvis Færøyene og Skottland). I tillegg velger vi å se bort i fra Austevoll Seafood ASA siden de eier 62,56% av Lerøy Seafood Group ASA. Vi står da igjen med selskapene SalMar ASA (Salmar), Grieg Seafood ASA (Grieg Seafood), Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy Seafood) og Norway Royal Salmon ASA (Norway Royal Salmon), i tillegg til Marine Harvest. Vi vil videre gi en kort introduksjon av selskapene.

	Top 10 - Norway	H.Q.	Top 5 - United Kingdom	H.Q.	Top 5 - North America	H.Q.	Top 10 - Chile	H.Q.
1	Marine Harvest	236 000	Marine Harvest	45 000	Cooke Aquaculture	56 000	Salmones Multiexport	50 000
2	Lerøy Seafood	115 700	Scottish Seafarms	28 000	Marine Harvest	43 300	Mitsubishi	40 000
3	Salmar	115 600	The Scottish Salmon Co.	24 300	Mitsubishi	21 000	Empresas Aquachile	39 000
4	Mitsubishi	60 000	Cooke Aquaculture	21 000	Northern Harvest	14 500	Marine Harvest	36 900
5	Grieg Seafood	40 500	Grieg Seafood	13 500	Grieg Seafood	10 700	Pesquera Los Fiordos	36 000
6	Nova Sea	37 100					Australis Seafood	30 000
7	Nordlaks	35 000					Camanchaca	30 000
8	Sinkaberg-Hansen	29 000					Blumar	28 000
9	Norway Royal Salmon	26 800					Nova Austral	22 000
10	Alsaker Fjordbruk	26 500					Yadrán	20 000
	Top 10	722 200	Top 5	131 800	Top 5	145 500	Top 10	331 900
	Total	1 054 000	Total	141 700	Total	148 100	Total	454 000
	Share of total	69 %	Share of total	93 %	Share of total	98 %	Share of total	73 %

Note: All figures in tonnes GWE for 2016

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

Figur 2.10: Oversikt over de største aktørene på markedet (Marine Harvest, 2017)

Lerøy Seafood

I 1939 etablerte Hallvard Lerøy sr. og Elias Fjeldstad grossisten og sjømateksportøren Hallvard Lerøy AS (Lerøy Seafood, u.å-a). I dag ligger kjernevirksomheten deres i distribusjon, salg og markedsføring av sjømat, videreforedling av sjømat, produksjon av laks, ørret og andre arter, samt produktutvikling. Selskapet utøver i all hovedsak sin virksomhet gjennom sine datterselskaper i Norge, Sverige, Finland, Spania, Frankrike, Portugal og Tyrkia. I tillegg har de salgskontorer i Japan, Kina og USA som skal sikre dem tilstedeværelse i de viktigste markedene nasjonalt og internasjonalt (Oslo Børs , 2017b). Lerøy Seafood i dag Norges nest største produsent innen lakseoppdrett, og eksporterer laks til mer enn 70 land i verden.

SalMar

SalMar ble etablert i 1991, og ble startet opp på grunnlag av et oppkjøpt konkursbo bestående av én konsesjon for oppdrett av laks. Selskapet har nå etablert seg som Norges tredje største aktør, og fjerde største produsent i verden. De har i dag 110 lisenser i Norge, hvorav 8 av disse er utviklingstillatelser som er tildelt i forbindelse med konseptet "Havmerd" (Fiskeridirektoratet, 2017d). Produksjonen foregår i hovedsak i Trøndelag og Nord-Norge. I tillegg eier de 50% av selskapet Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100% av det skotske selskapet Scottish Sea Farms Ltd. Dette er Storbritannias nest største produsent av laks. SalMar har tidligere hatt et stort fokus på å være kostnadsledende, men beveger seg nå mer over til at de skal "være fremragende i alle ledd og elementer i produksjonen". (SalMar, u.å-a)

Grieg Seafood

Grieg Seafood ble etablert i 1992, og børsnotert i 2007. De er i dag den femte største aktøren i Norge, men har i forhold til andre aktører en svært sterk internasjonal profil. Konsernet har i dag 100 konsesjoner for lakseoppdrett, samt 5 konsesjoner for smoltproduksjon. Total produksjonskapasitet utgjør 95.000 tonn slaktet vekt. I tillegg til deres virksomhet i Norge opererer de både i Canada og Skottland (Oslo Børs , 2017c). Gjennom egen produksjon og via eierskap i tilknyttede selskap er selskapet i dag involvert i alle ledd av produksjonsfasen.

Norway Royal Salmon

Selskapet ble stiftet i 1992 av 34 oppdrettere for å sammen drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Siden den gang har selskapet vokst ved å kjøpe opp en rekke oppdrettsselskaper. De har per i dag en produksjon på omkring 30.000 tonn, men ettersom de i 2014 ble tildelt 10 grønne konsesjoner har de nå en produksjonskapasitet på 45.000 tonn. Mesteparten av produksjonen foregår i Troms og Finnmark, samt delvis i Rogaland. Selskapet ble notert på Oslo Børs i mars 2011 (Norway Royal Salmon, u.å-a).

3. Ulike verdsettelsesteknikker

Vi vil i dette avsnittet presentere tre ulike verdsettelsesmetoder:

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

Metodene er ikke gjensidig utelukkende, men kan benyttes enkeltvis eller sammen for å komme frem til et verdiesimat. Under forklares de ulike verdsettelsesmetodene, i tillegg til at vi konkluderer med hvilken metode som vil være mest hensiktsmessig å bruke og hvorfor.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på en analyse av underliggende økonomiske forhold og er i henhold til Penman (2013, pp. 84-86) delt inn i 5 ulike steg. Steg 1 innebærer å gjøre seg kjent med selskapet og deres strategi for å generere verdi. I steg 2 benyttes informasjonene fra steg 1 for å utarbeide både kvalitative og kvantitative analyser. I denne oppgaven utarbeides analysene i kapittel 4-8, og består blant annet av en strategisk analyse og en regnskapsanalyse av historiske verdier. Steg 3 som innebærer å utarbeide et fremtidsregnskap, er kanskje den mest sentrale delen av den fundamentale verdsettelsen. Fremtidsregnskapet er en av de faktorene som skiller en fundamental verdsettelse fra eksempelvis en komparativ verdsettelse. Videre i steg 4 vil fremtidsregnskapet benyttes til å gjennomføre en verdivurdering av

selskapet. Avslutningsvis vil man i steg 5 ta en beslutning om hvorvidt man skal anbefale salg, kjøp eller hold av aksjen. Dette vil avhenge av om verdivurderingen gir en høyere verdi enn dagens aksjepris eller omvendt.

Det finnes to ulike metoder som kan benyttes ved fundamental verdsettelse; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Damodaran, 2012, p. 13). Begge metodene skal som utgangspunkt gi samme verdi dersom de baserer seg på like forutsetninger. Utfordringene med en slik analyse er imidlertid at den er omfattende og derfor også svært tidkrevende.

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en direkte verdivurdering av selskapets egenkapital. Verdien av egenkapital kan verdsettes ved hjelp av fire ulike modeller:

- Utbyttmodellen (dividendmodellen)
- Fri kontantstrømmmodellen
- Superprofittmodellen
- Superprofittvekstmodellen

Disse modellene er ekvivalente og gir alltid samme verdiestimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2017o). Vi vil videre kort presentere de fire ulike modellene.

Utbyttmodellen

I følge Damodaran (2012, pp. 323-324) er den enkleste måten å verdsette egenkapital gjennom utbyttmodellen, der verdien av en aksje er nåverdien av forventet utbytte. En investor forventer å få to typer innbetalinger i løpet av perioden de holder aksjen, utbytte og en forventet salgspris ved et eventuelt salg. Siden prisen i seg selv bestemmes av fremtidige utbytter, blir aksjeverdien dens nåverdi av utbytter i evigheten, der utbyttene diskonteres med kostnaden av egenkapital. En forutsetning om konstant vekst kan benyttes i modellen om selskapet går inn i "steady state", slik at Gordons vekstmodell brukes i horisontleddet.

Modellen relaterer verdien av en aksje til forventet utbytte i fremtiden, egenkapitalkostnaden og forventet vekstrate i utbytter. Det gir følgende formel (Knivsflå, 2017o):

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK = verdi av egenkapital, NBU = netto betalt utbytte, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

I følge Kinserdal (2017a) er utbyttmodellen den eneste teoretiske korrekte verdsettelsesmodellen av en aksje. De andre metodene er imidlertid utledet av denne og ingen av modellene kan således anses å være bedre eller dårligere. Metoden kan også virke fornuftig siden utbytte er den mest direkte formen for avkastning en aksjonær mottar (Kaldestad & Møller, 2016, p. 38). Ulempen med modellen er imidlertid at utbytte er vanskelig å estimere ettersom utbyttet fastsettes årlig av styret og generalforsamlingen. I mange virksomheter er utbytteutdelingen konstant til tross for at resultatene og kontantstrømmene varierer fra år til år (Kinserdal, 2017a). Metoden egner seg derfor i hovedsak for noen prosjekter med stabile kontantstrømmer og forhåndsbestemte utbytteutdelinger, samt finansinstitusjoner (Kaldestad & Møller, 2016, p. 38)

Fri kontantstrømmodellen

Den mest brukte modellen for å verdsette et selskaps egenkapital er fri kontantstrøm til egenkapital. I utgangspunktet vil denne modellen være lik utbyttmodellen siden en i utbyttmodellen forutsetter at all fri kontantstrøm til egenkapital utbetales til aksjeeierne i form av utbytte. I følge Damodaran (2012, p. 355) er imidlertid ikke dette alltid realiteten. En observerer ofte at selskaper utbetaler mindre enn det de har tilgjengelig som fri kontantstrøm til egenkapital for å blant annet bygge opp kontantbeholdningen. En konsekvens av å bruke utbyttmodellen i slike tilfeller er at egenkapitalverdien av selskapene undervurderes. Motsatt om selskapene betaler ut mer enn det fri kontantstrøm til egenkapital tilsier. Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen representerer ikke en radikal endring fra utbyttmodellen, den representerer derimot en modell hvor en diskonterer potensielle dividender fremfor faktiske dividender Damodaran (2012, p. 358).

Vi velger imidlertid å følge Knivsflå sitt rammeverk og tar utgangspunkt i at all fri kontantstrøm til egenkapital vil være lik netto betalt utbytte. Knivsflå (2017o) definerer fri kontantstrøm til egenkapital som:

$$\text{Fri kontantstrøm til egenkapital} = \text{netto resultat til egenkapital} - \text{endring i egenkapital}$$

I utbyttmodellen forutsatte vi at selskapet gikk inn i "steady state" og samme forutsetning kan gjøres for fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen. Verdien av egenkapital beregnes som følger:

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

FKE = fri kontantstrøm til egenkapital

Superprofittmodellen

Superprofittmodellen prøver å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, p. 42). I henhold til modellen er verdien av egenkapital i dag lik balanseført verdi av egenkapital i tillegg til nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen, diskontert med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2017o). Kaldestad og Møller (2016) definerer superprofitt til egenkapital som $NRE_t - ekk_t * EK_{t-1}$, som vil si forventet nettoresultat fratrukket alternativkostnaden på den investerte kapitalen.

Forutsetningen om "steady state" brukes også her. Modellen kan illustreres som følger (Knivsflå, 2017o):

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

SPE = superprofitt til egenkapital

Superprofittvekstmodellen

Etter superprofittvekstmodellen er verdien av egenkapital lik kapitalisert verdi av nettoresultat til egenkapital, uten vekst, pluss nåverdi av fremtidig vekst, diskontert med egenkapitalkravet. Det vil si at fremtidig vekst bare gir verdi dersom det er snakk om en unormal resultatvekst (Knivsflå, 2017o).

Forutsetningen om "steady state" brukes også her. Superprofittvekst-modellen kan illustreres som følger (Knivsflå, 2017o):

$$\Delta SPE_t = \frac{(1 + ekk_1) * SPE_t - (1 + ekk_t) * SPE_{t-1}}{1 + ekk_t}$$

Der ΔSPE = superprofittvekst

Når man forventer at selskapet går inn i "steady state" kan man benytte følgende formel:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)}$$

3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden verdsetter selskapet som helhet og er derfor en indirekte verdsettelse av selskapets egenkapital (Damodaran, 2012, p. 13). Metoden kan deles inn i sysselsattkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Disse metodene er ekvivalente og gir alltid samme verdiestimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2017p). Modellene utarbeides under forutsetningen om konstant vekst i "steady state" i likhet med egenkapitalmetoden. Under vil de to metodene presenteres kort.

3.1.2.1 Sysselsatt kapitalmodellen

Sysselsatt kapitalmodellen beregner verdien av egenkapital indirekte ved at verdi av sysselsatt kapital beregnes først, for å så trekke fra verdi av finansiell gjeld og verdi av minoritetsinteresser (Knivsflå, 2017p). Dette illustreres av formelen under:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

VSSK = verdi av sysselsatt kapital, VFG = verdi finansiell gjeld, VMI = verdi minoritetsinteresser

For å beregne verdien av sysselsattkapital kan tre metoder brukes; frikontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene er tilnærmet lik som under egenkapitalmetoden, forskjellen er at man nå bruker fri kontantstrøm til sysselsattkapital, superprofitt til sysselsattkapital samt superprofittvekst til sysselsattkapital. Videre diskonteres de med sysselsattkapitalkravet og sysselsattkapitalvekst fremfor egenkapitalkrav og egenkapitalvekst.

3.1.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden beregner verdien av egenkapital indirekte ved at verdi av netto driftskapital beregnes først, for å så trekke fra verdi av netto finansiell gjeld og verdi av minoritetsinteresser (Knivsflå, 2017p). Dette illustreres av formelen under.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

VNDK = verdi av netto driftskapital, VNFG = verdi netto finansiell gjeld, VMI = verdi minoritetsinteresser

For å beregne verdien av netto driftskapital kan tre metoder brukes; frikontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene er tilnærmet lik som under egenkapitalmetoden, forskjellen er at man nå bruker fri kontantstrøm til netto driftskapital, superprofitt til netto driftskapital samt superprofittvekst til netto driftskapital. Videre diskonteres de med netto driftskapitalkravet og netto driftskapitalvekst fremfor egenkapitalkrav og egenkapitalvekst.

3.1.3 Komparativ verdsettelse

Komparativ metode er basert på sammenligning med komparative virksomheter. Fordelen med metoden er at den er enklere og dermed mindre tidkrevende enn en fundamental analyse. På den andre siden kan det være en utfordring å finne sammenlignbare selskap. Selskaper blir gjerne sammenlignet på grunnlag av blant annet bransje, produkt, vekst, størrelse, men selskaper trenger ikke være sammenlignbare selv om de eksempelvis tilhører samme bransje. Innen komparativ verdsettelse kan man benytte seg av både multiplikatormodeller og substansverdimetoden.

- **Multiplikatormodeller:** Denne formen for verdivurdering er den mest brukte modellen i praksis. Metoden innebærer at man sammenligner egenkapitalen eller selskapskapitalen til virksomheten med komparative virksomheter i samme bransje. Når man skal kjøpe en aksje er det vanlig å se på prisen man betaler som en multiippel av inntjening per aksje. Forholdet mellom pris/inntjening kan bli beregnet basert på nåværende inntjening per aksje, inntjening over flere historiske kvartaler eller en forventet fortjeneste. Som investor er man best tjent med en lav multiippel. Man kan også benytte forhold som pris/bokført verdi (P/B), pris/salg (P/S) eller pris/kontantstrøm fra drift (P/CFO). Ulempen med å sammenligne en gruppe av selskaper er at estimatene ikke blir konsistente fordi viktige faktorer som risiko, vekst og potensiell kontantstrøm ikke blir medregnet. I tillegg reflekter multiiplene i stor grad markedet slik at den anslåtte verdien kan være for høy når markedet overvurderer komparative selskaper, og lav når selskapene blir undervurdert. (Damodaran, 2006, pp. 236-237).
- **Substansverdimetoden:** Ved bruk av denne metoden blir eiendeler verdsatt basert på hvordan lignende eiendeler blir priset på markedet (Damodaran, 2006, p. 233). Deretter blir gjelden trukket fra for å finne substansverdien. Metoden er relativt enkel, men en forutsetning er at det foreligger et marked for selskapets eiendeler. Alternativt at det er mulig å taksere eiendelene. Metoden fokuserer i all grad på virksomhetens eiendeler, og ikke på prosessene og virksomheten i seg selv. Dersom man benytter denne metoden til å verdsette normale driftsselskaper er derfor sannsynligheten stor for at verdien undervurderes.

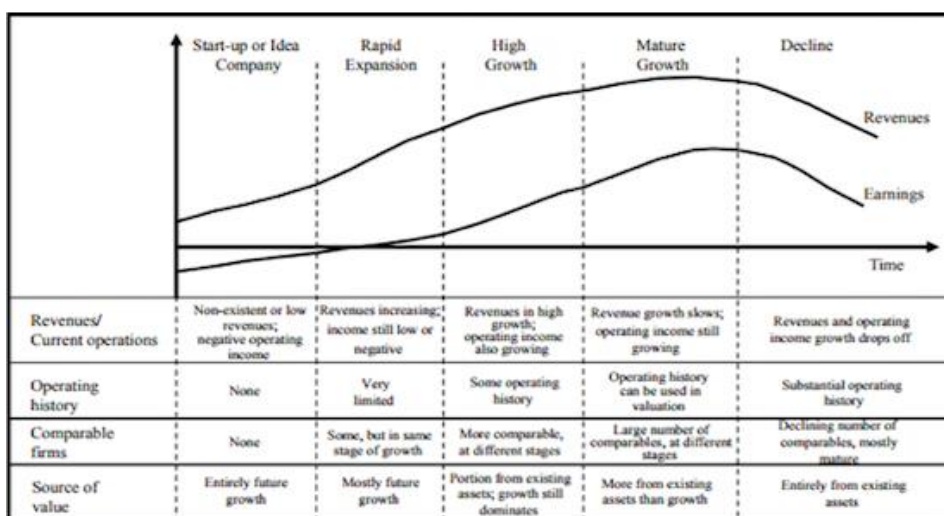
3.1.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse brukes som et supplement til den fundamentale verdsettelsen, og er verdien av egenkapitalen til selskapet i tillegg til nåverdien av fleksibilitet. Verdien av fleksibilitet er gjerne verdien av en eller flere realopsjoner. En som besitter en opsjon har rett til å kjøpe eller selge en netto driftseiendel til en fast pris, enten før eller innen opsjonen utgår. Siden det er en rett og ikke en forpliktelse, kan den som er i besittelse av opsjonen velge å ikke utøve retten og la opsjonen utløpe. Dersom man er i besittelse av en kjøpsopsjon har man

en rett, men ikke en plikt til å kjøpe en netto driftseiendel innen eller på et gitt tidspunkt i fremtiden til en pris som er avtalt på forhånd. Dersom opsjonen benyttes vil nettoresultatet på investeringen være differansen mellom brutto gevinsten og prisen som i utgangspunktet ble betalt for opsjonen (Damodaran, 2006, pp. 443-444). Eksempler på realopsjoner er patent eller en leieavtale. Utfordringer man kan møte på ved å benytte metoden er at mange av variablene som brukes er vanskelig å estimere i praksis, og usikkerheten knyttet til estimatet blir svært stort. Muligheten for at et stabilt og modent selskap skal operere i en type virksomhet hvor realopsjoner vil forekomme er begrenset.

3.2 Valg av metode

Hvilken metode som er mest hensiktsmessig å anvende avhenger av en rekke faktorer. Blant annet hvor mye tid man har til disposisjon, tilgang på informasjon, krav til pålitelighet, hvilken bransje selskapet opererer i og hvilken fase av livssyklusen selskapet er i (Kaldestad & Møller, 2016, p. 33). For det første er det her snakk om en masterutredning, slik at vi har god tid til disposisjon. For det andre har Marine Harvest vært børsnotert i flere år og nødvendig informasjon for å kunne utarbeide prognoser for fremtiden er således tilgjengelig. For det tredje er det kun dette ene selskapet vi skal verdivurdere og kravet til pålitelighet vil derfor være større enn om selskapet ble verdivurdert som en del av en portefølje. Dette taler for at vi bør gjennomføre en fundamental verdivurdering. Før et valg tas er det imidlertid relevant å se på hvor i livssyklusen selskapet befinner seg.



Figur 3.1: Utfordringer i verdsettelsen sett i forhold til selskapets livssyklus (Damodaran, 2012, p. 645)

Bransjen Marine Harvest operer i bærer preg av å være en syklisk bransje, og man kan derfor til tider oppleve en noe ustabil inntjening. I de senere årene har bransjen opplevd en oppgangskonjunktur som har ført til høye resultater. I følge Marine Harvest sitt kvartalsregnskap for andre kvartal 2017 var det deres beste kvartal noensinne. Dette kan indikere at selskapet fortsatt befinner seg i en vekstfase. På den andre siden sørger konsesjonsordningen for at både selskapet og bransjen har hatt en relativt stabil vekst opp gjennom årene. I tillegg har selskapet vokst seg til å bli et helintegrert selskap som produserer alt fra smolt og fiskefôr til ferdig pakke de lakseporsjoner. Dersom man sammenligner overnevnte informasjon med figur 3.1 virker det mest realistisk å konkludere med at Marine Harvest befinner seg et sted mellom en bransje i vekst og moden fase.

For virksomheter i en moden fase er det fundamental verdsettelse som er anbefalt. Vi velger derfor å benytte denne som hovedmetode. Som supplement vil vi benytte en komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatormodeller for å kontrollere at verdiestimatet er pålitelig (Knivsflå, 2017r).

For å utarbeide analysen vil vi benytte rammeverket fra Knivsflå sitt kurs BUS 440. I første del av verdsettelsen vil vi utføre en strategisk analyse for å bli kjent med både interne og eksterne forhold som påvirker bransjen og selskapet. Videre vil vi utarbeide en regnskapsanalyse og et fremtidsregnskap før vi gjennomfører den fundamentale verdsettelsen. Avslutningsvis vil vi gi en handelsanbefaling basert på vårt beste verdiestimat.

4. Strategisk analyse

Formålet med en strategisk analyse er å finne ut hva det er som skaper økonomisk lønnsomhet i selskapet. Opererer Marine Harvest i en bransje som er svært lønnsom eller besitter de spesielle konkurransefortrinn? Hvilke eksterne forhold kan påvirke selskapets drift og således avkastningen? Den strategiske analysen skal blant annet gi oss svar på disse spørsmålene og samtidig gjøre oss rustet til å utføre realistiske prognoser i regnskapsanalysen.

For å besvare de overnevnte spørsmålene vil vi bruke en PESTEL-analyse for å analysere de makroøkonomiske forholdene. Ved hjelp av denne analysen vil vi få avklart om det er noen makroøkonomiske forhold som selskapet er spesielt utsatt for (Knivsflå, 2017b). Videre vil vi bruke av en bransjeanalyse for å finne ut om bransjelønnsomheten i lakseindustrien er spesielt sterk, før vi tilslutt utfører en internanalyse for å se om selskapet besitter spesielle konkurransefortrinn som gjør at de kan oppnå en høyere lønnsomhet enn andre selskap i samme bransje.

4.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen vil hjelpe oss med å analysere de makroøkonomiske forholdene. PESTEL-analysen kategoriserer makroforholdene inn i seks hovedområder: politisk, økonomisk, sosialdemografisk, teknologisk, miljømessig og juridisk. De politiske forholdene forteller oss blant annet noe om hvor stor innflytelse myndighetene har, mens de økonomiske forholdene referer til økonomiske faktorer som rente, konjunktursykluser og økonomiske vekstrater. Sosialdemografiske faktorer inkluderer både demografi og endringer i kulturer, mens teknologiske faktorer fokuserer på innovasjoner. Til slutt ser man på de miljømessige faktorene som tar for seg problemer som fokuserer på bærekraft i bransjen og de juridiske faktorene som gir innsikt i særskilte lovreguleringer som selskapet er underlagt (Whittington, et al., 2012). Vi vil nå steg for steg gå gjennom hver av de seks hovedområdene:

- Politiske
- Økonomiske
- Sosiodemografiske
- Teknologiske
- Miljø
- Juridiske

Politiske faktorer

For å kunne drive et oppdrettsanlegg må man tildeles konsesjoner fra myndighetene. Myndighetene velger fritt hvem som skal tildeles konsesjonene, og dette avgrenser muligheten for å etablere seg på markedet. I tillegg tildeles det konsesjoner svært sjeldent, og

siste utdeling var i 2014. Konsesjonene begrenser maksimal produksjon for hvert selskap og næringen totalt sett. Før et oppdrettsanlegg kan tas i bruk må det gjennom en omfattende godkjenningssprosess hvor det blant annet blir satt en begrensning for hvor mye fisk som til enhver tid kan stå på området. Dette avhenger av faktorer som beliggenhet og miljøforhold på det aktuelle stedet. Dette blir omtalt som MTB, maksimalt tillatt biomasse. I tillegg er det en begrensning for hvor mye fisk selskapet kan ha stående i hver merd. Dette fordi man skal kunne begrense rømming av fisk dersom det skjer havari av en merd. Man har også det som kalles maksimal produksjon på selskapsnivå som avhenger av antall og hvilke typer konsesjoner selskapet har. En konsesjon begrenser MTB til 780 tonn, med unntak av Troms og Finnmark hvor det er tillatt med 945 tonn. (Fiskeridirektoratet, 2017a).

Videre har vi sett at politiske uenigheter kan ha betydning for lakseeksporten og således selskapets vekstmuligheter. De siste årene har vi opplevd at både Kina og Russland har besluttet å boikotte norsk laks.

Da Nobelkomiteen i 2010 besluttet at Lui Xiaobo skulle tildeles Nobels Fredspris brøt Kina all politisk kontakt med Norge, og import av norsk laks ble stanset umiddelbart. Man forventet da at dette i stor grad skulle prege norsk lakseeksport, men det har i ettertid vist seg at boikotten ikke fikk de store konsekvensene man hadde ventet. Aktørene fant metoder for å omgå sanksjonene, blant annet ved å få inn norsk laks via Hongkong og Vietnam. Denne løsningen var imidlertid uheldig for forbrukerne ettersom produktene ble fordyret. (Risbråthe, 2015). Norges fiskeriminister og Kinas minister for veterinærmyndigheter signerte i april 2017 en avtale om import og eksport av matvarer, og det kan dermed se ut til at det politiske forholdet er forbedret (Regjeringen, 2017d). Per august 2017 har Kina derimot ennå ikke åpnet for å ta imot norsk eksportlaks (Framtid i Nord, 2017)

Videre har EUs involvering i Ukraina påvirket lakseeksporten til Russland, som for øvrig er det største enkeltmarkedet for norsk sjømat. I 2014 valgte Russlands president Vladimir Putin å boikotte blant annet norsk laks. For Marine Harvest sin del ser ikke dette ut til å ha de store konsekvensene siden de har mulighet for å importere laks til Russland via blant annet Færøyene eller Chile, som ikke er en del av EU og dermed ikke rammet av utestengelsen. For

andre selskaper som ikke er etablert i land utenfor EU, kan dette derimot skape utfordringer (Breivik, 2016b).

Politiske forhold har altså stor innflytelse i næringen og reguleringene fra myndighetene begrenser i stor grad produksjonsvolumet som igjen kan påvirke selskapets lønnsomhet.

Økonomiske faktorer

Tilbud: Den lange produksjonstiden og lisensordningen gjør det vanskelig å øke tilbudet av laks på kort sikt. Andelen smolt som blir satt i sjøvann kan imidlertid gi et estimat på hvor lakseprisen vil ligge i fremtiden.

Valuta: Marine Harvest handler på kryss av landegrensene og dermed også i ulike valuta. Det er alltid en risiko forbundet med å handle i ulike valuta og de største aktørene er dermed som oftest sikret ved hjelp av valutakontrakter. Fordelene med dette er at man til en viss grad unngår risikoen som er knyttet til valutasingningene i markedet. En slik type kontrakt kan imidlertid påvirke resultatet både positivt og negativt ut i fra hvordan valutaen utvikler seg. Ettersom store deler av laksen som blir produsert i Norge eksporteres til land innen EU, påvirkes eksportørene i stor grad av hvor sterk/svak euroen er. En svak norsk krone er godt nytt for norske lakseeksportører på kort sikt. På lang sikt er oppdrettsselskapene derimot avhengig av hvor stor andel av kostnadene som omgjøres fra fremmed valuta (Jensen, 2008). Marine Harvest har imidlertid valgt å endre sin presentasjonsvaluta til euro med bakgrunn i at det er den dominerende handelsvalutaen i selskapet. De vil nå i størst grad påvirkes av singningene i euro fremfor hvor sterk/svak den norske kronen er i forhold til euroen.

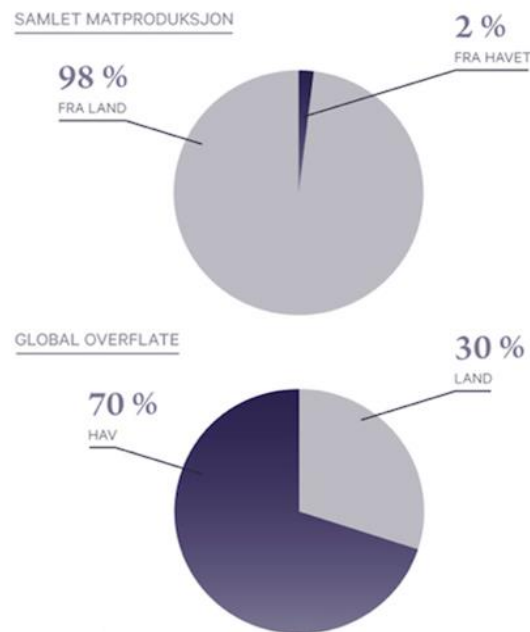
Rentenivå: Oppdrettsnæringen er en relativt kapitalintensiv bransje hvor det blir gjort store investeringer i forskning og utvikling, ny teknologi og utbedring av slakteanlegg. Renten i Norge er i dag svært lav, og i september 2017 var styringsrenten på 0,5 prosent. Norges Bank antar dessuten at styringsrenten vil bli liggende på dette nivået den nærmeste fremtiden. (Norges Bank, 2017). Man må derimot kunne forvente at økonomien på et tidspunkt vil ta seg opp igjen, og renten vil da øke. Dersom renten øker kan lønnsomheten på prosjektene reduseres.

Laks er ikke avhengig av få dominerende markeder, og produktet er derfor mindre konjunkturfølsom enn andre typer sjømat som for eksempel klippfisk og torsk (Fondenes, 2010).

Sosiodemografiske forhold

FN antar at vi innen 2050 vil være 9,7 milliarder mennesker på jorden, og gitt at konsumeringen holder seg lik som i dag, vil dette føre til at etterspørselen etter proteinkilder øker med 35%. FN antar imidlertid at etterspørselen vil dobles. For å opprettholde en bærekraftig utvikling på jorden er det dermed nødvendig at mer av matforsyningen kommer fra alternative proteinkilder til kjøtt og storfe. Sjømat slipper ut svært lite CO₂ i forhold til andre proteinkilder og kan være et bra alternativ. Mange er derimot skeptisk til den høye veksten i akvakulturen siden småfisken som brukes til å produsere eksempelvis fôr i oppdrettsnæringen, er helt nødvendig for havets økosystem. Overfiske av småfisken vil således kunne true økosystemet i hele verden (Grønli, 2004). I følge Laksefakta (2016) har imidlertid flere førselskaper begynt å bytte ut marine råvarer med vegetabiliske ingredienser slik at omtrent 30% av fôret består av marine råvarer, mens de resterende ingrediensene er fra vegetabiliske råvarer.

Per i dag kommer kun 2% av matforsyningen i verden fra havet, til tross for at 70% av jordens overflate er vann. Om FNs antakelser er korrekte kan man forvente en økt etterspørsel etter laks de neste årene. En slik endring vil derimot kreve at forbrukerne til dels endrer sine vaner og matkulturer.



Figur 4.1: Samlet matproduksjon i verden, kontra hvor stor del av verdens overflate som er vann. (Marine Harvest, u.å-a)

Vi ser blant annet at helsemyndighetene i både Norge og USA har forsøkt å påvirke befolkningen ved å anbefale at man spiser fisk til middag 2-3 ganger i uken. Utfordringen er imidlertid at kun en liten andel av befolkningen faktisk følger disse anbefalingene, samt at befolkningen i USA har liten kunnskap om hvordan fisk skal tilberedes. For å kunne nå ut til kundene er det derfor helt avgjørende at næringen klarer å formidle kunnskap om fiskens helsefordeler og hvordan man tilbereder fisk. Marine Harvest har blant annet møtt denne utfordringen ved å tilpasse produktene individuelt til hvert marked. Dette vil vi komme tilbake til senere i kapittelet, men så langt kan det se ut til at tilgjengeligheten av ferske og porsjonerte produkter har ført til en økning i salget av laks i USA.

Videre er det en økende trend etter sunne og bærekraftige proteinkilder, spesielt i utviklingsland. I utviklingsland forventer man dessuten en økning i middelklassen, og at kjøpekraften blant befolkningen vil øke. Hvorvidt salget av laks vil øke på grunn av dette kan det imidlertid stilles spørsmål ved. Bakgrunnen for skepsisen er at prisen på laks er relativt høy i forhold til substitutter som kylling, storfe og svin. Vi tror derfor at økningen av salget blant middelklassen i størst grad vil avhenge av hvor godt næringen klarer å formidle fordelene ved å spise laks. Eksempelvis at laks er lett å tilberede, et sunt alternativ til andre proteinkilder og smaken (Stranden, 2016).

En faktor som taler imot vekst i konsumeringen er Helsedirektoratets rapport om utvikling i norsk kosthold fra 2017. Rapporten viser at nordmenn spiser mindre og mindre fisk, mens forbruket av kjøtt øker (Helsedirektoratet, 2017).

Ut i fra overnevnte har næringen et stort potensiale for vekst. Dette forutsetter derimot at man klarer å utnytte de mulighetene som finnes, samt at man klarer å formidle fordelene ved laks til forbrukerne. Vi ser også at en vekst i befolkningen ikke nødvendigvis vil føre til en økning i etterspørselen etter laks.

Teknologiske faktorer

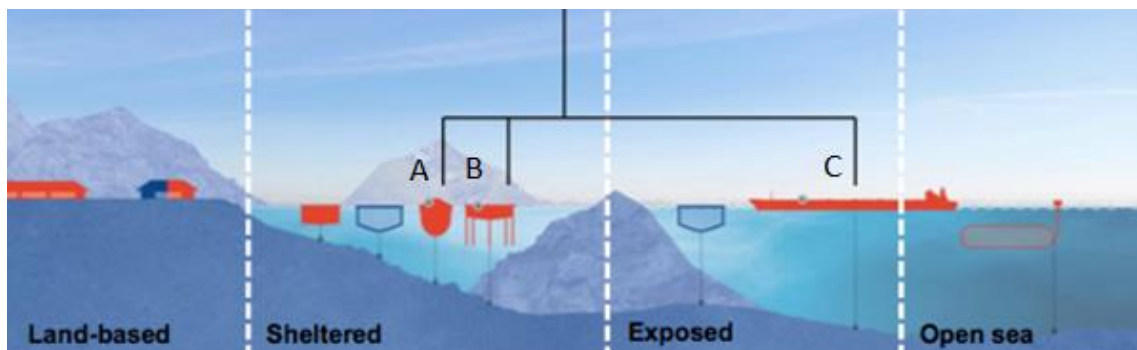
For at veksten i bransjen skal kunne fortsette krever dette at aktørene er villige til å utvikle ny teknologi som kan møte utfordringene som bransjen står ovenfor. Innovasjon av ny teknologi er helt avgjørende for at man skal kunne løse utfordringer knyttet til blant annet lakselus og rømming. Dette er faktorer som per i dag er svært kostnadskrevenne for aktørene i bransjen og gjør at myndighetene ikke ønsker en videre vekst i produksjonsvolum. Uten ny teknologi vil dette således true lønnsomheten i bransjen og næringen må derfor være villig til å samarbeide samt investere i forskning og utvikling. Dersom bransjen lykkes med å utvikle ny teknologi som løser utfordringene, antar man at man vil kunne få en årlig produksjonsvekst som er betydelig høyere enn prognosen på 3%.

For å motivere aktørene til å utvikle ny teknologi deler Fiskeridirektoratet ut såkalte utviklingstillatelser innen havbruk. Dette er særtillatelser som tildeles prosjekter som innebærer betydelig innovasjon og betydelige investeringer. Formålet med tillatelsene er å motivere til at det utvikles ny teknologi og nye løsninger som reduserer de biologiske utfordringene næringen står overfor (Fiskeridirektoratet, 2017e). Et krav er at teknologien som utvikles skal deles slik at den kommer hele næringen til gode, jf.

laksetildelingsforskriften kapittel 5 (Lovdata, 2005).

Per august 2017 hadde Fiskeridirektoratet mottatt 61 søknader i forbindelse med utviklingstillatelsene, hvorav 5 av disse har fått tilsagn. To av disse er gitt til SalMar og Marine Harvest henholdsvis for konseptene "Havmerd" og "Egget" (Fiskeridirektoratet, 2017d).

Myndighetene har også lansert en ny type "grønne" tillatelser som har som formål å motivere aktørene til å utvikle ny teknologi som kan være til nytte for hele bransjen.



Figur 4.2: Illustrasjon av ulike teknologi i bransjen (Marine Harvest, 2017)

De oransje objektene på figur 4.2 illustrerer fremtidige løsninger innen oppdrett, mens de blå illustrerer de tradisjonelle oppdrettsanleggene. Som man kan se er de nye løsningene mer "lukket" enn dagens tradisjonelle merder. Marine Harvest utvikler stadig nye metoder for lukket produksjon i sjøen. "Egget" (A) er 44 meter høy og 33 meter bred, og 90% av anlegget vil bli liggende under vann (Berge, 2016). "The Marine Donut" (B) er 3000m³ med høy sirkulasjon. Oppdrett i skip (C) som rommer 70.000 m³ er derimot konstruert for mer eksponerte områder.

Ny teknologi kan altså være med på å løse noen av de utfordringene vi var inne på i kapittel 2, og føre til at bransjen oppnår en høyere vekst og lønnsomhet.

Miljømessige faktorer

WWF-Norge har i mange år hatt fokus på å lage en standard for bærekraftig produksjon av oppdrettslaks. Organisasjonen jobber mot at produsenter og innkjøpere skal bli miljøsertifisert, og lanserte i 2012 ASC-standard. En slik sertifisering innebærer at visse miljøkrav må være oppfylt. Blant annet ingen rømming, minimalt med lus i sårbare perioder og fôr fra 100 prosent bærekraftig fiske.

Marine Harvest var det første selskapet som forpliktet seg til bærekraftig drift og ASC-sertifisering. I tillegg har selskapet siden 2008 samarbeidet med WWF for å redusere miljøpåvirkningen fra fiskeoppdrett. Gjennom samarbeidet er de to enig om å finne løsninger på de vesentlige utfordringene som finnes i bransjen (WWF, u.å-b).

Videre tildelte Fiskeridirektoratet "grønne tillatelser" i 2014. Formålet med de grønne tillatelsene er å redusere utfordringene knyttet til rømming av oppdrettsfisk og spredning av lakselus. Tillatelsene er inndelt i gruppe A, B og C, og blir tildelt selskaper som forplikter seg til å ta i bruk løsninger som reduserer miljøutfordringene. Der en tillatelse i gruppe A og B krever at søkeren "forplikter seg til å ta i bruk teknologiske eller driftsmessige løsninger som sammenlignet med de løsningene som er i alminnelig kommersiell bruk i dag, reduserer miljøutfordringene" (Fiskeridirektoratet, 2017b). For gruppe C gjelder de samme kravene, men her er det i tillegg et krav om at løsningene reduserer miljøutfordringene *vesentlig*. Marine Harvest ble i 2014 tildelt en tillatelse i gruppe C.

Norske myndigheter kunngjorde i januar 2017 en ny forskrift med sikte på å sikre bærekraftig vekst i bransjen. I henhold til produksjonsområdeforskriften skal den "fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en miljømessig bærekraftig utvikling og bidra til verdiskapning på kysten, ved opprettelse av produksjonsområder og regulering av produksjonskapasitet for akvakultur med laks, ørret og regnbueørret" (Lovdata, 2017a). Dette vil si at dersom departementet anser miljøpåvirkningen i et område som uakseptabel kan de velge å nedjustere produksjonskapasiteten. Motsatt kan de ved akseptabel miljøpåvirkning lyse ut tilbud om nye tillatelser og økning av produksjonskapasiteten. Selskapene blir på denne måten tvunget til å ta hensyn til miljøet i området de operer. Hvis ikke kan de risikere at produksjonsnivået reduseres.

En annen viktig miljøfaktor er klimautfordringene som verden står ovenfor. Optimal temperatur for produksjon av laks er mellom 8-14 grader, og på grunn av dette får vi en naturlig begrensning i hvor oppdrettslaks kan produseres. Om klimaendringene vi står overfor resulterer i høyere vanntemperaturer vil vi kunne få færre områder hvor det er optimalt å produsere laks og kraftige værkatastrofer. Der de kraftige værkatastrofene kan føre til flere tilfeller av rømming.

Vi ser at miljøfokus og endringene i miljø som verden står ovenfor skaper endringer og strengere krav til aktørene i bransjen.

Juridiske faktorer

Det er i hovedsak Akvakulturloven som regulerer oppdrettsselskapenes forhold til miljøet. Loven stiller krav til hvordan oppdrett skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig måte. Formålet med loven er i henhold til lovens §1 å "fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling og bidra til verdiskapning på kysten" (Lovdata, 2005). Dersom akvakulturloven blir overtrådt kan det få konsekvenser i form av sanksjoner mot selskapet.

I tillegg til Akvakulturloven regulerer også Matloven og Forurensningsloven driften og miljøpåvirkningen av et oppdrettsanlegg. Juridiske faktorer begrenser dermed i stor grad oppdrettsnæringens handlingsrom.

4.2 Porter's Five Forces

Ved hjelp av Porter's Five Forces kan selskapet forstå strukturen i bransjen og således velge en posisjon som er mer lønnsom og mindre utsatt for konkurranse. Hvor lønnsomt det er å operere i en bransje handler ikke kun om rivalisering mellom konkurrenter, men blir også påvirket av faktorer som:

- trusselen fra nye aktører
- leverandørenes forhandlingsmakt
- kundens forhandlingsmakt
- trusselen fra substitutter.

Resultatet som man kommer frem til ved å analysere disse fem kreftene gir informasjon om bransjens struktur og hvor konkurranseutsatt bransjen er (Porter, 2008). Scorer alle de fem kreftene høyt, er det ikke attraktivt å etablere seg i bransjen. Det vil i en slik situasjon være for mye press på aktørene til at det er mulig å oppnå ønsket profitt.

Vi vil i de følgende avsnittene se på de fem ulike konkurransekraftene i henhold til Porter's "The Five Competitive Forces That Shape Strategy" (2008).

4.2.1 Trusselen fra nye aktører

Muligheten for å etablere seg i bransjen har åpenbart mye å si for graden av konkurranse. Jo lettere det er for nye aktører å etablere seg, jo vanskeligere blir det for eksisterende aktører å oppnå profitt. Dette fordi de hele tiden må holde prisene nede eller øke investeringene for å avskrekke nye konkurrenter. Det er med andre ord ikke svært lønnsomt å operere i en bransje med lave etableringsbarrierer. Eksempler på etableringsbarrierer er stordriftsfordeler, reguleringer/lovgivning og differensiering.

Dersom en aktør har oppnådd stordriftsfordeler vil en nyetablert aktør ha relativt høyere etableringskostnader inntil de oppnår tilsvarende volum som konkurrenten. I tillegg har eksisterende aktører over lengre tid opparbeidet seg en erfaring og kunnskap om hvordan prosesser kan utføres mer effektivt og dermed oppnå lavere kostnader. Dette kan hindre nye aktører å komme inn på markedet. Rett og slett fordi det blir for dyrt å produsere i forhold til konkurrentene.

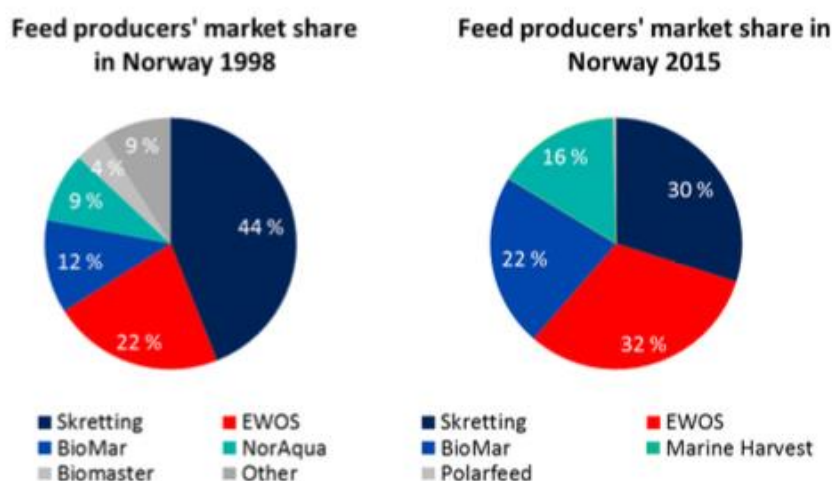
Videre kan både restriksjoner og lovgivning fra myndighetene gjøre det vanskelig for nye aktører å etablere seg på markedet. I PESTEL-analysen ble det blant annet belyst at laksenæringen er strengt regulert av myndighetene og konsesjonsordningen. Før man kan etablere seg i bransjen må man enten bli tildelt konsesjoner fra myndighetene eller kjøpe konsesjoner fra allerede etablerte selskaper. Utdeling av slike konsesjoner skjer som nevnt sjelden, spesielt etter at myndighetene har fått et større fokus på en bærekraftig utvikling i bransjen.

Bransjen har de siste årene oppnådd svært god lønnsomhet, og det er da klart at flere ønsker å komme på banen og etablere seg. Ettersom det hele tiden utvikles nye metoder for å produsere laks på må aktørene følge med i den teknologiske utviklingen for å bevare lønnsomheten. Et eksempel er landbasert oppdrett. Konkurransen fra landbasert oppdrett vil imidlertid ikke kunne merkes før om noen år ettersom laks har en produksjonstid på 3 år og utviklingen av optimale anlegg vil ta tid.

Konsesjonsordningen taler for at trusselen fra nye aktører bør anses som relativt lav på kort sikt, men på lengre sikt gjør nye metoder og den gode lønnsomheten oppdrettsbransjen attraktivt for nye aktører. Trusselen fra nye aktører anses dermed som moderat.

4.2.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

En leverandør som har høy forhandlingsmakt kan utgjøre en trussel fordi den har mulighet for å ta en høyere pris og begrense kvaliteten på sine varer og tjenester. Dette kan i stor grad påvirke selskapets kostnader og gjøre det vanskelig for selskapet å overleve. En leverandør har høy forhandlingsmakt dersom leverandørene er få og store, det er høye byttekostnader forbundet ved å bytte til en annen leverandør og leverandøren lett kan kutte kunder som opptrer som mellommenn.



Figur 4.3: Fôrprodusenter i 1998 og 2015. (Marine Harvest, 2017)

Fôr er den største kostnaden til oppdrettsselskapene. Som figur 4.3 viser har leverandørene av fôr blitt mye mer konsentrert de siste årene, og per i dag finnes det kun tre fôrprodusenter utenom egenproduksjonen til Marine Harvest. Dette taler for at leverandørene har høy forhandlingsmakt og dermed kan utgjøre en trussel for selskapet. Marine Harvest startet imidlertid egen fôrproduksjon i 2014 og har dermed redusert deler av risikoen knyttet til leverandørenes forhandlingsmakt. På denne måten kan de lettere kontrollere både kostnaden og kvaliteten på sine produkter.

Trusselen fra leverandørene anses dermed som lav.

4.2.3 Kundenenes forhandlingsmakt

En kunde som har mye makt kan tvinge prisene ned, kreve bedre kvalitet og service, samt sette aktørene i bransjen opp mot hverandre. Dette går på bekostning av bransjens lønnsomhet.

Dersom kundene er få og store og tilbyderne på markedet er mange, vil selskapet bli satt i en presset posisjon. Laksenæringen leverer imidlertid varene sine til kunder i hele verden. Vi har blant annet erfart at Russland og Kina har boikottet norsk laks uten at dette har gått utover lønnsomheten i bransjen.

Videre er det relevant om kundene har høy/lav byttekostnad forbundet med å skifte til en annen leverandør. Laks er et homogent produkt og det er lite som skiller produktene fra hverandre med mindre selskapet benytter produkt differensiering. Kundene vil dermed oppsøke den leverandøren som tilbyr produktet til lavest mulig pris. Differensiering av produktene vil være viktig for å unngå at kundene går til andre leverandører. Ulike måter man kan differensiere seg på er gjennom kunderelasjoner, merkevare og produktbredde. I bransjen har man imidlertid sett at aktørene i større grad har begynt å produsere såkalte value-added produkter for å differensiere seg fra konkurrentene. Det er derimot vanskelig å skape et varig fortrinn på bakgrunn av dette ettersom strategien er lett å imitere.

Europa utgjør det største markedet og står for 70% av selskapets totale inntekter. I PESTEL-analysen så vi at Marine Harvest ikke har blitt nevneverdig påvirket av verken situasjonen med Kina eller Russland. Ettersom Russland var det mest verdifulle markedet for norsk laks før boikotten (Norges Sjømatråd, 2017a), taler dette for at risikoen knyttet til bortfall av enkeltkunder ikke er stor for Marine Harvest sin del. For mindre selskaper kan et bortfall av enkeltkunder derimot utgjøre en større risiko (Breivik, 2016b).

Kundenenes forhandlingsmakt anses som moderat.

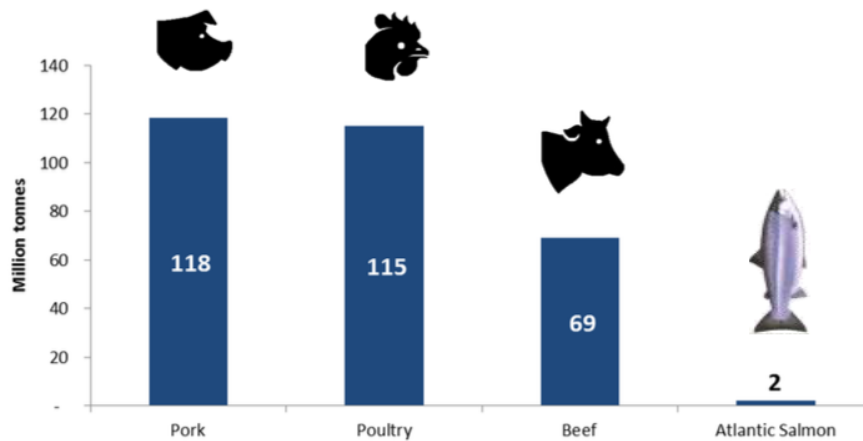
4.2.4 Trusselen fra substitutter

Med substitutt mener vi et produkt eller en tjeneste som ikke er innenfor samme bransje, men som likevel har samme eller lignende funksjon og derfor må anses som en konkurrent.

Substitutter kan redusere etterspørselen etter et produkt fordi kunden velger å bytte til et annet alternativ. Dersom trusselen fra substitutter er høy reduseres bransjens lønnsomhet. Her er det flere forhold som kan påvirke trusselen; forholdet mellom pris og ytelse, prisnivå og hvor mange alternative produkter det finnes på markedet.

Alternative produkter for oppdrettslaks kan være mange. Det mest nærliggende er andre typer fisk og sjømat, som eksempelvis torsk, sild, makrell, steinbit, ørret, reker osv. Foruten om smak, vil det i hovedsak være pris som skiller disse produktene fra hverandre. Dersom lakseprisen er høy vil kundene velge andre typer fisk siden dette inneholder samme næringsinnhold.

Videre så vi i PESTEL-analysen at kun 2% av verdens proteinkilder kommer fra havet. Dette forteller oss at store deler av verdens befolkning velger proteinkilder fra land, som eksempelvis storfe, svin og fugl. Dette er alternative produkter til oppdrettslaks, og som vi ser av figur 4.4 er konsumeringen av svin, fugl og storfe enormt mye større i forhold til atlantisk laks. Dette kan skyldes forhold som at det noen steder er vanskeligere å få tak i laks enn de alternative produktene samt at prisen på atlantisk laks er relativt dyrt i forhold til svin, fugl og storfe. På den andre siden er det nå et stort fokus på en mer bærekraftig utvikling og det har blitt mer trendy å spise sunt og bærekraftig. Både fisk og et plantebasert kosthold vil kunne være et mer bærekraftig alternativ til de store mengdene kjøtt som blir konsumert i verden i dag. Vi så derimot i PESTEL-analysen at svært få velger å følge helsemyndighetenes råd om å spise fisk 2-3 ganger i uken.



Figur 4.4: Konsumering av laks i forhold til andre proteinkilder (Marine Harvest, 2017)

På bakgrunn av overnevnte velger vi å anse trusselen fra substitutter som høy.

4.2.5 Rivalisering blant eksisterende konkurrenter

Konkurrenter er selskaper som tilbyr lignende produkter og tjenester, og som retter seg mot samme kundegruppe. I en bransje hvor rivaliseringen er høy vil markedet som oftest være preget av priskrig og aggressiv annonsering. Videre vil dette føre til at marginene reduseres og kostnadene øker. Rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter er blant annet høy når konkurrentene er omtrent like store, det er lav vekst i bransjen, det er lav differensiering og selskapene har høye faste kostnader.

Marine Harvest er relativt mye større enn sine konkurrenter på det norske markedet. På det globale markedet er derimot konkurrentene mer lik i størrelse og dette kan videre føre til rivalisering i form av aggressiv markedsføring og priskrig.

Laks er et relativt homogent produkt og aktørene er dermed avhengige av å spille på pris og være kostnadseffektive for å kunne overleve. Dette kan føre til rivalisering mellom konkurrentene. I tillegg har veksten i bransjen mye å si for om rivaliseringen er høy eller lav. I laksenæringen har veksten vært svært høy de siste årene, og behovet for rivalisering er derfor lavt. Dette kommer av at man i bransjer med høy vekst ikke har behov for å stjele markedsandeler fra andre aktører, men heller kan vokse med markedet. Veksten i ett selskap går dermed ikke på bekostning av veksten i et annet selskap.

Bransjen har høye faste kostnader knyttet til investeringer i ny teknologi, forskning og utvikling. Det er i en slik bransje typisk at rivaliseringen blir høy fordi selskapene må forsøke å spre kostnadene ved å øke volumet. I laksenæringen er imidlertid produksjonsvolumet begrenset til antall konsesjoner og MTB, og rivalisering på grunn av høye kostnader blir dermed unødvendig og irrelevant.

For å kunne skille seg fra konkurrentene må de ulike aktørene i bransjen benytte produkt differensiering. I markeder hvor produkter er dårlig differensiert er det lite som stopper kunden fra å bytte til konkurrentene, og aktørene må derfor konkurrere basert på pris. Hvordan Marine Harvest differensierer seg fra sine konkurrenter vil diskuteres nærmere i avsnitt 4.3.1.

Rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter antas å være moderat

4.3 Intern analyse

I denne delen av analysen skal vi se på hvorvidt selskapet innehar noen ressurser som gir dem et konkurransefortrinn i forhold til bransjen. Et konkurransefortrinn kommer i hovedsak av selskapets evne til å skape verdi for sine kunder. Dette kan eksempelvis være at de tar en lavere pris enn konkurrentene for tilsvarende goder eller at godet har visse fordeler som forsvaret en høyere pris (Porter, 1985). For å identifisere om selskapet har ressurser som kan gi dem et konkurransefortrinn benytter vi både en KIKK-analyse og en VRIO-analyse.

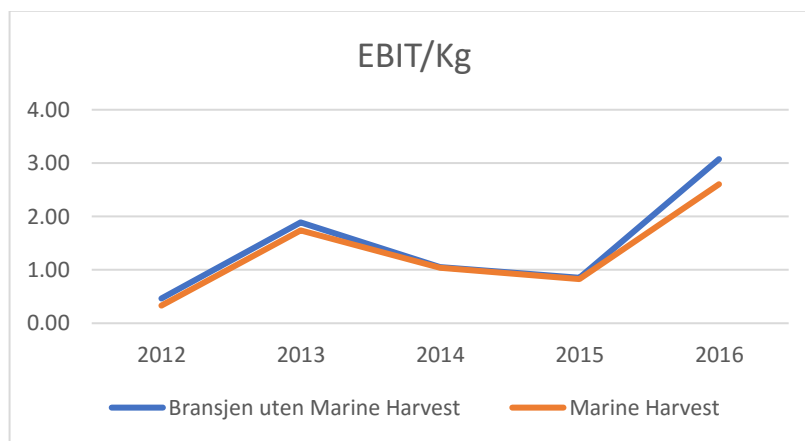
4.3.1 KIKK-analyse

En KIKK-analyse brukes til å finne kildene til selskapets eventuelle konkurransefortrinn. I følge modellen kan et selskap oppnå konkurransefortrinn gjennom (Hill & Jones, 2009):

- Kostnader
- Innovasjon
- Kvalitet
- Kundeorientering

Kostnader

Stordriftsfordeler og kostnadsstruktur kan være kilder til konkurransefortrinn. På grunn av Marine Harvest sin størrelse er det grunn til å tro at de kan være i besittelse av stordriftsfordeler. Selskapet har flere konsesjoner enn noen andre aktører på markedet og senest i 2017 kjøpte de opp selskapet Grey Aqua Group som ga dem to konsesjoner i New Brunswick, syv konsesjoner i Newfoundland samt et prosesseringsanlegg i Newfoundland (Hosteland, 2016). I tillegg kjøpte de i 2013 opp det polske selskapet Morpol som ga dem flere konsesjoner i Skottland og Norge, samt styrket selskapets eksisterende prosesseringsvirksomhet. At den eksisterende virksomheten blir større betyr imidlertid ikke at de automatisk er i besittelse av stordriftsfordeler. Kostnadene forbundet med de nye anleggene kan være stor og skape ulemper som eksempelvis redusert effektivitet. For å vurdere om det er tilfellet, vil vi analysere forholdet mellom EBIT og slaktevolum for de fem selskapene Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood, Lerøy Seafood Group ASA og Norway Royal Salmon for å se om Marine Harvest faktisk er kostnadsledende. Analysen vil gjelde for årene 2012 til 2016. 2017 ekskluderes ettersom vi ikke er kjent med endelig produksjonsvolum for dette året.



Figur 4.5: EBIT/Kg-forholdet til bransjen og Marine Harvest

Ut i fra figur 4.5 ser vi at Marine Harvest for hele perioden 2012-2016 ligger under bransjen. Avviket er ikke stort, men for 2016 er det en forskjell på hele kr 0,47 per kg. Det er ikke hva vi forventet ut fra selskapets størrelse. Det er imidlertid verdt å merke seg at denne analysen inkluderer alle lokasjoner, inkludert Chile som har hatt store biologiske utfordringer.

Selskapene med store deler av produksjonen i Norge vil naturligvis få et høyere forhold enn selskap med høye produksjonsvolum i eksempelvis Chile (Rønning, 2014). Ettersom Marine Harvest har en større grad av sin produksjon i Chile enn resten av bransjen, er bransjen muligens et dårlig sammenligningsgrunnlag med tanke på kostnadseffektivitet. På den andre siden er biologiske utfordringer et kjent problem i bransjen og det må med høy sannsynlighet kunne sies at Marine Harvest ikke er den mest kostnadseffektive aktøren blant de 5 selskapene i analysen.

Innovasjon

Dersom et selskap prioriterer innovasjon betyr dette at de fokuserer på å utvikle eller videreutvikle nye produkter og prosesser. Vi skiller mellom produktinnovasjon og prosessinnovasjon. Produktinnovasjon vil si at en bedrift utvikler et produkt som er helt nytt på markedet eller utvikler egenskaper som er bedre enn konkurrerende produkter. Prosessinnovasjon derimot vil si at selskapet utvikler nye og mer effektive prosesser som videre kan føre til lavere produksjonskostnader (Hill & Jones, 2009, p. 88).

Laks er et homogent produkt hvor det er lite rom for produktinnovasjon utover videreforedling. De siste årene har Marine Harvest imidlertid investert store beløp i prosessinnovasjon som eksempelvis "Egget" og "Marine Donut" som har som mål å blant annet møte utfordringer knyttet til lus og rømming. Marine Harvest er en av få som har blitt tildelt utviklingstillatelser fra Fiskeridirektoratet for konseptet "Egget" Konseptet innebærer en helt ny lukket teknologi innen oppdrett som er formet som et egg. 90% av konstruksjonen vil ligge under vann, og konseptet vil kunne romme 1000 tonn laks. Formålet med konseptet er blant annet å kunne møte utfordringer som lakselus og rømming (Berge, 2016). I tillegg vil konseptet ta mindre plass i omgivelsene enn det et tradisjonelt oppdrettsanlegg gjør. I figur 4.6 kan man se en illustrasjon av konseptet.



Figur 4.6: Illustrasjon av konseptet "Egget" (Hauge Aqua, u.å)

Kvalitet

Dersom selskapet ønsker å oppnå høy kvalitet på sine produkter vil fokuset som oftest ligge på å utvikle et produkt med særegne egenskaper. Kvalitet kan øke kundens opplevde verdi av produktene, som videre vil føre til økt betalingsvillighet. Bedriften vil således kunne sette en høyere pris på sitt produkt.

På det globale markedet anses norsk laks som mer eksklusivt enn annen laks, og man oppnår på den måten en høyere pris. Det er imidlertid lite som skiller laksen fra de ulike norske selskapene fra hverandre, og det er vanskelig å se at kvalitet skal kunne skape et konkurransefortrinn i bransjen.

Kundeorientering

For at kundeorientering skal være en kilde til konkurransefortrinn må selskapet være bedre enn sine konkurrenter til å identifisere og tilfredsstille kundenes behov. Kundene vil oppleve verdien av produktene som høyere dersom de føler at bedriften møter deres behov (Hill & Jones, 2009, p. 91).

En utfordring knyttet til kundeorientering er at hvert land har ulike spisevaner og forretningskulturer. Selskapet må derfor ha evne til å møte hvert marked individuelt, både med tanke på produktspekter og markedsføring. Marine Harvest utvikler stadig nye prosesserte produkter som er tilpasset hvert enkelt marked, og møter på denne måten behovet til et større kundespekter. Produktene selges gjennom ulike merkevarer hvor hvert merke er

tilpasset kundenes preferanser i det unike markedet. Marine Harvest har på denne måten klart å få innpass i en rekke markeder. Kundeorientering antas å være en kilde til konkurransefortrinn.

Oppsummering

Ut i fra analysen kan det se ut til at kildene til konkurransefortrinn er kostnadsstruktur, kundeorientering og innovasjon. Ressurser som Marine Harvest innehar og som kan føre til overlegen kostnadsstruktur, kundeorientering og innovasjon er:

Stordriftsfordeler: Marine Harvest er dobbelt så stor som den nest største aktøren på markedet (Lerøy Seafood) målt i produksjonsvolum. Dette setter dem i en posisjon hvor det vil være mulig å produsere til en lavere kostnad per enhet enn konkurrentene. Selskapet besitter flere konsesjoner enn noen andre selskap i bransjen, og kjøpte blant annet nylig opp Grey Aqua Group i Canada som sikrer dem enda flere konsesjoner. I tillegg kjøpte de opp det polske selskapet Morpol i 2013. Dette oppkjøpet sikret dem flere konsesjoner og ga dem tilgang til prosesseringsanlegget i Polen. Selskapets størrelse og antall oppkjøp gir dem derimot ikke en automatisk fordel. Vi så i analysen av EBIT/Kg-forholdet at Marine Harvest ikke er mer kostnadseffektiv enn sine konkurrenter. Det må derimot nevnes at EBIT/Kg-forholdet kan være negativt påvirket av selskapets biologiske utfordringer i Chile. Samtidig antas det at effektiviteten knyttet til driften i Morpol ikke er fullt utnyttet enda, men at dette vil bedres på sikt. I tillegg forventer vi at selskapet har en viss forhandlingsmakt knyttet til størrelsen av virksomheten, men hvorvidt denne fordelene er større sammenlignet med de komparative virksomhetene, er vanskelig å se. Alt tatt i betraktning mener vi at det er rimelig å anta at selskapet er i besittelse av stordriftsfordeler.

Differensiering: Produktdifferensiering er ofte knyttet til noe som kan gi et selskap konkurransefortrinn, økt lønnsomhet og stabil inntjening. Gjennom produktdifferensiering kan man også øke verdiskapningen innen en rekke eksportbaserte bransjer. Poenget med differensiering er å skille produktet positivt fra konkurrentenes produkt (Bjørklund, et al., 2005). På denne måten kan man oppnå en høyere pris og få kundene til å etterspørre nettopp disse produktene. Det finnes flere måter å differensiere et produkt på. Man kan for eksempel differensiere ved hjelp av gode kunderelasjoner, dele produktene i flere merker eller bruke

ulike forpakninger på produktene. Marine Harvest har valgt å differensiere seg ved å bruke ulike merker som eksempelvis Rebel Fish, Ducktrap, Mowi Salmon og Kritsen. Både Rebel Fish og Ducktrap blir solgt i det amerikanske markedet. Forskjellen ligger i at Rebel Fish er fersk laks i porsjonspakker, mens laksen som selges gjennom merket Ducktrap er røkt. I tillegg selges Marine Harvest sine produkter i ulike forpakninger; hel fersk laks, porsjonspakninger, ferdigretter, filet og røkt laks.

I Norge opplever vi gjerne produkter av laks som lettvint og sunt, og terskelen for å spise laks til middag er lav. Det anses nærmest som hurtigmat for mange. I USA har situasjonen derimot vært en annen hvor kun et fåtall spiser laks til middag (Pareto Securities, 2017). I følge Marine Harvest har man derimot sett en økning i salget av laks etter at man introduserte porsjonspakninger (Rebel Fish) på markedet.

Utvikling av ny teknologi/ "Egget": Konseptet "Egget" er en lukket løsning som ifølge Marine Harvest selv vil styrke den konkurransefordelen som den norske bransjen allerede besitter gjennom skjermede kystnære områder. Utviklingen av "Egget" vil dessuten gjøre selskapet mer rustet til å møte de utfordringene som bransjen står ovenfor, samt sørge for at lakseproduksjonen blir utført mer kostnadseffektivt.

4.3.2 VRIO

Formålet med en VRIO-analyse er å kartlegge selskapets ressurser. Rammeverket er lagt opp til at man stiller fire spørsmål om ressurser som selskapet innehar: (1) Er ressursen verdifull, (2) er ressursen sjelden, (3) er ressursen ikke-imiterbar og (4) er ressursen utnyttet. Svarene fra disse fire spørsmålene avgjør hvorvidt et selskaps ressurser er en styrke eller en svakhet (Barney, 2011, p. 25). Dette gjør det videre mulig for oss å vurdere hvorvidt selskapet er i besittelse av midlertidige eller varige konkurransefortrinn.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Utnyttet	Resultat
Nei	-	-	-	Konkurranseulempe
Ja	Nei	-	-	Konkurranse på like vilkår
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 4.1: VRIO analyse

- **Verdifull:** en ressurs er verdifull når den gir et potensielt konkurransefortrinn i et marked til en kostnad som gjør det mulig for selskapet å oppnå ønsket avkastning.
- **Sjelden:** dersom ressursen kun finnes hos få eller ingen av konkurrentene, er ressursen sjelden.
- **Ikke-imiterbar:** for at ressursen skal kunne gi selskapet et langvarig konkurransefortrinn må ressursen være ikke-imiterbar. Dette vil si at det er vanskelig for konkurrentene å lage noe lignende som kan erstatte ressursen.
- **Utnyttet:** selskapet må ha tatt i bruk ressursen for å skape økonomisk verdi.

I KIKK-analysen fant vi at Marine Harvest har tre ressurser som kan gi selskapet et konkurransefortrinn. Spørsmålet er hvorvidt disse tre ressursene oppfyller kravene for å være et midlertidig eller varig konkurransefortrinn.

- **Stordriftsfordeler:** Stordriftsfordeler er verdifulle ettersom det fører til at selskapet kan produsere mer kostnadseffektivt enn sine konkurrenter. Innen oppdrettsnæringen skal det dessuten litt til for å oppnå stordriftsfordeler ettersom myndighetene er forsiktig med å dele ut nye konsesjoner. Dette fører til at selskapene i bransjen må kjøpe opp selskap som allerede er i besittelse av konsesjoner eller få utviklingskonsesjoner for å skape vekst. Ressursen anses derfor som sjelden. Hvorvidt det er helt umulig å imitere ressursen kan imidlertid diskuteres, og avhenger av tidshorisont. På grunnlag av analysen av EBIT/kg-forholdet til de ulike komparative selskapene velger vi å konkludere med at stordriftsfordelene er imiterbar innenfor vår

tidshorisont. Ressursen er i tillegg utnyttet, og konklusjonen blir således at selskapet er i besittelse av et midlertidig konkurransefortrinn.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Utnyttet	Resultat
Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 4.2: Oppsummering stordriftsfordel

- **Differensiering:** Differensiering er både en verdifull og sjelden ressurs, som i tillegg er utnyttet. Det er imidlertid vanskelig å tro at konkurrentene ikke vil komme etter og kopiere konseptene som blir utviklet, og vi velger derfor å konkludere med at Marine Harvest kun har et midlertidig konkurransefortrinn.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Utnyttet	Resultat
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 4.3: Oppsummering differensiering

- **Utvikling av ny teknologi/ "Egget":** Utvikling av ny teknologi vil gi selskapet mulighet til å produsere mer kostnadseffektivt. Vi må videre se på hvorvidt selskapets teknologiske utvikling, med "Egget" i spissen, oppfyller de overnevnte kravene. Det kan fort konkluderes med at utvikling av ny teknologi er både verdifullt og sjeldent ettersom det kan være kostnadsbesparende og muligens reduserer selskapets biologiske utfordringer. Utvikling av ny teknologi er i midlertid dyrt og for at selskapet skal få en fordel er det essensielt at teknologien tas i bruk og gir en fordel relativt til konkurrentene. Spørsmålet blir da videre om ressursen er utnyttet. Fiskeridirektoratet besluttet at konseptet "Egget" kun kvalifiserte til 4 utviklingstillatelser, til tross for at Marine Harvest hadde søkt om 14. Begrunnelsen til direktoratet var at de 14 tillatelsene som var søkt om var verdt mer enn 700 millioner kroner, som var det selskapet var villig til å investere i prosjektet. For å kunne prøve ut konseptet og oppnå stordriftsfordeler er det nødvendig med flere tillatelser. Dersom selskapet ikke oppnår dette, og det viser seg at konseptet ikke fungerer som ønsket, er

det fare for at Marine Harvest vil bli sittende igjen med en kostnadsulempe. Dette kan videre føre til at det blir vanskelig å konkurrere på det globale markedet hvor de andre aktørene fokuserer på å produsere effektivt i åpne oppdrettsanlegg i sjøen. (Berge, 2017). Ressursen er altså ikke utnyttet siden selskapet venter på ytterligere tilbakemelding fra Fiskeridirektoratet vedrørende de resterende tillatelsene. Det kan også nevnes at teknologien er imiterbar ettersom myndighetene krever at teknologien deles med bransjen. Konkurrentene vil dermed før eller siden kopiere eller erstatte konseptet til en mye lavere kostnad. Konklusjonen blir at selskapet besitter et midlertidig konkurransefortrinn.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Utnyttet	Resultat
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 4.4: Oppsummering utvikling av ny teknologi

3.4 SWOT-analyse

Den strategiske analysen vil oppsummeres ved hjelp av en SWOT-analyse. En SWOT-analyse er en effektiv måte å få oversikt over styrker og svakheter i selskapet. SWOT står for *styrker*, *svakheter*, *muligheter* og *trusler* (Store norske leksikon, 2017).

Styrker	Svakheter
- Verdens største produsent av atlantisk oppdrettslaks - Oppkjøp av allerede eksisterende selskap som sikrer flere konsesjoner - Differensiering - Ny teknologi - Moderate etableringsbarrierer	- Produksjon i Chile - Lang produksjonstid - Ikke mer kostnadseffektiv enn sine konkurrenter i følge EBIT/kg-forholdet - Ny teknologi er ikke tatt i bruk - Ingen varige konkurransefortrinn
Muligheter	Trusler
- Ny teknologi - Befolkningsvekst - Økende trend etter sunne og bærekraftige proteinkilder - Økning i eksisterende markeder: Asia og USA	- Alternative produkter - Biologiske utfordringer - Politiske forhold

Figur 4.7: SWOT-analyse

5. Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk og praktisk valg for regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en kvantitativ metode for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. Historisk regnskapsinformasjon gir et bilde av når og hvordan verdier blir skapt og benyttes for å kunne si noe om fremtiden. Empiri viser at i mange bransjer forekommer det en normalisering av lønnsomhet over tid. Ved å analysere lønnsomheten over en lengre tidsperiode blir det enklere å ha en formening om dagens inntjening og hvilken langsiktig lønnsomhet som er realistisk (Kaldestad & Møller, 2016, p. 60).

Regnskapsanalysen foretas med grunnlag i Marine Harvest sitt finansregnskap som føres etter IFRS. All regnskapsinformasjon knyttet til Marine Harvest vil være hentet fra deres årsrapporter. Selskapet byttet presentasjonsvaluta fra NOK til EUR i 2016. For et så korrekt sammenligningsgrunnlag som mulig benytter vi oss av omregninger av tidligere årsregnskap som Marine Harvest selv har foretatt. Omregningene er ikke like detaljert som de reviderte årsregnskapene, men det ansees mest hensiktsmessig å bruke disse ettersom Marine Harvest hovedsakelig opererer i euro. Omregningene er ikke revidert, men vi har ikke noen grunn for å tro at tallene ikke er troverdig og vi velger å benytte oss av dem.

Som vi nevnte i avsnitt 3.2 vil vi benytte Knivsflå sitt rammeverk. Vurdering av kvalitet på regnskapet, klargjøringen av regnskapstallene for analyse og selve regnskapsanalysen vil bygge på hans rammeverk. Det gjøres i fire steg:

- Trailing av årsregnskap
- Omgruppering av regnskap
- Analyse og justering av målefeil
- Analyse av risiko og rentabilitet

Vi foretar noen praktiske avgrensninger for at informasjonsbehovet og analyseresultatet skal samsvare før regnskapsanalysen gjennomføres.

5.1.1 Analysenivå

Regnskapsanalysen kan baseres på konsernregnskapet eller selskapsregnskapet. I følge Kaldestad og Møller (2016, p. 85) bør virksomheter som er tett driftsmessig integrert innenfor et virksomhetsområde analyseres samlet. Komplikasjoner knyttet opp til behandling av valuta i et konsernregnskap kan derimot oppstå når en driver operasjoner i flere land. Da bør, om mulig, kontantstrømmer i ulik valuta analyseres hver for seg. Marine Harvest opererer i flere land der samtlige datterselskaper er sentrert rundt kjernedriften oppdrettslaks. Videre følger de IFRS som sikrer at kravet om sammenlignbarhet ivaretas selv om datterselskapene opererer med ulik valuta. Det trekkes mot bruk av konsernregnskap. Kaldestad og Møller (2016, p. 85)

anfører også at de underliggende regnskapene i et konsern ofte ikke vil gi nok informasjon for analyseformål. Totalt sett anses det mest hensiktsmessig å bruke konsernregnskapet i vår regnskapsanalyse.

Ulike virksomhetsområder bør også analyseres separat uavhengig av om de befinner seg i separate juridiske enheter eller ikke (Kaldestad & Møller , 2016, p. 85). Marine Harvest opererer innen tre virksomhetsområder; fôr, oppdrett og salg og markedsføring. De tre virksomhetsområdene er tett knyttet opp til Marine Harvest sin kjernevirksomhet, oppdrettslaks. De er alle ledd i bedriftens plan om å bli en helintegreert virksomhet. Derfor anses det ikke som kritisk å analysere de hver for seg og vi har valgt å se på de samlet.

5.1.2 Analyseperiode

Hovedformålet med regnskapsanalysen er å kunne si noe om fremtiden. Derfor er det viktig at analyseperioden er representativ for fremtiden. Marine Harvest er, som nevnt i den strategiske analysen, i en bransje preget av høy endringstakt gjennom oppkjøp og teknologiutvikling. Selv om selskapet har eksistert lenge har det gjennomgått store driftsendringer de siste årene. Blant annet ved opprettelse av fôrdivisjonen i 2012, oppkjøp av Morpol 2013, innvilgelse av utviklingstillatelser, endret presentasjonsvaluta i 2016 og kjøp av oppdrettsmidler fra Grey Aqua Group 2017. Eldre regnskapstall enn 2012 anses derfor ikke som veldig representativt for dagens drift. En analyseperiode på rundt 4-5 år anses som hensiktsmessig i dette tilfellet.

Videre er oppdrettsbransjen en syklisk bransje. For at tallene i fremtiden skal bli normalisert ønsker vi å ha med både opp- og nedgangskonjunkturer. På den måten vil fremtidsregnskapet fremskrive underliggende vekst uten å ta hensyn til sykliske svingninger (Knivsflå, 2017c). Av figur 5.1 ser en at bransjen har vært i en oppgangskonjunktur siden 2012. I 2012 var gjennomsnittsprisene for fersk hel atlantisk laks på bunn med NOK 27,63. Siden har den økt og har i 2017 en gjennomsnittspris på NOK 64,75. Økningen har vært spesielt kraftig siden 2015 som følge av et lavere tilbud etter sykdomsutbrudd i Chile kombinert med stor etterspørsel. For å få med hele syklusen bør en analyse på 6-7 år benyttes.



Figur 5.1: utvikling i gjennomsnittspriser av de viktigste artene siste 10 år (Norges Sjømatråd, 2017b)

Som følge av nevnte forhold anser vi en analyseperiode på 6 år, 2012-2017T, som representativt for fremtiden. Året 2011 tas med som inngangstall. Marine Harvest har bare omregnet historiske tall til euro tilbake til 2013 og vi må derfor selv foreta omregninger basert på skjønn for de resterende årene. Det vil beskrives nærmere hvordan dette gjøres senere i kapitlet.

5.1.3 Komparativ bransje

For å vurdere Marine Harvest sin lønnsomhet vil det være hensiktsmessig å sammenligne de mot et bransjegjennomsnitt eller "peers" (Knivsflå, 2017c). På den måten får vi et bilde av hvordan Marine Harvest utvikler seg sammenlignet med bransjen. For en så rettvise fremstilling av bransjen som mulig velger vi å inkludere de vi tidligere har identifisert som selskapets fire største konkurrenter; Lerøy Seafood, SalMar, Norway Royal Salmon og Grieg Seafood.

Hvorvidt Marine Harvest selv bør inkluderes i bransjegjennomsnittet avhenger av om det anses hensiktsmessig eller ikke. På den ene siden er Marine Harvest vesentlig mye større enn sine konkurrenter (se tabell 2.10) og man risikerer da i stor grad at man sammenligner selskapet med seg selv. På den andre siden kan man argumentere for at selskapet bør inkluderes i bransjegjennomsnittet ettersom de faktisk utgjør en del av bransjen. En ekskludering vil føre til at selskapet kun blir sammenlignet med relativt mindre selskaper som

ikke har de samme forutsetningene. Vi velger derfor å inkludere Marine Harvest i bransjegjennomsnittet.

5.2 Presentasjon av rapporterte regnskapstall og trailing

Marine Harvest utarbeider sitt regnskap i tråd med IFRS og revideres årlig. Revisor har i samtlige år utstedt umodifisert revisjonsberetning. Det gir oss derfor ikke grunnlag for å betvile Marine Harvest sin regnskapsrapportering. En viss risiko vil det imidlertid alltid være for at revisor ikke klarer å oppdage misligheter, men vi vil ikke ha en bedre forutsetning for å oppdage slike feil enn en revisor med god innsikt i Marine Harvest sin virksomhet og regnskapstall. Vi velger å stole på at regnskapsinformasjonen er pålitelig og rettferdig presentert. For å ha et så oppdatert analysegrunnlag som mulig vil det først lages en trailing for 2017 som vil presenteres sammen med resultatregnskap, balanseoppstilling og egenkapitalendring.

Noen poster i presentasjonen er i enkelte tilfeller sammenslått siden kvartalsregnskapene og tallene som Marine Harvest har omregnet til EUR ikke inneholder like mye informasjon som årsregnskapet. Videre vil endringen av presentasjonsvaluta påvirke risikoen i analysen. De historiske tallene som Marine Harvest har omsatt er ikke revidert etter omarbeidingen. Videre må tallene som ikke er omsatt (2011-2012), omsettes basert på skjønn uten samme informasjonsgrunnlag som Marine Harvest. Risikoen knyttet opp til endret presentasjonsvaluta anses likevel som minimal siden Marine Harvest ikke har incentiver for å pynte på de historiske regnskapstallene. Vi anser presentasjonen av de omregnede tallene som en pålitelig og rettferdig presentasjon av Marine Harvest sine tidligere årsrapporter.

5.2.1 Resultatregnskap med trailing

Resultatregnskapet for 2011 og 2012 som ikke er omregnet til euro vil omgjøres basert på en gjennomsnittskurs fra Norges Bank for årene. Trailing utarbeides med grunnlag i kvartalsrapporter fra første og andre kvartal 2017 og tredje og fjerde kvartal 2016. Ved å benytte disse i analysegrunnlaget får vi så ferske regnskapstall som mulig. Det er verdt å merke seg at trailingen bare er vårt beste estimat på forventet vekst for inneværende år.

Vårt estimat baserer seg på følgende formel (Knivsflå, 2017c):

$$2017T = Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t-1} + Q_{4t-1}$$

$t = 2017, t-1 = 2016, Q = \text{kvartal}$

En vekstjustering gjennomføres for de fleste postene ettersom det ikke forventes at Marine Harvest sitt resultat i siste halvdel av 2017 vil være identisk med 2016. Ekstrem vekst overstyres da veksten er tilbakevendende mot gjennomsnittet på sikt (Knivsflå, 2017c). Overstyringen baseres på forventet vekst ut i fra historisk utvikling. Med vekstjustering får vi følgende trailing:

$$2017T = Q_{1t} + Q_{2t} + (Q_{3t-1} + Q_{4t-1}) * (1 + g)$$

Der veksten g er gitt ved:

$$g = \frac{Q_{1t} + Q_{2t}}{Q_{1t-1} + Q_{2t-1}} - 1$$

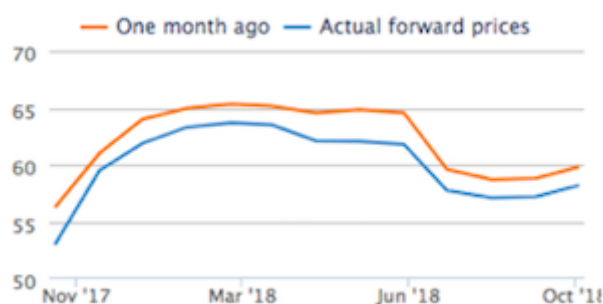
I trailingen vil veksten beregnes på bakgrunn av hver enkelt post.

Kaldestad og Møller (2016, p. 64) understreker at rapportert resultat ikke nødvendigvis gir et godt bilde på underliggende inntjening. Det kan skyldes poster som ikke gjentar seg, engangseffekter og konjunktursvingninger. Slike poster sier lite om fremtiden og det vil være hensiktsmessig å justere for disse slik at en finner et normalisert resultat som kan benyttes for prognoseformål. For slike "unormale" poster vil kvartalstallene for inneværende år være beste estimat. Det må foretas en subjektiv vurdering av hva det skal justeres for og det finnes ingen fasitsvar på hvilke justeringer som er korrekte.

I årsrapporten skiller Marine Harvest mellom driftsinntekter fra de tre virksomhetsområdene og annen inntekt. Sistnevnte som består av bedriftsfunksjoner og holdingselskaper har historisk utgjort under 1% av total driftsinntekt. Det vil derfor ikke være av interesse å analysere posten for seg selv og de vil ses samlet under posten driftsinntekter. Fremtidig

inntektsvekst er sterkt avhengig av slaktevolum og laksepriser, hvor sistnevnte historisk har hatt store svingninger.

I 2017 har driftsinntektene hatt en vekst på 8,6% sammenlignet med første halvdel av 2016. Dette til tross for lavere slaktevolum. Veksten er et resultat av rekordhøye laksepriser i alle markeder, drevet av sterk etterspørsel og redusert tilbud på grunn av biologiske utfordringer. Figur 5.2 illustrerer forwardpriser på laks, og som man kan se er det ingen indikasjoner på at prisen vil svekkes siste halvdel av 2017. Som vi har vært inne på tidligere er prisen på laks normalt lavere på sommerhalvåret enn rundt jul og utover våren. Denne prisutviklingen følger imidlertid sesongen og vil dermed ikke utgjøre noen vesentlig forskjell fra tidligere år. Veksten på 8,6% virker derfor rimelig.



Figur 5.2: Forwardpriser på laks (Fishpool, 2017)

Varekostnadene består i hovedsak av råmateriale, produksjon av laks og ferdig produkt. Derunder kostnad til fiskefôr, oppdrett (smolt, medisiner, frakt av laks, prosessering) og andre innkjøp (råvarer ol.). Av note 33 i årsrapporten for 2016 og kvartalsrapporten fra andre kvartal 2017 fremgår det at posten også inneholder flere elementer som anses eksepsjonelle relativt til normale driftsoperasjoner. Operasjoner som beskrives som eksepsjonelle er tiltak for å redusere lakselus og hendelsesbasert dødelighet, derunder behandlingstap. Spørsmålet blir hvorvidt disse eksepsjonelle hendelsene skal skilles ut som "unormale" kostnader eller om de kan anses som en del av normal drift. Posten knytter seg til hendelser både i Norge, Scotland, Irland, Chile og Færøyene og indikerer at det er en kostnad som er vanlig innenfor samtlige land selskapet operer i. Kostnadene går også igjen i tidligere årsrapporter samt de er ført under posten varekostnad fremfor å skilles ut som ekstraordinære på en egen linje i resultatet. Totalt trekker det mot at hendelsene er gjentakende og representativ for videre drift.

Vi velger derfor å behandle varekostnadsposten i sin helhet som normal slik at hele posten kan trailes.

Varekostnadene har hatt en reduksjon på 7,2% sammenlignet med første halvår 2016. Dette er en endring fra tidligere år ettersom varekostnadene historisk har økt i takt med inntektsveksten. Noe av reduksjonen kan nok forklares av at råvarekostnadene har gått ned i siste kvartal, spesielt for fiskeolje. Fremover forventer Marine Harvest et noe oppadgående prispress for råvarer, dermed er det ikke naturlig å forvente at denne reduksjonen i råvarekostnader vil fortsette. Marine Harvest forventer at kostnadene på slaktet laks vil reduseres i siste halvdel av 2017, slik at en viss reduksjon bør innregnes. På bakgrunn av dette settes forventet vekst til -1,5%.

Lønns- og personalkostnader består av lønn, bonuser, avgifter og pensjonsordninger. Posten har hatt en vekst på 6,1% sammenlignet med første halvdel av 2016. Det kan blant annet komme av at de fleste nyansettelser i 2016 foregikk i siste halvdel. Om det er tilfellet kan vi forvente en reduksjon i vekst om ikke like mange ansettes i siste halvdel av 2017. Historisk har lønnskostnadene hatt en jevnlig økning som er naturlig i takt med at Marine Harvest fortsetter å vokse. Vi har ingen informasjon som tilsier at Marine Harvest forventer å ansette flere i løpet av året, men med hensyn til oppkjøpet av Gray Aqua Group virker det naturlig at lønnskostnadene vil øke fremover. Vi velger å beholde lønnsveksten på 6,1% for siste halvår av 2017.

Andre driftskostnader består av løpende vedlikeholdskostnader, elektrisitet, leie, forsikring og lignende. Historisk har disse kostnadene økt mellom 6 til 21% årlig og kan skyldes at Marine Harvest er i en bransje som er preget av oppkjøp. Flere anleggsmidler gir høyere utgifter. I 2017 har de hatt en vekst på 17,3% sammenlignet med første halvdel av 2016. Noe av økningen kan skyldes oppkjøp av anleggsmidler i Grey Aqua Group. Det forventes at veksten vil fortsette også i siste halvdel av 2017, men ikke i like ekstrem grad som første halvdel. Veksten settes til 12%.

Avskrivninger består av avskrivninger av immaterielle eiendeler og anleggsmidler. Disse avskrives lineært over levetiden, noe som tilsier at avskrivningen hvert år er lik så fremt de

ikke kjøper eller selger anleggsmidler. Avskrivninger har hatt en vekst på 4,9% sammenlignet med første halvdel av 2016. Økningen i avskrivninger kan skyldes oppkjøp av nye anleggsmidler eller økte immaterielle eiendeler. Av balansen ser vi at varige driftsmidler har økt med nærmere 9% siden første halvdel 2016 og mye av økningen kan tilskrives dette. Ettersom Marine Harvest har en strategi som innebærer ytterligere oppkjøp i fremtiden er det ikke å forvente at avskrivningene vil reduseres med det første. Veksten på 4,9% beholdes.

Netto verdijustering biomasse er en post som går igjen hvert år, men som varierer mye. Av årsrapporten fremgår det at Marine Harvest måler biomasse til virkelig verdi i samsvar med IFRS 13 og IAS 41. Verdivurderingen baserer seg på estimer av følgende variabler: volum, kvalitet, størrelsesutvalg og markedspriser. En del av variablene er svært vanskelig å estimere og en liten justering vil kunne gi signifikant verdiendring. Spesielt sensitiv er markedsprisen som er kjent for å variere mye. Det er mindre estimatusikkerhet rundt volum, men en feilestimering på 1% vil gi signifikant utslag på verdien. Usikkerheten rundt volum øker ved massedødelighet eller andre sykdomshendelser. Det er også usikkerhet knyttet opp til de andre variablene, men en 1% endring vil ikke gi like signifikant endring i verdi som de to ovenfor nevnte faktorene.

Totalt er estimatusikkerheten i netto verdijustering biomasse stor, og små avvik eller feilvurderinger kan gi signifikant utslag på verdi. Noe som resulterer i at posten har variert mye fra år til år. Fjoråret vil derfor ikke kunne gi et godt bilde på fremtidig inntjening og posten behandles som unormal.

Nedskrivninger av anleggsmidler gjøres ved indikasjoner på uforutsette tap. Hendelser som fører til tap vil oppstå jevnlig, men de vil være vanskelig å forutse. Predikasjonsverdien er derfor liten og posten behandles som unormal.

Tapskontrakter er avsetning for kontrakter der kostnaden av å møte konsernets forpliktelser i henhold til kontrakten overstiger de økonomiske fordelene som forventes mottatt. Slike hendelser kan gjenta seg, men i varierende grad og det vil være knyttet opp til ulike kontrakter. Tap på tidligere kontrakter vil si lite om forventet tap i fremtiden, siden en ikke inngår kontrakter en forventer å tape penger på. De store årlige variasjonene i posten vil gjøre

det vanskelig å predikere fremtidige kostnader forbundet med tapskontrakter. Posten behandles som unormal.

I 2016 hadde Marine Harvest restruktureringskostnader knyttet til omorganiseringsprosesser i Skottland og Chile. I Skottland var disse kostnadene tilknyttet omorganisering av avdelinger, mens det i Chile var i forbindelse med de biologiske utfordringene. Dette er en post som ofte anses som ikke gjentakende av natur. Petersen, et al. (2017, pp. 630-633) beskriver imidlertid restruktureringskostnader som en spesiell post som ofte inkluderes i resultatregnskapet.

Kostnadene oppstår som følge av at selskapet trenger å tilpasse eksisterende drift til nåværende markedsforhold eller integrere nylige påkrevde aktiviteter eller selskaper. I disse tilfellene må selskapet identifisere kostnadene knyttet til restruktureringsprosessen.

Kostnadene skal reflektere planlagte handlinger og avsetninger som er gjort for å dekke disse kostnadene. Et problem knyttet til denne posten er at restruktureringskostnader kan bli brukt av ledelsen til å jevne ut inntjeningen over tid. Det gjøres blant annet ved at kostnaden av hva som faktisk trengs overvurderes. Noe som gir selskapet mulighet til å reversere avsetningen i senere år. Dermed fremstår selskapets inntjening som mer stabil enn underliggende drift viser. Som følge av overnevnte forhold er imidlertid regnskapsstandarden for avsetninger, IAS 37 blitt endret for noen år siden. Den har nå mer detaljerte regler om når og hvor mye man kan klassifisere som restrukturering. Til tross for denne endringen er det fortsatt noe rom for at ledelsen kan jevne ut inntjeningen. På grunn av dette mener Petersen, et al. (2017, pp. 630-633) at restruktureringskostnader ikke skal anses som en gjentakende hendelse, bortsett fra i sjeldne tilfeller. I Marine Harvest sitt tilfelle utgjør imidlertid restruktureringskostnadene en relativt liten del av de totale kostnadene. I tillegg anser vi kostnaden for å være reell blant annet som følge av de store biologiske utfordringene Marine Harvest har opplevd i Chile. Vi har heller ikke informasjon utover det som blir presentert i regnskapet til Marine Harvest. Dette gjør det vanskelig for å oss å konkludere med noe annet. I tillegg er det vanskelig å forutsi eventuelle fremtidige oppkjøp som resulterer i omorganiseringsprosesser samt størrelsen på dem ettersom det ikke finnes en klar trend. Posten behandles derfor som unormal.

Andre ikke operasjonelle størrelser knytter seg til betingede forpliktelser og andre avsetninger. Avsetninger gjøres for hendelser en med stor sikkerhet forventer å få kostnader til

i fremtiden. De kan knytte seg til pågående rettssaker, forventet tilbakebetalinger og lignende. Slike avsetninger er engangshendelser som ikke forventes å gjenta seg i fremtiden. Posten behandles som unormal.

Netto resultat tilknyttede selskap er en post som knytter seg til inntjening fra selskap der Marine Harvest har en betydelig eierandel (20-50%) og hvor konsernet er i stand til å utøve betydelig innflytelse. Disse selskapene inkluderte i 2016 blant annet Nova Sea AS, Finnøy Fisk AS, Vågafossen Settefisk AS, Center for Aquaculture Competence AS, Migdale Transport Ltd. Migdale Transport Ltd ble imidlertid solgt ut i løpet av 2016.

Posten netto resultat tilknyttet selskap er redusert med 72% i første halvår 2017 sammenlignet med 2016. Noe av reduksjonen kan tilskrives salget av Migdale Transport Ltd, men historisk har profitten fra selskapet vært lav og skal således ikke ha vesentlig innvirkning på posten. Når vi sammenligner posten med tidligere år ser vi at 2016 stikker seg frem som et særdeles bra år. Av notene fremgår det at det tilknyttede selskapet Nova Sea AS står for største deler av inntjeningen fra tilknyttede selskaper i analyseperioden. Inntjeningen har historisk variert en del og i 2016 hadde de et svært bra år hvor de doblet resultatet sitt (Proff, u.å). Det kan ikke forventes at denne veksten opprettholdes i 2017 siden inntjeningen har vært noe varierende i tidligere år. I 2016 ble resultatene fra tilknyttede selskap utdelt forholdsvis likt i første og andre halvår, vi forventer at dette også vil gjelde i 2017. På bakgrunn av dette forventer vi at veksten vil være negativ også i andre halvår og velger å ikke overstyre selv om veksten kan fremstå som ekstrem.

Rentekostnader har økt med 4,6% første halvår 2017 sammenlignet med 2016. Her vil vi imidlertid ikke benytte oss av veksten, men beregne rentekostnader som vist under.

Rentekostnad estimat i trailingåret:

$$FK_{17T} = \frac{FK_{Q1-Q2.17}}{FG_{16}} * \frac{4}{2} * FG_{16}$$

FG = langsiktig finansiell gjeld + kortsiktig finansiell gjeld, FK = finanskostnad

Netto valutaeffekt er en ustabil post uten klar trend og vil avhenge av valutaendringer fra år til år. Det vil være vanskelig å predikere fremtiden og et estimat ville blitt rent spekulativt. Posten behandles derfor som unormal.

Andre finansielle størrelser inkluderer en rekke poster som renteinntekt, endring i virkelig verdi på derivater, utbytte og gevinst/tap ved salg av aksjer og andre finansielle instrumenter. Posten reflekterer i liten grad den daglige driften og inneholder elementer uten klar trend og med stor usikkerhet. Den behandles derfor i hovedsak som unormal. Vi ønsker derimot å skille ut renteinntekten, utbytte samt gevinst/tap ved salg av aksjer og andre finansielle instrumenter som reflekterer avkastning på finansielle eiendeler. Problemet knyttet til denne posten er at verken renteinntekter eller finansielle eiendeler spesifiseres i kvartalsrapportene, kun i årsrapportene. For å komme frem til en estimert finansinntekt for 2017T tar vi derfor visse forutsetninger og forenklinger. Vi har sett på renteinntekter i prosent av finansielle eiendeler for de siste 3 årene for å få en formening om rentesatsen. Videre har vi tatt et gjennomsnitt av siste 3 års utbytte og gevinst/tap ved salg av aksjer og andre finansielle eiendeler for å bruke dette i trailingen. Vi forutsetter at finansinntektene fordeler seg likt på første og siste halvdel av året.

Skattekostnad beregnes ut fra modellen under (Knivsflå, 2017c):

$$SK = dss * DR + f_{iss} * (FI + UFR) - f_{kss} * FK$$

SK = rapportert skattekostnad, dss = driftsskattesatsen, DR = driftsresultat, f_{iss} = finansinntektsskattesatsen, FI = finansinntekter, UFR = Unormalt finansresultat, f_{kss} = finanskostnadsskattesatsen

Selskapsskattesatsen (sss) er henholdsvis 25% og 24% for 2016 og 2017 (Regjeringen, 2016). Finanskostnadene som består av rentekostnader er fullt ut fradragsberettiget, finanskostnadsskattesatsen er dermed tilnærmet lik selskapsskattesatsen. Finansinntekten og unormale finansposter skattlegges samlet med finansinntektsskattesatsen. Disse postene består av renteinntekter, endring i virkelig verdi på derivater, utbytte og gevinst/tap ved salg av aksjer og andre finansielle instrumenter. Renteinntektene skattlegges fullt ut, men andre poster som utbytte og gevinst/tap ved salg av aksjer skattlegges ikke på selskapsnivå som følge av

fritaksmetoden jf. skatteloven § 2-38 (Lovdata, 2017). Det er vanskelig å fastsette et nøyaktig estimat på finansinntektsskattesatsen, vi velger derfor å benytte oss av Knivsflå (2017c) sin tommelfingerregel der den settes til 2/3 av selskapsskattesatsen.

Driftsskattesatsen er gitt ved:

$$dss_t = \frac{NSK_t - f_{iss} * (FI_t + UFR_t) + f_{kss} * FK_t}{DR_t}$$

$$NSK = rapportert skattekostnad - unormal skattekostnad$$

For å finne skattekostnaden beregner vi først driftsskattesatsen for 2016. Deretter beregner vi den for de to første kvartalene i 2017. Det er viktig at driftsskattesatsen beregnes på bakgrunn av normal skattekostnad, slik at en finner unormal skatt på normalt og unormalt resultat (Knivsflå, 2017d). For å finne den normale skattekostnaden skilles man ut poster med unormalt preg. Vi har derfor valgt å skille ut effekten av endret skattesats på utsatt skattefordel, effektjustering av inntektsskatt fra tidligere, effekt av innregning av tidligere ikke regnskapsførte skattefordeler samt effekt av å ikke innregne tap og skattefordeler.

Vi ønsket i utgangspunktet å bruke et vektet snitt av driftsskattesatsen fra 2016 og 2017 (Q1-Q2), men sistnevntes driftsskattesats ble unormalt lav. Vi setter derfor driftsskattesatsen for 2017T lik 2016.

Avhending av driftsmidler eller avvikling av virksomhet er ikke innenfor Marine Harvest sin kjernevirksomhet og de driver ikke med det for å tjene penger på salg av driftsmidler. Det er heller ikke en post som gjentar seg år etter år. Posten resultat etter skatt for avviklet virksomhet settes derfor som unormal. Marine Harvest har ikke solgt ut virksomhet så langt i år og denne posten settes til 0.

Minoritetsresultatet behandles som en normal post. I 2016 var denne posten negativ for første gang i analyseperioden. I 2017 ble den positiv igjen og veksten ble 500% sammenlignet med første halvår 2016. Det er en ekstrem økning og vi forventer ikke at veksten vil være like stor i siste halvår. Vi forventer imidlertid at den vil øke sammenlignet med andre halvår av 2016

ettersom resultatet var negativt her også. Veksten overstyres og settes til 50% for siste halvår av 2017T.

Annet fullstendig resultat består av poster som endring i virkelig verdi, valutadifferanser, og tap/gevinst på annen inntekt. Dette er poster uten klar trend og behandles samlet som en unormal post.

Utbyttet i trailing året forventes å være null ettersom den i de to tidligere årene også har vært null. Resultat regnskap med trailing presenteres i tabell 5.1 under.

Resultatregnskap (EUR mill)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	2 070,3	2 068,9	2 456,2	3 053,2	3 112,4	3 510,2	3 810,9
Varekostnader	-1 077,8	-1 293,3	-1 279,1	-1 635,6	-1 770,3	-1 782,2	-1 706,1
Lønns- og personalkostnader	-279,5	-323,6	-342,1	-397,1	-427,1	-440,0	-466,7
Andre driftskostnader	-264,8	-289,5	-330,3	-400,6	-443,2	-472,5	-540,9
Avskrivninger	-85,6	-90,6	-97,5	-115,6	-139,8	-142,5	-149,4
Driftsresultat før unormale kostnad	362,7	71,9	407,1	504,2	332,1	672,9	947,8
Netto verdijustering biomasse	-194,3	46,9	229,6	-61,1	10,1	386,2	-253,8
Nedskrivninger	-8,6	-0,1	-8,3	-2,9	-6,8	-17,7	100,9
Tapskontrakter	-0,7	-0,8	-16,0	2,8	-0,7	-108,7	0,0
Restruktureringskostnader	-2,8	-0,1	-34,9	-6,3	-15,2	-5,4	0,3
Andre ikke-operasjonelle størrelser	0,0	0,0	-9,5	-20,1	2,4	1,3	-1,9
Driftsresultat	156,3	117,8	568,0	416,6	321,9	928,6	793,3
Netto resultat tilknyttede selskap	-1,1	11,8	28,4	17,9	23,4	62,6	17,5
Finansinntekt	3,5	18,0	20,5	4,7	3,7	2,1	2,5
Finanskostnad	-52,1	-51,2	-81,9	-65,1	-46,5	-48,4	-46,0
Netto valutaeffekt	30,3	70,0	-39,9	-46,4	4,2	26,9	1,6
Andre finansielle størrelser	40,5	-60,8	-52,8	-149,8	-56,6	-212,6	72,6
Resultat før skattekostnad	177,5	105,6	442,3	177,8	250,1	759,2	841,4
Skattekostnad	-33,6	-50,4	-131,4	-89,9	-91,6	-219,9	-234,5
Resultat etter skattekostnad	143,9	55,2	310,9	87,9	158,5	539,3	606,9
Resultat fra avvirket virksomhet	0,0	0,0	11,8	24,5	-0,2	0,0	0,0
Netto minoritetsresultat	-0,7	-0,5	-0,9	-0,5	-0,1	0,3	-0,3
Årsresultat majoritet	143,2	54,7	321,8	111,9	158,2	539,6	606,6
Annet fullstendig resultat	-3,1	-54,1	73,8	81,6	43,1	53,4	-145,6
Totalresultat	140,1	0,5	395,5	193,5	201,3	593,0	461,0

Tabell 5.1: Resultatregnskap oppstilling

5.2.2 Balanse og trailing balanse

Balansetallene hentes fra samme grunnlag som resultatregnskapet. Årene 2011 og 2012 var ikke omsatt av Marine Harvest. Vårt beste estimat er å omsette de med utgangspunkt i valutakurs på balansedato for hvert år. I de tilfellene de omsatte tallene er mindre spesifiserte enn i årsrapporten foretar vi en prosentvis fordeling basert på tallene i norske kroner fra

årsrapportene. I noen tilfeller summerer ikke Marine Harvest sine balansetall seg likt på desimalene, vi har derfor måtte gjort små korrigeringer for at disse skal gå opp.

Trailing balanse utarbeides med utgangspunkt i siste kvartalsbalanse, andre kvartal 2017. Kvartalsrapportene inneholder ikke like segmentert informasjon som årsrapportene, derfor forutsetter vi samme prosentvise delingsforhold som i 2016 der det er nødvendig.

Oppkjøpet av anleggsmidler fra Grey Aqua Group beløp seg til EUR 12,1 millioner og var fullbyrdet 31. mars 2017. Overtakelse og innregning var før andre kvartals balanse forelå og vil ikke være av betydning for balanse trailingen. Det gjøres ingen justeringer av balansen per 30.06.17.

EIENDELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Anleggsmidler							
Immaterielle eiendeler	1 032,6	1 054,2	1 047,1	1 030,2	1 044,7	1 067,4	1 024,3
Varige driftsmidler	537,5	560,1	796,5	920,0	963,7	1 008,1	1 022,3
Aksjer i tilknyttede selskap	80,5	88,2	107,4	109,0	123,9	175,0	147,5
Langsiktige finansielle eiendeler	11,9	137,4	15,8	18,5	0,4	0,4	0,4
Andre langsiktige eiendeler	3,3	10,0	1,0	1,6	2,1	5,0	4,7
Sum anleggsmidler	1 665,8	1 849,9	1 967,8	2 079,3	2 134,9	2 255,9	2 199,2
Omløpsmidler							
Varelager	101,0	111,7	208,9	267,5	277,7	248,2	260,9
Biologiske eiendeler	810,6	845,6	1 137,6	1 115,8	1 140,2	1 573,8	1 277,7
Kundefordringer	247,0	242,7	380,7	374,4	409,2	498,1	349,6
Andre fordringer	78,6	80,7	114,1	98,4	131,4	112,8	79,2
Kortsiktig finansielle eiendeler	0,0	0,0	15,5	25,3	29,2	14,2	10,0
Kontanter, bank og bundne midler	36,0	45,7	72,3	156,9	71,8	103,9	66,1
Sum omløpsmidler	1 273,1	1 326,5	1 929,0	2 038,3	2 059,4	2 551,0	2 043,5
Diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	126,3	2,1	1,8	3,5	1,0
SUM EIENDELER	2 938,9	3 176,3	4 023,2	4 119,7	4 196,1	4 810,4	4 243,7

Tabell 5.2: Balanseaktiva oppstilling

EGENKAPITAL OG GJELD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Egenkapital							
Egenkapital majoritet	1 388,5	1 582,8	1 946,6	1 638,1	1 894,6	2 068,4	2 531,1
Minoritetsinteresser	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Sum egenkapital konsern	1 398,3	1 592,2	1 949,9	1 639,9	1 895,6	2 069,3	2 532,4
Langsiktig gjeld og forpliktelser							
Utsatt skatteforpliktelse	303,3	346,5	401,4	397,6	391,8	453,5	380,3
Langsiktig rentebærende gjeld	849,8	727,2	919,7	1 188,8	1 071,4	993,4	486,6
Langsiktige finansielle forpliktelser	0,0	0,0	102,0	247,2	209,5	439,6	100,1
Andre langsiktige forpliktelser	12,8	56,5	14,4	12,9	12,0	11,5	2,6
Sum langsiktig gjeld	1 165,9	1 130,2	1 437,5	1 846,5	1 684,7	1 898,0	969,6
Kortsiktig gjeld og forpliktelser							
Betalbar skatt	11,2	3,6	30,6	58,5	72,6	142,6	103,4
Kortsiktig rentebærende gjeld	20,2	51,5	81,9	0,8	0,2	0,1	130,4
Leverandørgjeld	191,1	197,9	266,1	227,2	248,0	275,5	199,8
Kortsiktige finansielle forpliktelser	0,0	0,0	9,8	90,3	98,0	91,4	66,3
Avsetninger	0,0	0,0	58,6	56,6	45,9	153,7	111,5
Andre kortsiktige forpliktelser	152,2	201,0	166,1	199,9	151,2	179,9	130,4
Sum kortsiktig gjeld	374,7	453,9	613,1	633,3	615,9	843,1	741,7
Forpliktelser til avhending	0,0	0,0	22,7	0,0	0,0	0,0	0,0
SUM EK OG GJELD	2 938,9	3 176,3	4 023,2	4 119,7	4 196,1	4 810,4	4 243,7

Tabell 5.3: Balansepassiva oppstilling

5.2.3 Egenkapitaloppstilling:

Endring i egenkapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Egenkapital 01.01 (majoritet)	1 600,0	1 388,5	1 582,8	1 946,6	1 638,1	1 894,6	2 068,4
Årsresultat majoritet (ÅRE)	143,2	54,7	321,8	111,9	158,2	539,6	606,6
Annet fullstendig resultat (AFR)	-3,1	-54,1	73,8	81,6	43,1	53,4	-145,6
Effekt av prinsippendring i valuta	11,0	80,2	-237,7	-97,1	-99,1	-	-
Totalresultat til majoritet	151,1	80,7	157,8	96,4	102,2	593,0	461,0
Betalt utbytte	-367,6	0,0	-108,0	-353,3	0,0	0,0	0,0
Netto kapitalinnskudd	5,0	113,7	313,9	-51,5	154,3	-419,2	1,7
Egenkapital 31.12 (majoritet)	1 388,5	1 582,8	1 946,6	1 638,1	1 894,6	2 068,4	2 531,1

Tabell 5.4: Endring i egenkapital

5.3 Omgruppering for analyse

I dette avsnittet ønsker vi å omgruppere resultatregnskapet og balansen for investororientert analyse. Formålet med omgrupperingen er å finne driverne for egenkapitalrentabilitet og vekst slik at en kan lage en prediksjon for fremtiden og et verdiesimat (Penman, 2013, p. 292).

Marine Harvest fører som nevnt etter IFRS og har således en kreditororientert oppstillingsplan.

I følge Gjesdal (2007) bør "en regnskapsanalyse starte med en gruppering og omgruppering av regnskapstallene. Verken resultatregnskapet eller balansen har en hensiktsmessig spesifisering dersom formålet med analysen er verdsettelse eller for den saks skyld kontroll". Han presiserer videre at det vil være viktig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler, og mellom finansiell og driftsrelatert gjeld. Der finansiell gjeld er rentebærende gjeld og driftsrelatert gjeld er rentefri gjeld. Videre bør en håndtere brudd på kongruensprinsippet, også kalt "dirty surplus", hvor resultatelement føres direkte mot egenkapitalen samt skille mellom normale og unormale poster. Informasjonen som er nødvendig for å kunne omgruppere regnskapet finnes i notene. Denne informasjonen er imidlertid ikke alltid presentert på en hensiktsmessig måte, noe som gjør omgrupperingen mindre presis enn ønskelig.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskap

Først vil en omgruppering av resultatregnskapet gjennomføres. Omgrupperingen gjøres i henhold til Knivsflå (2017d) sitt rammeverk i fire steg.

- Identifisere fullstendig nettoresultat
- Fordele fullstendig nettoresultat mellom drift og finans
- Identifisere normale og unormale poster
- Fordele skattekostnad

Steg 1 – Identifisere fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultat til egenkapital (FNR) består normalt av årsresultatet (ÅRE) og annet fullstendig resultat (AFR). Der alle inntekter og kostnader i perioden skal inkluderes i årsresultatet såfremt en standard eller regel ikke krever noe annet. I noen tilfeller krever eller tillater imidlertid IFRS at enkelt komponenter ekskluderes fra årsresultatet og inkluderes i annet fullstendig nettoresultat (Deloitte, u.å-a). En annen komponent man i enkelte tilfeller kan finne under fullstendig nettoresultat er "dirty surplus" (DSP), som er et brudd på kongruensprinsippet. Et brudd på kongruensprinsippet innebærer eksempelvis at virkninger av prinsippendringer føres direkte mot egenkapitalen (Gjesdal, 2007). Fullstendig netto resultat til egenkapital er dermed gitt ved:

$$FNR = RES + AFR + DSP$$

Annet fullstendig nettoresultat og årsresultatet fremgår direkte av Marine Harvest sitt finansregnskap. Marine Harvest byttet, som nevnt, presentasjonsvaluta i 2016. Dette er en prinsippendring som vil gå under "dirty surplus". For de historiske tallene føres derfor prinsippendringen som en valutaendringseffekt over egenkapitalen. Fullstendig nettoresultat til majoritet blir som presentert i tabell 5.5.

Fullstendig nettoresultat (majoritet)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Årsresultat (ÅRE)	143,2	54,7	321,8	111,9	158,2	539,6	606,6
Annet fullstendig resultat (AFR)	-3,1	-54,1	73,8	81,6	43,1	53,4	-145,6
Rapportert fullstendig nettoresultat	140,1	0,5	395,5	193,5	201,3	593,0	461,0
Dirty surplus (DSP)	11,0	80,2	-237,7	-97,1	-99,1	0,0	0,0
Fullstendig nettoresultat (FNR)	151,1	80,7	157,8	96,4	102,2	593,0	461,0

Tabell 5.5: Fullstendig nettoresultat til majoritet

Steg 2 – Fordele fullstendig nettoresultat til drift og finans

Neste steg er å fordele fullstendig nettoresultat til drift og finans. Skillet gjøres for å få bedre kunnskap om de ulike kildene til verdiskaping i selskapet (Petersen, et al., 2017, p. 111). De fleste postene er uproblematisk å klassifisere innenfor drift eller finans og det vil følgelig ikke redegjøres nærmere for disse. Tvilstilfeller som nettoresultat tilknyttede selskap, eiendeler holdt for salg, annet fullstendig nettoresultat og "dirty surplus" vil drøftes nærmere under.

Posten nettoresultat tilknyttede selskaper knytter seg til resultatet Marine Harvest får fra sine investeringer i tilknyttede og felleskontrollerte selskap. I disse selskapene har Marine Harvest en betydelig eierandel (20-50%) og de kan således utøve betydelig innflytelse. For at en investering i et tilknyttet selskap skal kunne anses som driftsrelatert må den inngå som en del av selskapets kjernevirksomhet (Petersen, et al., 2017, p. 118). Om den derimot ikke inngår som en del av selskapets kjernevirksomhet skal den ses på som en finansiell investering. Av notene til Marine Harvest fremgår det at de tilknyttede selskapene er Nova Sea AS, Finnøy Fisk AS, Vågafossen Settefisk AS, Center for Aquaculture Competence AS og andre mindre

investeringer. Alle selskapene driver innenfor Marine Harvest sin kjernevirksomhet, lakseoppdrett, og anses således som en driftsrelatert post.

Eiendeler holdt for salg representerer en likvidering av drift. Penman (2013, p. 251) definerer driftseiendeler som en eiendel brukt i driften for å generere verdi gjennom salg av produkt og service. En eiendel holdt for salg kan ikke anses som en eiendel som vil generere verdi for selskapet i fremtiden utover selve salget av eiendelen. Posten eiendeler holdt for salg inngår derfor som finans.

Annet fullstendig resultat er en post som ofte inneholder både drift og finans. Av årsrapporten til Marine Harvest fremgår det at posten hovedsakelig knytter seg til valutadifferanser og endring i virkelig verdi på kontantstrømsikringer. Valutadifferanser er ofte relatert til både drifts- og finansielle aktiviteter og det kan argumenteres for at den bør deles opp. Problemet er imidlertid at disse ikke er skilt fra hverandre i regnskapet, noe som gjør det vanskelig å skille dem. Sikring av valutarisiko er i bunn og grunn en finansiell beslutning. Hvis et selskap er utsatt for valutarisiko kan det velge å sikre seg mot denne risikoen ved bruk av finansielle instrument, eller det kan velge å ikke sikre seg mot valutarisiko. Ser en slik på det er det fornuftig å klassifisere valutadifferanser som finans. (Petersen, et al., 2017, p. 119). Med bakgrunn i dette mener vi det er mest korrekt å klassifisere valutadifferanser som finans. Kontantstrømsikringer på sin side brukes ofte av eksportfirmaer som Marine Harvest for å redusere effekten av uforventede valutafluktuasjoner. Dette skyldes at mesteparten av kostnadene ofte er i lokal valuta, mens inntektene er i eksportvaluta. For å redusere denne risikoen, knyttet til avtalt betaling på et fremtidig tidspunkt, inngår selskapet en avtale med banken om å selge mottatt valuta til en fast pris. Dermed kjøpes utenlandsk valutaderivat som en kontantstrømsikring og brukes ofte for å kunne budsjettere salg for de neste 12 månedene. Eksempel på hva en kontantstrømsikring brukes til er sikring av forventet salg eller kjøp av råmateriale og en valutaendring i sikringen vil innregnes under annet fullstendig resultat. (Petersen, et al., 2017, p. 540). Gevinst eller tap på finansielle instrumenter er normalt knyttet til sikring av finansiell risiko. Når en sikrer seg mot prisbevegelse i råmateriale eller neste års salg i utenlandsk valuta vil det imidlertid ofte være knyttet til sikring av driftsrisiko (Petersen, et al., 2017, p. 119). Kontantstrømsikringer vil derfor klassifiseres som drift.

"Dirty surplus" oppstår som følge av en prinsippendring på grunn av endret presentasjonsvaluta i 2016. Marine Harvest forklarer selv endringen som et resultat av at euro er blitt den dominerende valutaen i selskapet. Dermed bærer endringen preg av at den er gjort for at den presenterte informasjonen skal gi så hensiktsmessig informasjon til brukerne som mulig. Videre oppstiller IAS 8 strenge krav til prinsippendringer slik at selskaper ikke kan gjøre presentasjonsvalutaendringer årlig (Deloitte, u.å-b). Endringen virker derfor ikke å bære preg av å være en finansiell spekulasjon, men gjøres for at regnskapet skal presenteres så hensiktsmessig som mulig. Prinsippendringen klassifiseres som drift.

Fullstendig driftsresultat	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	2 070,3	2 068,9	2 456,2	3 053,2	3 112,4	3 510,2	3 810,9
Driftskostnader	-1 914,0	-1 951,1	-1 888,2	-2 636,6	-2 790,6	-2 581,6	-3 017,6
Driftsresultat fra egen virksomhet	156,3	117,8	568,0	416,6	321,9	928,6	793,3
Netto resultat tilknyttede selskap	-1,1	11,8	28,4	17,9	23,4	62,6	17,5
AFR - driftsrelatert	-13,1	-11,0	-3,9	-3,4	-2,7	0,0	0,0
DSP - driftsrelatert	11,0	80,2	-237,7	-97,1	-99,1	0,0	0,0
Fullstendig driftsresultat før skatt	153,1	198,7	354,8	334,0	243,5	991,2	810,8

Tabell 5.6: Driftsrelaterte poster

Fullstendig finansresultat	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Finansinntekt	3,5	18,0	20,5	4,7	3,7	2,1	2,5
Finanskostnad	-52,1	-51,2	-81,9	-65,1	-46,5	-48,4	-46,0
Netto valutaeffekt	30,3	70,0	-39,9	-46,4	4,2	26,9	1,6
Andre finansielle størrelser	40,5	-60,8	-52,8	-149,8	-56,6	-212,6	72,6
Resultat diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	11,8	24,5	-0,2	0,0	0,0
AFR - finansrelatert	10,0	-43,1	77,7	85,0	45,8	53,4	-145,6
Fullstendig finansresultat før skatt	32,3	-67,1	-64,6	-147,2	-49,6	-178,6	-115,0

Tabell 5.7: Finansrelaterte poster

Steg 3 – Identifisere normale og unormale poster

Det vil også være viktig å skille resultatelementer som er varige og dermed normale fra de som er midlertidige og således unormale. Dette skillet er viktig ettersom det vil være mest hensiktsmessig å predikere videre utvikling basert på et normalt driftsresultat (Gjesdal, 2007). Unormale poster defineres som poster som ikke gjentar seg, engangseffekter og konjunktursvingninger (Kaldestad & Møller, 2016, p. 64). Under vil de unormale drifts-, finans- og skattekostnadene vil skilles ut.

Under trailingen ble hva som anses som normale og unormale poster grundig gjennomgått. Postene som ble vurdert til normale under trailingen var de stabile og gjentakende

driftspostene; driftsinntekt, varekostnad, lønns- og personalkostnader, andre driftskostnader, avskrivning og netto resultat tilknyttet selskap. Samt finanspostene renteinntekt og rentekostnad. Resterende poster ble behandlet som unormale og er redegjort for under trailingen. De vil derfor ikke drøftes ytterligere her. Under trailingen diskuterte vi også hva som utgjorde de unormale skattekostnadene slik at heller ikke disse vil forklares nærmere her.

Unormalt driftsresultat	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto verdijustering biomasse	-194,3	46,9	229,6	-61,1	10,1	386,2	-253,8
Nedskrivninger	-8,6	-0,1	-8,3	-2,9	-6,8	-17,7	100,9
Tapskontrakter	-0,7	-0,8	-16,0	2,8	-0,7	-108,7	0,0
Restruktureringskostnader	-2,8	-0,1	-34,9	-6,3	-15,2	-5,4	0,3
Andre ikke-operasjonelle størrelser	0,0	0,0	-9,5	-20,1	2,4	1,3	-1,9
AFR - driftsrelatert	-13,1	-11,0	-3,9	-3,4	-2,7	0,0	0,0
DSP - driftsrelatert	11,0	80,2	-237,7	-97,1	-99,1	0,0	0,0
Unormalt driftsresultat før skatt	-208,6	115,0	-80,7	-188,1	-112,0	255,6	-154,5

Tabell 5.8: Unormalt driftsresultat

Unormalt finansresultat	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto valutaeffekt	30,3	70,0	-39,9	-46,4	4,2	26,9	1,6
Andre finansielle størrelser	40,5	-60,8	-52,8	-149,8	-56,6	-212,6	72,6
Resultat diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	11,8	24,5	-0,2	0,0	0,0
AFR - finansrelatert	10,0	-43,1	77,7	85,0	45,8	53,4	-145,6
Unormalt finansresultat før skatt	80,8	-33,9	-3,2	-86,8	-6,8	-132,3	-71,4

Tabell 5.9: Unormalt finansresultat

Unormal skattekostnad	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Rapportert skattekostnad (SK)	-33,6	-50,4	-131,4	-89,9	-91,6	-219,9	-234,5
Skattekostnad - unormal (USK)	1,3	-13,7	-1,3	-2,5	-11,4	10,5	0,0
Skattekostnad - normal (NSK)	-34,8	-36,6	-130,0	-87,4	-80,2	-230,4	-234,5

Tabell 5.10: Unormal skattekostnad

Steg 4 - Fordeling av skattekostnad

Siste steg i omgrupperingen er å fordele skattekostnaden på de omgrupperte og normaliserte resultatpostene. Dette gjøres siden det er avkastning etter skatt som er av interesse for investor (Gjesdal, 2007). Fordelingen av driftsskattesatsen gjøres ved å først beregne driftsskattesatsen som videre normaliseres til normalisertdriftsskattesats (ndss). Driftsskattesatsen har en tendens til å variere mye og ligger normalt over selskapsskattesatsen. Det kan skyldes fremførbart underskudd, permanente forskjeller og skatter i utlandet (Knivsflå, 2017d). For å beregne driftsskattesatsen bruker vi Knivsflå sin tommelfingerregel:

$$dss = \frac{NSK - sss * \frac{2}{3} * (FI + UFR) + sss * FK}{DR + UDR}$$

UDR = unormalt driftsresultat (UDI-UDK)

For å beregne driftsskattesatsen identifiseres først netto finanskostnadene (NFK) som består av rentekostnader, skattlagt med normal selskapsskattesats. Deretter identifiseres netto finansinntekt som består av både normalt og unormalt finansresultat. Vi valgte som nevnt i avsnitt 5.2.1 å sette denne til 2/3 av normal selskapsskattesats. For 2017 får vi da at finansinntektsskattesatsen (fiss) = $24\% * \frac{2}{3} = 16\%$. Deretter divideres disse på driftsresultat og unormalt driftsresultat.

Av tabell 5.11 ser vi at driftsskattesatsen varierer en del over analyseperioden og ligger hovedsakelig over selskapsskattesatsen. Dette kan blant annet skyldes at selskapets skatt beregnes på gruppenivå. Det innebærer at beregnet driftsskattesats er en blanding av skatt fra flere enheter som opererer i ulike land, der hvert land har sine egne skatteregler (Petersen, et al., 2017, p. 113). For å normalisere driftsskattesatsen foreslår Knivsflå (2017d) at den minst ekstreme verdien av gjennomsnittet og medianen, for de 6 årene som inngår i analyseperioden, velges. Medianen er minst ekstrem og normalisert driftsskattesats settes til 30,48%.

Skattesats	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	gj.snitt	median
dss	22,74 %	38,96 %	29,30 %	33,48 %	31,54 %	29,41 %	29,41 %	32,02 %	30,48 %
ndss	30,48 %	30,48 %	30,48 %	30,48 %	30,48 %	30,48 %	30,48 %		
dss-ndss	-7,73 %	8,49 %	-1,18 %	3,01 %	1,06 %	-1,06 %	-1,06 %		

Tabell 5.11: Skattekostnad i analyseperioden

De utledede skattesatsene brukes deretter til å fordele skattekostnadene til Marine Harvest. Fordelingen av skattekostnadene fremgår av tabell 5.12. Fordelingen blir gjort for å belyse skattekostnaden knyttet til hver enkelt resultatpost. Samtidig som den viser de ulike resultatene etter skatt. Merk at samlet skal de fordelte skattekostnadene være lik rapportert skattekostnad.

Fordeling av skatt	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Normal driftsskattekostnad	-110,5	-21,9	-124,1	-153,7	-101,2	-205,1	-288,8
Skatt på finansinntekt	-0,7	-3,4	-3,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,4
Skatt på finanskostnad	14,6	14,3	22,9	17,6	12,6	12,1	11,0
Skatt på unormalt driftsresultat	46,9	-17,9	-47,1	29,3	3,2	-75,2	45,4
Unormal skatt på normal drift	28,0	-6,1	4,8	-15,2	-3,5	7,2	10,1
Skatt på unormal finansresultat	-13,2	-1,7	17,3	35,3	9,4	30,9	-11,9
Unormal skatt	1,3	-13,7	-1,3	-2,5	-11,4	10,5	0,0
Rapportert skattekostnad	-33,6	-50,4	-131,4	-89,9	-91,6	-219,9	-234,5

Tabell 5.12: Fordeling av skattekostnad

I tabell 5.13 presenteres Marine Harvest sitt regnskap. Regnskapet er nå omgruppert til en investororientert oppstilling som vil brukes i videre analyser. Verdiskapingen (netto resultat til sysselsatt kapital) og verdiutdelingen fremgår nå tydelig av oppstillingen.

Omgruppert resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	2 070,3	2 068,9	2 456,2	3 053,2	3 112,4	3 510,2	3 810,9
Varekostnader	-1 077,8	-1 293,3	-1 279,1	-1 635,6	-1 770,3	-1 782,2	-1 706,1
Lønns- og personalkostnader	-279,5	-323,6	-342,1	-397,1	-427,1	-440,0	-466,7
Andre driftskostnader	-264,8	-289,5	-330,3	-400,6	-443,2	-472,5	-540,9
Avskrivninger	-85,6	-90,6	-97,5	-115,6	-139,8	-142,5	-149,4
Driftsresultat fra egen virksomhet	362,7	71,9	407,1	504,2	332,1	672,9	947,8
Driftsrelatert skattekostnad	-110,5	-21,9	-124,1	-153,7	-101,2	-205,1	-288,8
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	252,2	50,0	283,0	350,5	230,9	467,9	658,9
Nettoresultat driftstilknyttet selskap	-1,1	11,8	28,4	17,9	23,4	62,6	17,5
Netto driftsresultat	251,1	61,8	311,4	368,4	254,3	530,5	676,4
Netto finansinntekt	2,9	14,7	16,6	3,9	3,0	1,8	2,1
Nettoresultat til sysselsatt kapital	254,0	76,5	328,1	372,3	257,3	532,2	678,5
Netto finanskostnad	-37,5	-36,9	-59,0	-47,5	-33,9	-36,3	-35,0
Netto minoritetsresultat	-0,7	-0,5	-0,9	-0,5	-0,1	0,3	-0,3
Nettoresultat til egenkapital	215,8	39,1	268,1	324,3	223,3	496,2	643,3
Unormalt netto driftsresultat	-132,3	77,3	-124,4	-176,4	-123,7	198,1	-99,0
Unormalt netto finansresultat	67,6	-35,7	14,1	-51,5	2,6	-101,3	-83,3
Fullstendig netto resultat til egenkapital	151,1	80,7	157,8	96,4	102,2	593,0	461,0
Netto betalt utbytte	-362,6	113,7	205,9	-404,8	154,3	-419,2	1,7
Endring i egenkapital	-211,5	194,4	363,7	-308,4	256,5	173,8	462,7

Tabell 5.13: Omgruppert resultatregnskap

5.3.2 Omgruppering av balanseoppstilling

Neste steg er å omgruppere balanseoppstillingen til en investororientert oppstilling.

Omgruppering av balanseoppstillingen gjøres i henhold til Knivsflå (2017e) sitt rammeverk i fire steg:

- Eventuelt avsatt utbytte = egenkapital
- Klargjøre drift og finans i totalbalansen

- Fra total- til sysselsatt kapital
- Fra sysselsatt- til netto driftskapital

I finansregnskapet til Marine Harvest viser balanseoppstillingen eiendeler og gjeld klassifisert som kortsiktig og langsiktig. Dette er nyttig for en kreditor og dersom man skal utføre en kreditoranalyse, men er lite hensiktsmessig for en investor. Fra en investors perspektiv er det, som nevnt innledningsvis, mer hensiktsmessig at eiendeler og gjeld er klassifisert som drift og finans. Driftseiendeler og forpliktelser er det som skaper verdi gjennom drift, mens finansielle eiendeler og forpliktelser er det som finansierer virksomheten (Penman, 2013, p. 241).

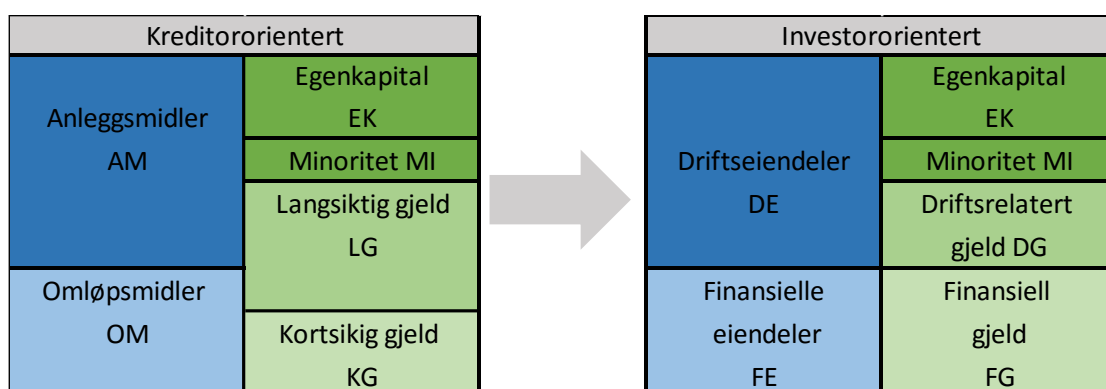
Videre er det viktig å ha konsistens mellom resultat og balanse. Eiendeler og forpliktelser i balansen som klassifiseres som drift og finans må således samsvare med klassifiseringen av inntekter og utgifter i finansregnskapet (Penman, 2013, p. 292).

Steg 1 – Avsatt utbytte = egenkapital

Etter IFRS blir det ikke avsatt for foreslått utbytte som kortsiktig gjeld. Praksisen etter IFRS er derimot at det først avsettes for utbytte når generalforsamlingen har vedtatt utbytte (Knivsflå, 2017e). Følgelig vil ikke denne balanseposten være relevant for Marine Harvest.

Steg 2 – Skille mellom drift og finans i totalbalansen

I likhet med omgrupperingen av resultatregnskapet vil det også her være nødvendig å skille mellom drift og finans. Skillet mellom drift og finans i totalbalansen illustreres i figur 5.3.



Figur 5.3: Illustrasjon av skillet mellom kreditor- og investororientert oppstilling (Knivsflå, 2017e)

Vi vil videre skille mellom drift og finans på eiendelssiden og gjeldssiden separat.

På eiendelssiden blir følgende inndeling gjort:

Drift

- Immaterielle eiendeler består i hovedsak av lisenser, goodwill og utsatt skattefordel. Slike eiendeler relaterer seg til selskapets kjernevirksomhet og klassifiseres som drift (Kaldestad & Møller , 2016, p. 196).
- Varige driftsmidler består i hovedsak av eiendom, bygninger, utstyr tilknyttet driften og anses driftsrelatert.
- Aksjer i tilknyttede selskap ble diskutert inngående under omgrupperingen av resultatregnskapet hvor den ble klassifisert som drift. Siden konsistens mellom resultatregnskap og balanse er viktig klassifiseres den som drift her også.
- Andre langsiktige eiendeler er en post uten spesifikasjoner og som historisk har utgjort en liten del av anleggsmidler. Ettersom den er spesifikt skilt ut fra langsiktige finansielle eiendeler velger vi å klassifisere den som drift.
- Varelager, biologiske eiendeler og kundefordringer er poster som direkte er knyttet opp til Marine Harvest sin kjernevirksomhet. Disse klassifiseres følgelig som drift.
- Andre fordringer består i hovedsak av forskuddsbetalinger, pensjonsfond og forskuddsbetalt skatt. Posten inneholder hovedsakelig driftsrelaterte element og klassifiseres som drift.
- Kortsiktig finansielle eiendeler består av markedsverdi av finansielle instrument og valutasikringer. De er plassert som finansielle av Marine Harvest, men brukes for å sikre driften mot blant annet valutasvingninger og bærer derfor preg av driftssikring fremfor å være en spekulativ plassering. Spesielt relevant er det ettersom Marine Harvest opererer i markeder som benytter ulik valuta, og valutasvingninger kan ha direkte innvirkning på selskapets resultat (Nordea, u.å).

Finans

- Langsiktige finansielle eiendeler består av investeringer i selskaper der Marine Harvest ikke har betydelig innflytelse. Som diskutert tidligere vil det vesentlige for klassifiseringen være om investeringen kan anses som en del av Marine Harvest sin

kjernevirksomhet. Selskapene opererer i hovedsak innenfor Marine Harvest sin kjernevirksomhet, men investeringen bærer imidlertid preg av å være så liten at den ikke inngår som et ledd i Marine Harvest sin egen drift. Størrelsen på investeringen tilsier heller at den holdes som finansiell investering og klassifiseres derfor som finans.

- Av kontanter, bank og bundne midler er bare overskuddslikviditeten en finansiell eiendel (Kaldestad & Møller , 2016, p. 194). Det er derimot vanskelig å skille mellom hva som er overskuddslikviditet og ikke, og derfor klassifiseres alt som finansielle eiendeler. Det er viktig å merke seg at ved å ignorere driftslikvider blir driftskapitalen underestimert, men alle renteinntektene er grupperte under finansinntekter slik at vi har konsistens i resultatregnskap og balanse (Knivsflå, 2017e).
- Eiendeler holdt for salg vil som diskutert tidligere ikke kunne generere verdi for selskapet gjennom drift i fremtiden og klassifiseres som en finansiell eiendel.

På gjeldssiden blir følgende inndeling gjort:

Drift

- Andre langsiktige forpliktelser består av pensjonsforpliktelser og andre uspesifiserte langsiktige forpliktelser. Pensjonsforpliktelser kan inneholde elementer av både drift og finans. Den finansrelaterte delen bør skilles ut og inngå i netto rentebærende gjeld (Kaldestad & Møller , 2016, p. 69). Det vil imidlertid være vanskelig for oss å skille mellom de ulike elementene ettersom det ikke er spesifisert hva som er drift og finans i notene. Siden pensjonsforpliktelsen inngår som en del av lønnskostnaden velger vi å klassifisere posten som drift.
- Utsatt skatteforpliktelse er en konsekvens av midlertidige forskjeller mellom bokført verdi og skattemessigverdi, og bærer ingen rente. Det taler for at utsatt skatteforpliktelse kan klassifiseres som drift (Petersen, et al., 2017, p. 117).
- Betalbar skatt skal ideelt sett deles inn i skatt på drift og skatt på finans, dette er imidlertid en komplisert prosess (Petersen, et al., 2017, p. 117). Vi anser det derfor som mest hensiktsmessig å plassere posten i sin helhet som drift, ettersom Marine Harvest sin betalbare skatt i hovedsak knytter seg til driftsresultatet.

- Andre gjeldsposter som klart knytter seg til drift og klassifiseres som drift er leverandørgjeld, avsetninger og andre kortsiktige forpliktelser (Knivsflå, 2017e).

Finans

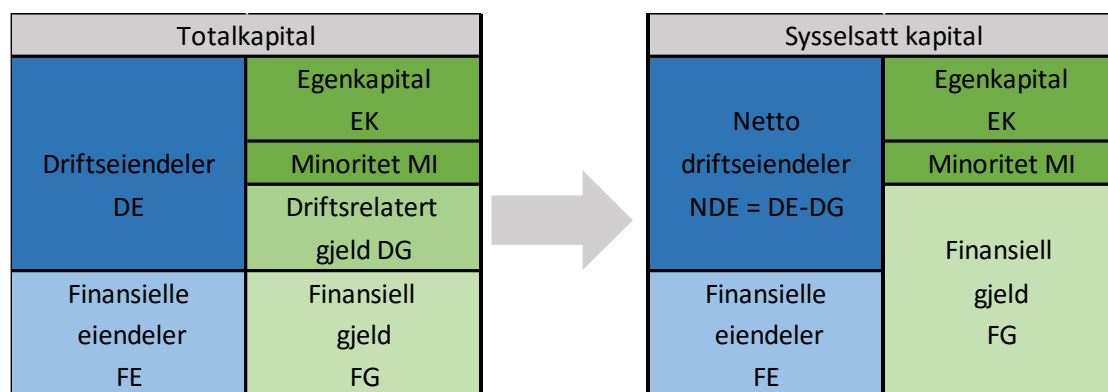
- Innledningsvis ble det spesifisert at all rentebærende gjeld er finansiell. Posten rentebærende gjeld klassifiseres følgelig som finans.
- På samme grunnlag klassifiseres langsiktige finansielle forpliktelser og kortsiktige finansielle forpliktelser som finans.
- Forpliktelser holdt for salg klassifiseres som finans ettersom de ikke vil være relevant for selskapets fremtidige drift.

Omgrupperte eiendeler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	1 653,9	1 712,5	1 952,1	2 060,8	2 134,4	2 255,5	2 198,8
Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	1 237,2	1 280,8	1 856,7	1 881,4	1 987,7	2 447,1	1 977,4
Driftseiendeler (DE)	2 891,1	2 993,3	3 808,8	3 942,2	4 122,1	4 702,6	4 176,2
Finansielle anleggsmidler (FAM)	11,9	137,4	15,8	18,5	0,4	0,4	0,4
Finansielle omløpsmidler (FOM)	36,0	45,7	198,6	159,0	73,6	107,5	67,1
Finansielle eiendeler (FE)	47,9	183,1	214,4	177,5	74,0	107,9	67,5
TOTALE EIENDELER	2 938,9	3 176,3	4 023,2	4 119,7	4 196,1	4 810,4	4 243,7
Egenkapital majoritet	1 388,5	1 582,8	1 946,6	1 638,1	1 894,6	2 068,4	2 531,1
Minoritetsinteresser	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	316,1	403,0	415,8	410,5	403,8	465,0	382,9
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	354,5	402,4	521,4	542,2	517,7	751,7	545,0
Driftsrelatert gjeld (DG)	670,6	805,4	937,2	952,7	921,5	1 216,6	927,9
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	849,8	727,2	1 021,7	1 436,0	1 280,9	1 433,0	586,7
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	20,2	51,5	114,4	91,1	98,2	91,5	196,7
Finansiell gjeld (FG)	870,1	778,7	1 136,2	1 527,0	1 379,0	1 524,5	783,4
TOTALKAPITAL	2 938,9	3 176,3	4 023,2	4 119,7	4 196,1	4 810,4	4 243,7

Tabell 5.14: Omgrupperte eiendeler etter drift og finans

Steg 3 – Fra total- til sysselsatt kapital

En omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital vil være hensiktsmessig ettersom ikke all gjeld skal være med på å dele verdiskapingen skapt av driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler. Den kapitalen som skal ha sin andel av verdiskapingen kalles sysselsatt kapital (Gjesdal, 2007). Gjesdal (2007) definerer sysselsatt kapital som egenkapital og rentebærende gjeld. I sysselsatt kapitalmodellen vil dermed den driftsrelaterte gjelden komme til fradrag i driftsrelaterte eiendeler. Sysselsatte eiendeler blir følgelig netto driftsrelaterte eiendeler pluss finansielle eiendeler. Skillet mellom totalkapital og sysselsatt kapital illustreres i figur 5.4.



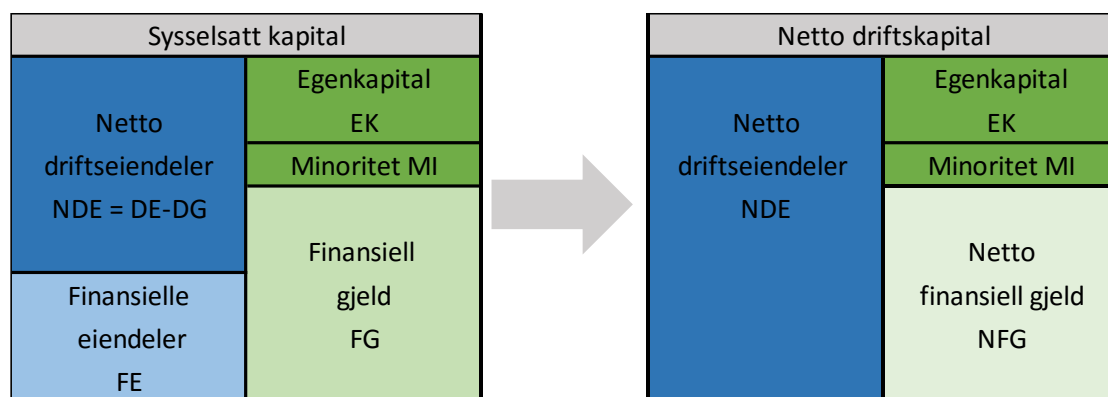
Figur 5.4: Illustrasjon overgang fra total- til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2017e)

Sysselsattkapital balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1 337,8	1 309,5	1 536,3	1 650,2	1 730,6	1 790,5	1 815,9
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	882,7	878,4	1 335,4	1 339,2	1 469,9	1 695,4	1 432,4
Netto driftseiendeler (NDE)	2 220,5	2 187,9	2 871,6	2 989,4	3 200,6	3 485,9	3 248,3
Finansielle eiendeler (FE)	47,9	183,1	214,4	177,5	74,0	107,9	67,5
SYSSELSATTE EIENDELDER (SSE)	2 268,3	2 370,9	3 086,0	3 167,0	3 274,6	3 593,8	3 315,8
Egenkapital (EK)	1 388,5	1 582,8	1 946,6	1 638,1	1 894,6	2 068,4	2 531,1
Minoritetsinteresser (MI)	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Finansiell gjeld (FG)	870,1	778,7	1 136,2	1 527,0	1 379,0	1 524,5	783,4
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)	2 268,3	2 370,9	3 086,0	3 167,0	3 274,6	3 593,8	3 315,8

Tabell 5.15: sysselsatt kapital

Steg 4 – Fra sysselsatt- til netto driftskapital

Siste steg er å omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. Vi flytter finansielle eiendeler fra sysselsatte eiendeler over til sysselsatt kapital. Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som selskapet har utover det som er nødvendig for å drive selskapet. Det innebærer at finansielle eiendeler er likvide midler som kan brukes for å raskt betale ned den finansielle gjelden. Det er således naturlig å analysere netto finansielle eiendeler (Knivsflå, 2017e).



Figur 5.5: Illustrasjon overgang fra sysselsatt- til netto driftskapital. (Knivsflå, 2017e)

Netto driftskapital balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1 337,8	1 309,5	1 536,3	1 650,2	1 730,6	1 790,5	1 815,9
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	882,7	878,4	1 335,4	1 339,2	1 469,9	1 695,4	1 432,4
Netto driftseiendeler (NDE)	2 220,5	2 187,9	2 871,6	2 989,4	3 200,6	3 485,9	3 248,3
Egenkapital (EK)	1 388,5	1 582,8	1 946,6	1 638,1	1 894,6	2 068,4	2 531,1
Minoritetsinteresser (MI)	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Netto finansiell gjeld (NFG)	822,2	595,6	921,8	1 349,5	1 305,0	1 416,6	715,9
Netto driftskapital (NDK)	2 220,5	2 187,9	2 871,6	2 989,4	3 200,6	3 485,9	3 248,3

Tabell 5.16: Netto driftskapital

5.3.3 Omgruppert kontantstrøm

Omgruppering kontantstrøm	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat	251,1	61,8	311,4	368,4	254,3	530,5	676,4
Unormalt netto driftsresultat	-132,3	77,3	-124,4	-176,4	-123,7	198,1	-99,0
Endring netto driftseiendeler		-32,6	683,8	117,8	211,1	285,4	-237,7
Fri kontantstrøm frå drift	118,8	171,7	-496,8	74,2	-80,6	443,2	815,1
Netto finansinntekter	2,9	14,7	16,6	3,9	3,0	1,8	2,1
Unormale netto finansinntekter	67,6	-35,7	14,1	-51,5	2,6	-101,3	-83,3
Endring finansielle eiendeler		135,2	31,3	-36,9	-103,5	33,8	-40,4
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	189,3	15,5	-497,3	63,5	28,6	309,8	774,3
Netto finanskostnad	-37,5	-36,9	-59,0	-47,5	-33,9	-36,3	-35,0
Endring finansiell gjeld		-91,4	357,5	390,9	-148,0	145,5	-741,1
Netto minoritetsresultat	-0,7	-0,5	-0,9	-0,5	-0,1	0,3	-0,3
Endring minoritetsinteresser		-0,4	-6,1	-1,5	-0,9	0,0	0,4
Fri kontantstrøm til egenkapital	151,1	-113,7	-205,9	404,8	-154,3	419,2	-1,7

Tabell 5.17: Omgruppert fri kontantstrøm

5.4 Analyse av målefeil og justering

Når en skal analysere verdien av selskapet er det vesentlig at de rapporterte tallene reflekterer underliggende økonomiske verdier. I mange land pålegger regnskapsstandardene selskapene å kostnadsføre utgifter til eksempelvis forskning og utvikling og markedsføring, fordi utfallet

og verdien fortsatt er usikker. I slike tilfeller ønsker man som investor å justere for å være sikker på at de rapporterte tallene faktisk reflekterer de underliggende økonomiske verdiene i selskapet (Palepu, et al., 2013, p. 140). Det er derimot viktig å huske at en bør fokusere på å justere for de områdene som genererer størst verdi for selskapet og som har vesentlig effekt på selskapets gjeld, egenkapital og inntjening. En må også vurdere informasjonsgrunnlaget siden mange justeringer bare vil være antakelser framfor presise utregninger på grunn av manglende informasjon (Palepu, et al., 2013, p. 163). Målefeil kan dessuten også oppstå fordi analytikeren har et annet synspunkt enn ledelsen hva angår estimer og forutsetninger som er lagt til grunn ved utarbeidelsen av den finansielle rapporten. Enkelte er imidlertid kritisk til justering av regnskapet fordi regnskapsstandardene er god nok. Knivsflå (2017g) anfører også at i enkelte tilfeller kan kostnaden av å justere være større enn nytten. Penman (2013) ser ikke ut til å være tilhenger av justering ettersom han ikke har valgt å nevne noe om dette i sin bok.

Justeringer gjøres basert på målefeil som følge av forskjell mellom rapporterte og virkelig underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2017e). Knivsflå definerer tre typer målefeil. Målefeil type 1 viser om selskapet klarer å skape verdier gjennom investert kapital slik at de oppnår en rentabilitet større enn kravet, også kalt superrentabilitet eller strategisk fordel. Denne formen for målefeil ønsker vi ikke å korrigere for siden vi ønsker å måle selskapets strategiske fordel. Målefeil type 2 er feil mellom virkelig og rapportert resultat som følge av at regnskapsstandarden tillater eller krever dårlig rentabilitetsmåling. Et problem er ofte manglende balanseføring slik at kapitalen blir undervurdert og rentabiliteten overvurdert. Manglende balanseføring fører til støy i rentabilitetsmålingen som forplanter seg videre til målt strategisk fordel. Ettersom Marine Harvest fører sitt regnskap etter regnskapsprinsipper hvor det er tillat med målefeil type 2, og dette kan forplante seg videre til den strategiske fordel, ønsker vi å justere for målefeil type 2. Målefeil type 3 skyldes at rapporterte regnskap avviker fra hvordan det skulle vært ført etter regnskapsstandarden. I slike tilfeller blir regnskapstallene manipulert for å se bedre ut. Marine Harvest fører etter IFRS og har som nevnt i alle år fått utstedt umodifisert revisjonsberetning. Vi har ikke forutsetninger for å oppdage slike feil. Vi vil derfor ikke forsøke å justere for målefeil type 3 her (Knivsflå, 2017e).

Med utgangspunkt i overnevnte mener vi det er mest hensiktsmessig å justere for forskning og utvikling og biologiske eiendeler. Andre områder vi har vurdert er pensjonsforpliktelser, utsatt skatt og markedsføring. Vi anser derimot ikke disse områdene som like vesentlige for Marine Harvest sin verdiskapning, samt fordelene ved å justere kan utjevnes på grunn av støy. Vi går nærmere inn på forskning og utvikling og biologiske eiendeler i de to neste delkapitlene.

5.4.1 Justering for forskning og utvikling

Marine Harvest har skilt ut kostnader knyttet til forskning og utvikling i sitt årsregnskap, men ettersom årsregnskapene til de komparative selskapene ikke inneholder nok informasjon angående dette vil det ikke bli foretatt justering for forskning og utvikling. Vi vil likevel se på hvilke virkninger det vil få for regnskapet at vi ikke justerer for denne posten. Normalt blir utgifter til forskning kostnadsført i henhold til International Accounting Standards (IAS) 38. Manglende balanseføring fører imidlertid til en lavere egenkapital og lavere netto resultat til egenkapital gitt positiv vekst. Dette vil videre påvirke rentabiliteten som blir beregnet i kapittel 8. Ettersom selskapet ikke balansefører forskning og utvikling vil egenkapitalrentabiliteten bli "oppblåst" siden verdien av nevneren er undervurdert (Knivsflå, 2017c). Vi er således klar over konsekvensene manglende justering vil føre til, men for at det skal være samsvar mellom selskapene velger vi å ikke foreta justering av forskning og utvikling.

5.4.2 Justering for biologiske eiendeler

Marine Harvest er underlagt IFRS, og etter IFRS 13 samt IAS 41 må biologiske eiendeler måles til virkelig verdi, såfremt den kan måles pålitelig. Settefisk, smolt og levende fisk under en kilo måles til historisk kost. Laks over en kilo måles til virkelig verdi på bakgrunn av hvor langt de er kommet i vekstprosessen. Dette vil si at endringer i virkelig verdi må føres løpende i løpet av laksens livssyklus, samt ved endringer i lakseprisen (Bernhoft & Fardal, 2007). Disse endringene påvirker balanseposten biologiske eiendeler og resultatposten verdijustering for biologiske eiendeler. Dette fører videre til en endring i rentabilitetsmålingen.

Som diskutert i tidligere kapittel vil relativt små endringer eller feilvurderinger i estimatene på enkelte faktorer, blant annet pris og volum, gi signifikant verdiendring. Ettersom disse

verdiene påvirker rentabilitetsmålingen som sier noe om avkastning på drift, er det en risiko for at de som utarbeider estimatene velger et for opportunistisk syn. Spesielt med hensyn til at verdijustering biologiske eiendeler utgjør en relativt stor post i balansen. Posten utgjør dermed en risiko for at eiendelssiden i balansen kan være oppblåst. I tillegg er det en ustabil post som gjør det vanskelig for oss å måle underliggende rentabilitet ettersom den vil være varierende. Vi vil få en jevnere rentabilitetsmåling ved å justere for biologiske eiendeler. På bakgrunn av dette velger vi et konservativt syn og justerer posten biologiske eiendeler til historisk kost for å redusere støy i regnskapet. En fare med justeringen er at posten blir undervurdert, men usikkerhetene i estimatene er så betydelige at vi mener det er mest hensiktsmessig å justere.

På unormalt driftsresultat som verdijustering biologiske eiendeler går under brukes normalisert driftsskattesats på 30,48%. I tabell 5.18 og 5.19 presenteres virkningen av justeringen på balanse og resultat. Det må derimot nevnes at resultatjusteringen ikke vil ha noen betydning for vår videre analyse ettersom denne posten er klassifisert som unormal.

Justering av biologiske eiendeler i balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftseiendeler før justering	2 220,5	2 187,9	2 871,6	2 989,4	3 200,6	3 485,9	3 248,3
Historisk kost biologiske eiendeler	743,4	718,7	870,0	864,2	896,0	913,3	892,9
Virkelig verdi biologiske eiendeler	806,6	830,6	1 221,3	1 115,8	1 140,2	1 573,8	1 277,7
Verdijustering av NDE for biologiske eiendeler	-63,1	-111,8	-351,3	-251,6	-244,2	-660,5	-384,8
Verdiendring utsatt skatt	-19,2	-34,1	-107,0	-76,7	-74,4	-201,3	-117,3
Verdiendring netto driftseiendeler	-43,9	-77,7	-244,2	-174,9	-169,8	-459,2	-267,5
Netto driftseiendeler etter justering	2 176,6	2 110,1	2 627,4	2 814,5	3 030,8	3 026,7	2 980,7
Egenkapital før justering	1 388,5	1 582,8	1 946,6	1 638,1	1 894,6	2 068,4	2 531,1
Verdiendring egenkapital	-43,9	-77,7	-244,2	-174,9	-169,8	-459,2	-267,5
Egenkapital etter justering	1 344,6	1 505,1	1 702,3	1 463,2	1 724,9	1 609,2	2 263,6
Minoritetsinteresser (MI)	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Netto finansiell gjeld (NFG)	822,2	595,6	921,8	1 349,5	1 305,0	1 416,6	715,9
Netto driftskapital etter justering	2 176,6	2 110,1	2 627,4	2 814,5	3 030,8	3 026,7	2 980,7

Tabell 5.18: Virkning av justering på balansen

Justering i resultat	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Verdiendring unormalt netto driftsresultat		-33,9	-166,5	69,3	5,1	-289,4	191,7
Prinsippendring biologiske eiendeler	-43,9						

Tabell 5.19: Virkning av justering på resultat

5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse

Justeringen fører til endringer i resultatregnskap og balanse, derfor presenteres en oppstilling som tar hensyn til virkningen i tabellene under.

Omgruppet resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	2 070,3	2 068,9	2 456,2	3 053,2	3 112,4	3 510,2	3 810,9
Varekostnader	-1 077,8	-1 293,3	-1 279,1	-1 635,6	-1 770,3	-1 782,2	-1 706,1
Lønns- og personalkostnader	-279,5	-323,6	-342,1	-397,1	-427,1	-440,0	-466,7
Andre driftskostnader	-264,8	-289,5	-330,3	-400,6	-443,2	-472,5	-540,9
Avskrivninger	-85,6	-90,6	-97,5	-115,6	-139,8	-142,5	-149,4
Driftsresultat fra egen virksomhet	362,7	71,9	407,1	504,2	332,1	672,9	947,8
Driftsrelatert skattekostnad	-110,5	-21,9	-124,1	-153,7	-101,2	-205,1	-288,8
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	252,2	50,0	283,0	350,5	230,9	467,9	658,9
Nettoresultat driftstilknyttet selskap	-1,1	11,8	28,4	17,9	23,4	62,6	17,5
Netto driftsresultat	251,1	61,8	311,4	368,4	254,3	530,5	676,4
Netto finansinntekt	2,9	14,7	16,6	3,9	3,0	1,8	2,1
Nettoresultat til sysselsatt kapital	254,0	76,5	328,1	372,3	257,3	532,2	678,5
Netto finanskostnad	-37,5	-36,9	-59,0	-47,5	-33,9	-36,3	-35,0
Netto minoritetsresultat	-0,7	-0,5	-0,9	-0,5	-0,1	0,3	-0,3
Nettoresultat til egenkapital	215,8	39,1	268,1	324,3	223,3	496,2	643,3
Unormalt netto driftsresultat	-132,3	43,4	-290,9	-107,1	-118,6	-91,3	92,7
Unormalt netto finansresultat	67,6	-35,7	14,1	-51,5	2,6	-101,3	-83,3
Fullstendig netto resultat til egenkapital	151,1	46,8	-8,6	165,7	107,4	303,5	652,7
Netto betalt utbytte	-362,6	113,7	205,9	-404,8	154,3	-419,2	1,7
Prinsippendring biologisk eiendel - dirty surplus	-43,9						
Endring i egenkapital	-255,4	160,5	197,2	-239,1	261,7	-115,7	654,4

Tabell 5.20: Justert omgruppet resultatregnskap

Omgrupperte eiendeler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	1 673,2	1 746,6	2 059,1	2 137,4	2 208,9	2 456,8	2 316,1
Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	1 174,0	1 169,0	1 505,5	1 629,8	1 743,5	1 786,6	1 592,6
Driftseiendeler (DE)	2 847,2	2 915,5	3 564,6	3 767,2	3 952,3	4 243,4	3 908,7
Finansielle anleggsmidler (FAM)	11,9	137,4	15,8	18,5	0,4	0,4	0,4
Finansielle omløpsmidler (FOM)	36,0	45,7	198,6	159,0	73,6	107,5	67,1
Finansielle eiendeler (FE)	47,9	183,1	214,4	177,5	74,0	107,9	67,5
TOTALE EIENDELER	2 895,1	3 098,6	3 779,0	3 944,8	4 026,3	4 351,2	3 976,2
Egenkapital majoritet	1 344,6	1 505,1	1 702,3	1 463,2	1 724,9	1 609,2	2 263,6
Minoritetsinteresser	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	316,1	403,0	415,8	410,5	403,8	465,0	382,9
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	354,5	402,4	521,4	542,2	517,7	751,7	545,0
Driftsrelatert gjeld (DG)	670,6	805,4	937,2	952,7	921,5	1 216,6	927,9
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	849,8	727,2	1 021,7	1 436,0	1 280,9	1 433,0	586,7
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	20,2	51,5	114,4	91,1	98,2	91,5	196,7
Finansiell gjeld (FG)	870,1	778,7	1 136,2	1 527,0	1 379,0	1 524,5	783,4
TOTALKAPITAL	2 895,1	3 098,6	3 779,0	3 944,8	4 026,3	4 351,2	3 976,2

Tabell 5.21: Justert omgrupperte eiendeler

Sysselsattkapital balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1 357,0	1 343,6	1 643,3	1 726,9	1 805,0	1 991,8	1 933,2
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	819,6	766,6	984,1	1 087,6	1 225,7	1 034,9	1 047,6
Netto driftseiendeler (NDE)	2 176,6	2 110,1	2 627,4	2 814,5	3 030,8	3 026,7	2 980,7
Finansielle eiendeler (FE)	47,9	183,1	214,4	177,5	74,0	107,9	67,5
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)	2 224,4	2 293,2	2 841,8	2 992,0	3 104,8	3 134,6	3 048,2
Egenkapital (EK)	1 344,6	1 505,1	1 702,3	1 463,2	1 724,9	1 609,2	2 263,6
Minoritetsinteresser (MI)	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Finansiell gjeld (FG)	870,1	778,7	1 136,2	1 527,0	1 379,0	1 524,5	783,4
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)	2 224,4	2 293,2	2 841,8	2 992,0	3 104,8	3 134,6	3 048,2

Tabell 5.22: Justert sysselsatt kapital

Netto driftskapital balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	1 357,0	1 343,6	1 643,3	1 726,9	1 805,0	1 991,8	1 933,2
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	819,6	766,6	984,1	1 087,6	1 225,7	1 034,9	1 047,6
Netto driftseiendeler (NDE)	2 176,6	2 110,1	2 627,4	2 814,5	3 030,8	3 026,7	2 980,7
Egenkapital (EK)	1 344,6	1 505,1	1 702,3	1 463,2	1 724,9	1 609,2	2 263,6
Minoritetsinteresser (MI)	9,8	9,4	3,3	1,8	0,9	0,9	1,3
Netto finansiell gjeld (NFG)	822,2	595,6	921,8	1 349,5	1 305,0	1 416,6	715,9
Netto driftskapital (NDK)	2 176,6	2 110,1	2 627,4	2 814,5	3 030,8	3 026,7	2 980,7

Tabell 5.23: Justert netto driftskapital

Fri kontantstrøm fra drift	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat	251,1	61,8	311,4	368,4	254,3	530,5	676,4
Unormalt netto driftsresultat	-132,3	43,4	-290,9	-107,1	-118,6	-91,3	92,7
Endring netto driftseiendeler		-66,5	517,3	187,1	216,3	-4,0	-46,0
Fri kontantstrøm fra drift	118,8	171,7	-496,8	74,2	-80,6	443,2	815,1
Netto finansinntekter	2,9	14,7	16,6	3,9	3,0	1,8	2,1
Unormale netto finansinntekter	67,6	-35,7	14,1	-51,5	2,6	-101,3	-83,3
Endring finansielle eiendeler		135,2	31,3	-36,9	-103,5	33,8	-40,4
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	189,3	15,5	-497,3	63,5	28,6	309,8	774,3
Netto finanskostnad	-37,5	-36,9	-59,0	-47,5	-33,9	-36,3	-35,0
Endring finansiell gjeld		-91,4	357,5	390,9	-148,0	145,5	-741,1
Netto minoritetsresultat	-0,7	-0,5	-0,9	-0,5	-0,1	0,3	-0,3
Endring minoritetsinteresser		-0,4	-6,1	-1,5	-0,9	0,0	0,4
Fri kontantstrøm til egenkapital	151,1	-113,7	-205,9	404,8	-154,3	419,2	-1,7

Tabell 5.24: Justert fri kontantstrøm

5.4.4 Bransjen

Utarbeidelsen av bransjetallene er gjort ved å aggregere regnskapstallene for de valgte komparative selskapene, inkludert Marine Harvest, slik at de fremstår som et fiktivt selskap her kalt bransjen. Dette fører til at de største selskapene sin kapitalstruktur får en større påvirkning på bransjetallene enn det de mindre selskapene vil. Som en konsekvens av dette vil Marine Harvest utgjøre en stor del av bransjen. Det er verdt å merke seg at alle bransjetallene er omsatt fra norske kroner til euro ettersom samtlige av konkurrentene opererer med NOK som presentasjonsvaluta. Det er også gjort en grundigere gjennomgang av Marine Harvest sitt regnskap enn for konkurrentene på grunn av tidsbegrensninger. Hensikten har vært å ha samsvar i skillet mellom drift og finans, og normale og unormale poster hos alle selskapene. Noen avvik vil derimot forekomme, blant annet på grunn av varierende grad av noteinformasjon og ulik inndeling av balansetallene.

Omgruppet resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	4 227,2	4 360,7	5 285,5	6 242,8	6 313,6	7 506,7	8 531,5
Varekostnader	-2 397,3	-2 833,2	-2 936,2	-3 508,8	-3 760,9	-4 019,5	-4 252,2
Lønns- og personalkostnader	-492,3	-572,8	-611,7	-689,9	-728,6	-793,7	-893,8
Andre driftskostnader	-549,5	-619,1	-696,1	-826,1	-900,0	-996,7	-1 158,4
Avskrivninger	-158,7	-178,0	-186,9	-214,7	-247,2	-262,1	-293,8
Driftsresultat fra egen virksomhet	629,5	157,7	854,6	1 003,3	676,9	1 434,7	1 933,3
Driftsrelatert skattekostnad	-178,7	-44,0	-237,4	-280,3	-188,5	-397,1	-538,7
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	450,7	113,7	617,2	723,1	488,4	1 037,6	1 394,6
Nettoresultat driftstilknyttet selskap	18,8	30,7	77,9	44,4	38,4	130,9	102,5
Netto driftsresultat	469,5	144,4	695,2	767,5	526,8	1 168,4	1 497,1
Netto finansinntekt	8,1	19,0	19,9	7,9	5,0	5,0	6,7
Nettoresultat til sysselsatt kapital	477,6	163,3	715,0	775,4	531,8	1 173,4	1 503,8
Netto finanskostnad	-65,5	-78,7	-97,5	-79,5	-64,6	-65,3	-69,8
Netto minoritetsresultat	0,0	-4,3	-36,8	-11,4	-11,0	-38,6	-40,8
Nettoresultat til egenkapital	412,1	80,3	580,7	684,5	456,3	1 069,5	1 393,2
Unormalt netto driftsresultat	-271,4	103,4	-452,1	-256,2	-222,7	-3,9	34,8
Unormalt netto finansresultat	68,4	-44,5	84,4	-13,9	30,4	-107,4	-86,7
Fullstendig netto resultat til egenkapital	209,1	139,2	213,0	414,4	263,9	958,3	1 341,4
Netto betalt utbytte	-510,8	110,3	155,6	-588,9	-54,8	-401,8	-678,2
Prinsippendring biologisk eiendel - dirty surplus	-56,8						
Endring i egenkapital	-358,5	249,6	368,7	-174,5	209,1	556,5	663,2

Tabell 5.25: Omgruppet resultatregnskap bransjen

Omgrupperte eiendeler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	3 363,3	3 663,8	3 933,1	4 047,4	4 143,0	5 314,2	5 117,5
Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	2 255,6	2 396,6	2 782,7	2 993,4	3 092,4	3 465,2	3 176,1
Driftseiendeler (DE)	5 618,9	6 060,4	6 715,9	7 040,8	7 235,4	8 779,4	8 293,7
Finansielle anleggsmidler (FAM)	15,6	142,7	16,8	19,9	1,4	1,5	2,2
Finansielle omløpsmidler (FOM)	268,6	234,7	456,5	354,9	293,4	446,5	416,2
Finansielle eiendeler (FE)	284,2	377,4	473,3	374,8	294,9	448,0	418,4
TOTALE EIENDELER	5 903,1	6 437,8	7 189,1	7 415,6	7 530,3	9 227,4	8 712,1
Egenkapital majoritet	2 562,1	2 811,7	3 180,4	3 005,8	3 215,0	3 771,5	4 434,7
Minoritetsinteresser	99,3	122,0	144,8	108,2	111,2	122,8	117,1
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	639,8	783,0	839,4	832,2	799,9	1 073,9	958,5
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	692,1	783,5	931,4	1 018,2	1 012,7	1 573,9	1 250,9
Driftsrelatert gjeld (DG)	1 331,9	1 566,5	1 770,8	1 850,4	1 812,6	2 647,8	2 209,4
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	1 588,1	1 552,9	1 755,0	2 174,4	2 068,4	2 370,1	1 559,2
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	321,6	384,7	338,2	276,7	323,1	315,1	391,7
Finansiell gjeld (FG)	1 909,7	1 937,7	2 093,2	2 451,1	2 391,5	2 685,2	1 950,9
TOTALKAPITAL	5 903,1	6 437,8	7 189,1	7 415,6	7 530,3	9 227,4	8 712,1

Tabell 5.26: Omgrupperte eiendeler bransjen

Sysselsattkapital balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	2 723,4	2 880,9	3 093,8	3 215,1	3 343,1	4 240,2	4 159,0
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	1 563,5	1 613,1	1 851,3	1 975,2	2 079,8	1 891,3	1 925,3
Netto driftseiendeler (NDE)	4 286,9	4 494,0	4 945,1	5 190,4	5 422,8	6 131,6	6 084,3
Finansielle eiendeler (FE)	284,2	377,4	473,3	374,8	294,9	448,0	418,4
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)	4 571,1	4 871,4	5 418,4	5 565,1	5 717,7	6 579,5	6 502,7
Egenkapital (EK)	2 562,1	2 811,7	3 180,4	3 005,8	3 215,0	3 771,5	4 434,7
Minoritetsinteresser (MI)	99,3	122,0	144,8	108,2	111,2	122,8	117,1
Finansiell gjeld (FG)	1 909,7	1 937,7	2 093,2	2 451,1	2 391,5	2 685,2	1 950,9
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)	4 571,1	4 871,4	5 418,4	5 565,1	5 717,7	6 579,5	6 502,7

Tabell 5.27: Sysselsattkapital bransjen

Netto driftskapital balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	2 723,4	2 880,9	3 093,8	3 215,1	3 343,1	4 240,2	4 159,0
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	1 563,5	1 613,1	1 851,3	1 975,2	2 079,8	1 891,3	1 925,3
Netto driftseiendeler (NDE)	4 286,9	4 494,0	4 945,1	5 190,4	5 422,8	6 131,6	6 084,3
Egenkapital (EK)	2 562,1	2 811,7	3 180,4	3 005,8	3 215,0	3 771,5	4 434,7
Minoritetsinteresser (MI)	99,3	122,0	144,8	108,2	111,2	122,8	117,1
Netto finansiell gjeld (NFG)	1 625,5	1 560,3	1 620,0	2 076,3	2 096,6	2 237,3	1 532,5
Netto driftskapital (NDK)	4 286,9	4 494,0	4 945,1	5 190,4	5 422,8	6 131,6	6 084,3

Tabell 5.28: Netto driftskapital bransjen

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Etter "trailing", omgruppering og justering av årsregnskapet til Marine Harvest og bransjen, vil vi analysere forholdstall for å få bedre innsikt i risiko og lønnsomhet. Analyse av risiko og lønnsomhet vil gjennomgå i henholdsvis kapittel 6 og 8.

Vi benytter to ulike teknikker for å avdekke hva forholdstallene forteller oss: tidsserieanalyse og bransjeanalyse. Tidsserieanalyse innebærer at forholdstallene til Marine Harvest blir analysert tilbake i tid. Vi vil se på tidsutvikling, tidstrend og tidsvektet gjennomsnitt i analyseperioden 2012-2017T. Dersom selskapet har vært relativt stabil over tid er det grunn til å tro at forholdstallene vil vende tilbake til gjennomsnittet og det er da grunn for å vekte de ulike årene mer likt. Dersom selskapet opplever store endringer, er det imidlertid grunn til å legge større vekt på de senere årene. I tillegg til at Marine Harvest befinner seg i en syklisk bransje, har de gjennomgått store endringer de siste årene. De har blant annet foretatt et stort oppkjøp av Morpol og endret presentasjonsvaluta til euro. Vi vil på bakgrunn av dette legge størst vekt på de seneste årene i analyseperioden.

Som nevnt befinner Marine Harvest seg i en syklisk bransje, og det er på grunn av dette viktig å få med både oppgangs- og nedgangssykluser i analyseperioden. Ettersom både Marine Harvest og bransjen har opplevd en sterk oppgang de siste årene, og det er disse årene som vil bli mest vektet, representerer dette en svakhet ved tidsserieanalysen.

Periode	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Tidsvektning	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 5.29: Tidsvektning i analyseperioden

I en bransjeanalyse sammenligner man forholdstallene til Marine Harvest med bransjeggjennomsnittet. Som vi tidligere har nevnt vil bransjeggjennomsnittet bestå av Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon.

6. Analyse av risiko

I dette kapittelet vil vi foreta en analyse av risiko som er selskapsspesifikk og som er relevant for både investor, kreditor samt forutsetningen om fortsatt drift.

Risiko kan defineres som forskjellen mellom den avkastningen vi mottar på investeringen og det vi på forhånd har forventet. Damodaran (2012, pp. 58-64) oppstiller to grunner til at forventet avkastning avviker fra faktisk avkastning. Det kan skyldes både markeds- og selskapsspesifikk risiko. Markedsrisikoen er en risiko som vil påvirke mange eller alle investeringene, mens selskapsspesifikk risiko bare vil påvirke en eller et fåtall av investeringene. Den selskapsspesifikke risikoen kan reduseres ved at investor er diversifisert, det vil si at man velger å fordele investeringene på flere investeringsobjekt fremfor et fåtall. Det samme kan ikke gjøres for markedsrisikoen, dermed er det teoretisk sett bare markedsrisiko som er relevant for en investor som er perfekt diversifisert. Således kan investor bare forvente å få betalt for denne risikoen.

I tillegg må man skille mellom hva som er relevant risiko for kreditor og investor. Som kreditor er man utsatt for en markedsrisiko som ikke kan diversifiseres. I tillegg vil det alltid være en risiko for at tilbakebetaling av renter og avdrag helt eller delvis uteblir slik at kreditor utsettes for tap fordi kunden må gjennom gjeldsforhandlinger eller går konkurs. Videre vil analysen være relevant for å vurdere om fortsatt drift forutsetningen er hensiktsmessig.

Analysen av risiko vil gjøres i tre seg: (1) analyse av likviditet, (2) analyse av soliditet og (3) syntetisk rating. Først vurderes likviditet, deretter soliditet slik at man gjennom syntetisk rating kan sette en karakter på kredittrisikoen. Karakteren settes ut i fra en samlet vurdering hvor både forhold i dette kapittelet og den strategiske analysen blir vektlagt. Karakteren som man kommer frem til kan brukes til å fastsette kredittrisikopremien som videre benyttes for å beregne de finansielle kravene. (Knivsflå, 2017h).

6.1 Analyse av likviditet

Likviditet er kritisk for et hvert selskap, uten likviditet vil en ikke kunne gjennomføre driftsfremmende investeringer eller betale regninger (Petersen, et al., 2017, p. 211).

Likviditetsanalysen skal gi oss informasjon om hvorvidt Marine Harvest har evne til å dekke de kortsiktige kravene, samt avdekke faren for at selskapet havner i en likviditetskrise på kort sikt. Både kortsiktige kreditorer, leverandører og utleier vil ha interesse av en slik form for informasjon (Penman, 2013, p. 684). For å avdekke hvorvidt selskapet har evne til å dekke gjeld på kort sikt vil vi se på forholdstallene likviditetsgrad 1 og 2 samt rentedekningsgrad. Disse forholdstallene vil videre bli benyttet til å fastsette en karakter på kredittrisikoen ved syntetisk rating i steg 3.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 sier noe om evnen til kortsiktig gjeldsdekning og er gitt ved:

$$\text{likviditetsgrad 1 (lg1)} = \frac{OM}{KG}$$

OM = omløpsmidler, KG = kortsiktig gjeld

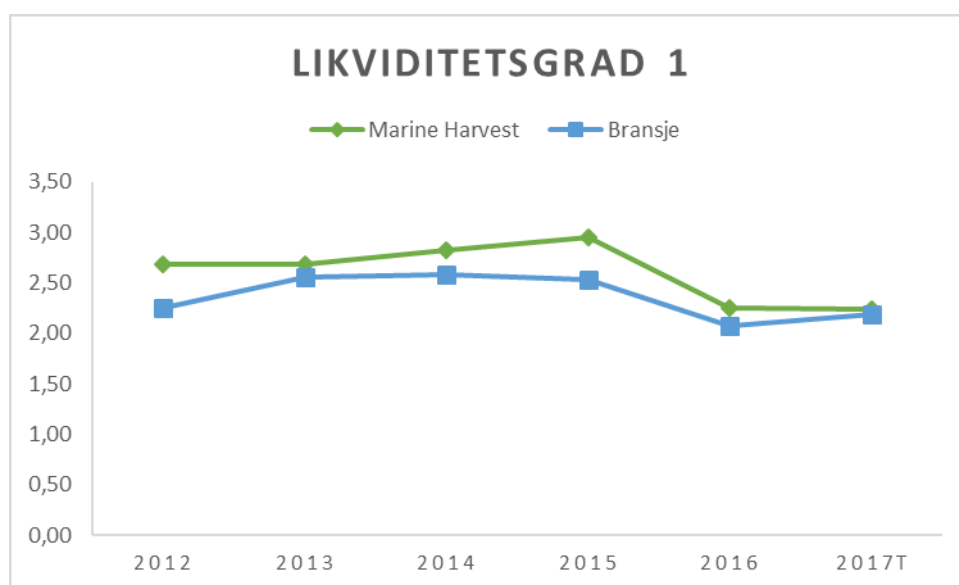
Som man ser av formelen finner man forholdstallet ved å dividere selskapets omløpsmidler på kortsiktig gjeld. Omløpsmidler er likvide eiendeler som eksempelvis kontanter, bankinnskudd, kortsiktige investeringer, fordringer og varelager, mens kortsiktig gjeld er eksempelvis leverandørgjeld og annen gjeld som forventes å bli betalt innen ett år (Penman, 2013, p. 685).

Forholdstallet indikerer at jo større likviditetsgrad 1 er, jo større er sannsynligheten for at en fortjeneste fra likvidasjon av omløpsmidler vil dekke kortsiktige forpliktelser. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Det er imidlertid usikkert hvor nyttig denne tommelfingerregelen er. Først og fremst tar ikke forholdstallet hensyn til at de fleste omløpsmidler er kontinuerlig refinansiert som en konsekvens av videre drift forutsetningen. Hvis omløpsmidler selges ut og kontantene brukes til å betale kortsiktig gjeld, vil driftsresultatet påvirkes negativt og selskapet må muligens avvikles på sikt. For det andre vil en risiko for likviditetskrise være med å begrense likvidasjonsverdi av balanseførte omløpsmidler ettersom denne verdien baserer seg på videre drift. For det tredje vil det vil det

ikke være hensiktsmessig å operere med en tommelfingerregel på tvers av sektorene siden kapitalstrukturen er varierende. Det vil derfor være mest hensiktsmessig å sammenligne med bransjen. (Petersen, et al., 2017, pp. 235-236). Vi velger derfor å anse selskapets likviditet som god om den er lik eller større enn bransjen.

Likviditetsgrad 1 (lg1)	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest	2,68	2,68	2,82	2,95	2,25	2,24	2,54
Bransje	2,25	2,55	2,59	2,53	2,07	2,19	2,33

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1 hos Marine Harvest og bransjen



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1 hos Marine Harvest og bransjen

Av figur 6.1 ser vi at likviditeten til både Marine Harvest og bransjen har holdt seg relativt stabil gjennom hele analyseperioden, med unntak av 2016 hvor begge opplevde en nedgang. I 2016 var bransjen, som ligger lavest, på 2,07. Til tross for en nedgang, anses likevel en likviditet over 2 som god. Marine Harvest ligger gjennom hele analyseperioden over bransjegjennomsnittet, men sammenfaller med bransjen i 2013 og 2017. I 2013 skyldes likheten at bransjens omløpsmidler øker en del relativt til kortsiktig gjeld, mens Marine Harvest holder seg på et stabilt nivå. Sammenfallet i 2017 skyldes en reduksjon i likviditet hos både bransjen og Marine Harvest i 2016, der Marine Harvest sin reduksjon er mer ekstrem enn bransjens, kombinert med en liten økning for bransjen i 2017. Marine Harvest sin reduksjon relativt til bransjen i 2016 skyldes i hovedsak stor økning i gjeld sett i forhold til

økningen i omløpsmidler. En del av denne økningen kan delvis skyldes en økning i posten avsetninger på grunn av søksmål i forbindelse med oppkjøpet av Morpol. Bransjens økning i 2017 sammenlignet med Marine Harvest skyldes at gjelden reduseres mer enn omløpsmidler. Det er verdt å merke seg at Marine Harvest og bransjen generelt ligger over kravet på 2 også i nedgangsperioden i 2012, det indikerer at de er godt rustet til å tåle dårlige perioder. Ettersom det er bransjen vi ønsker å sammenligne Marine Harvest med, anses likviditetsgraden til selskapet som god.

Over halvparten av de driftsrelaterte omløpsmidlene til både Marine Harvest og bransjen stammer fra posten biologiske eiendeler. Dette er en post som ble justert grunnet stor usikkerhet knyttet til estimering. Derfor kan det være at likviditeten nå er noe undervurdert, men vi anser dette likevel som et rettviseende bilde av likviditetsgraden ettersom justeringen fjerner støy.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 henger sammen med likviditetsgrad 1, og viser hvor stor del de mest likvide omløpsmidlene utgjør av kortsiktig gjeld. Den er gitt ved:

$$\text{Likviditetsgrad 2 (lg2)} = \frac{FOM}{KG}$$

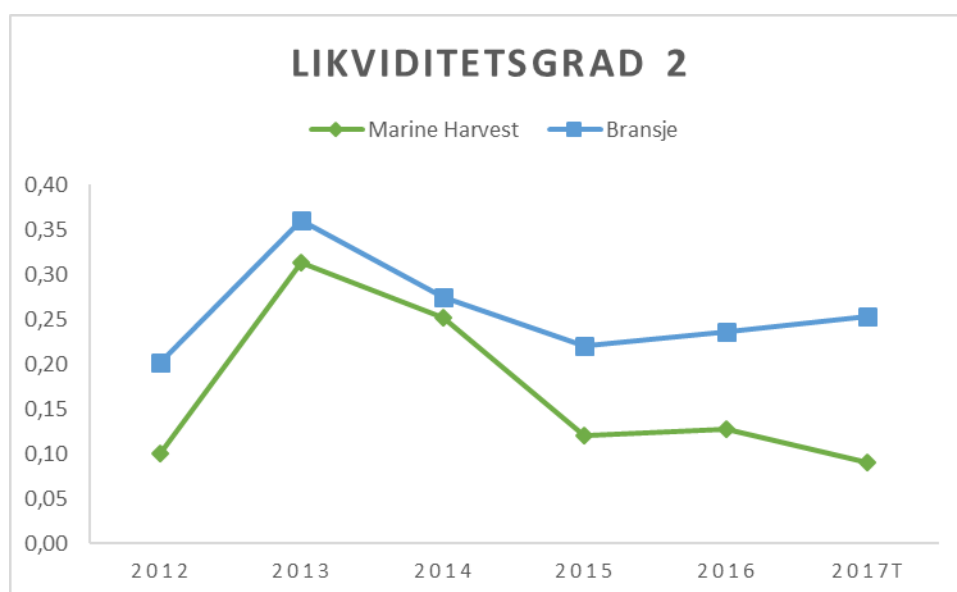
FOM = finansielle omløpsmidler

Likviditetsgrad 2 er altså gitt ved finansielle omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld.

Tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 2 bør ligge over 1, men også her er det mer hensiktsmessig å måle forholdstallet opp mot bransjegenomsnittet (Dahl, u.å-a).

Likviditetsgrad 2 (lg2)	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest	0,10	0,31	0,25	0,12	0,13	0,09	0,15
Bransje	0,20	0,36	0,27	0,22	0,24	0,25	0,25

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 2 hos Marine Harvest og bransjen



Figur 6.2: Likviditetsgrad 2 hos Marine Harvest og bransjen

Likviditetsgrad 2 hos både Marine Harvest og bransjen er lav, begge ligger godt under tommelfingerregelen på 1. Som vi ser av figur 6.2 gjør Marine Harvest det dårligere enn bransjen, og tidsvektet snitt ligger omtrent 40% under bransjesnittet. Hoveddelen av de mest likvide midlene kommer fra kontanter, bank og bundne midler, dermed kan den lave likviditetsgrad 2 skyldes at Marine Harvest sin kontantbeholdning ligger under det som er normalt i bransjen. Ved å dekomponere likviditetsgrad 1 i de mest likvide omløpsmidlene ser vi at Marine Harvest har en bedre driftsrelatert likviditetsgrad enn det som er vanlig i bransjen, men en dårligere likviditetsgrad 2. Totalt sett har de en god likviditetsgrad til tross for at de ligger under bransjen når det kommer til de mest likvide midlene. Dersom Marine Harvest skulle havne i en likviditetsskvis vil de således være avhengig av å selge ut driftsrelaterte omløpsmidler for å øke likviditeten.

Siden Marine Harvest ligger betydelig under bransjesnittet kan likviditetsgrad 2 ikke anses som god. Dekomponeringen viser at det er visse faresignaler i Marine Harvest sin sammensetning av likvide midler til tross for at likviditetsgrad 1 er god. Det er viktig å ta med seg videre i verdivurderingen.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad forteller oss om selskapets finansielle eiendeler kan dekke selskapets finansielle gjeld. Dersom selskapets andel av finansielle eiendeler er lav, er det større fare for at selskapet kan havne i en likviditetskrise. Den finansielle gjeldsdekningsgraden bør være større enn 1, men som tidligere nevnt bør man også her måle selskapet opp mot bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2017h). Spesielt ettersom Marine Harvest befinner seg i en kapitalintensiv bransje hvor gjeldsgraden normalt er høyere enn i andre bransjer.

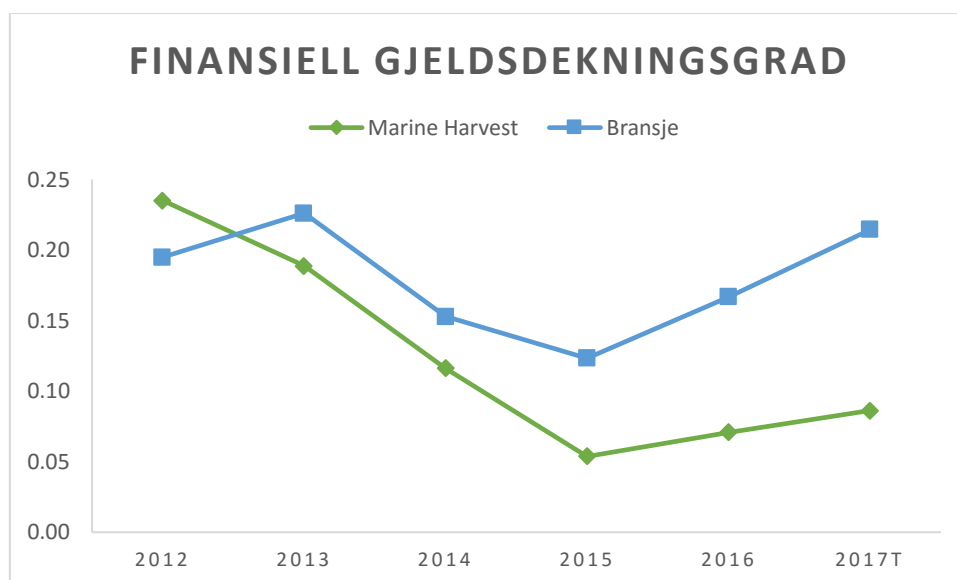
Finansiell gjeldsdekningsgrad er gitt ved:

$$\text{Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad (kfgd)} = \frac{FE}{FG}$$

FE = finansielle eiendeler, FG = finansiell gjeld

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest	0,24	0,19	0,12	0,05	0,07	0,09	0,10
Bransje	0,19	0,23	0,15	0,12	0,17	0,21	0,18

Tabell 6.3: Finansiell gjeldsdekningsgrad hos Marine Harvest og bransjen



Figur 6.3: Finansiell gjeldsdekningsgrad hos Marine Harvest og bransjen

Finansiell gjeldsdekningsgrad har variert over analyseperioden for både Marine Harvest og bransjen. Vi ser av tabell 6.3 at begge ligger godt under 1, som gjeldsdekningsgraden bør være. Det kommer av at Marine Harvest som nevnt er i en svært kapitalintensiv bransje hvor gjeldsgraden er høy. Det mest interessante er derfor hvordan de gjør det relativt til bransjen. Marine Harvest ligger under bransjegjennomsnittet i hele perioden med unntak av 2012. Årsaken virker å være den samme som ved likviditetsgrad 2, kontantbeholdningen ligger under bransjen. Årsaken til en litt bedre gjeldsgrad enn bransjen i 2012 skyldes et år med større beholdning av langsiktige finansielle eiendeler. Mot slutten av analyseperioden ser vi at forskjellen mellom bransjen og Marine Harvest øker og tidsvektet snitt ligger 44,1% under bransjen.

Vi ser blant annet av figur 6.3 at finansielle eiendeler reduseres relativt mye i forhold til finansiell gjeld for Marine Harvest i 2015. Dette fører til en finansiell gjeldsdekningsgrad langt under bransjesnittet ettersom bransjen opplevde en liten, men relativt stabil nedgang i samme år. Det er også et stort avvik mellom Marine Harvest og bransjen i 2017, hvor bransjens gjeldsdekningsgrad øker betraktelig sammenlignet med Marine Harvest. Økningen i bransjen skyldes at finansiell gjeld reduseres betydelig sett i forhold til finansielle eiendeler.

For Marine Harvest kan det være et faresignal at forskjellen til bransjen øker siden en lav gjeldsdekningsgrad øker faren for en likviditetskrise.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden gir oss et inntrykk av om selskapet har evne til å dekke løpende rentekostnader, og eventuelt påta seg nye forpliktelser. Rentedekningsgraden er gitt ved (Knivsflå, 2017h):

$$\text{Rentedekningsgrad (rdg)} = \frac{RSK}{NFK}$$

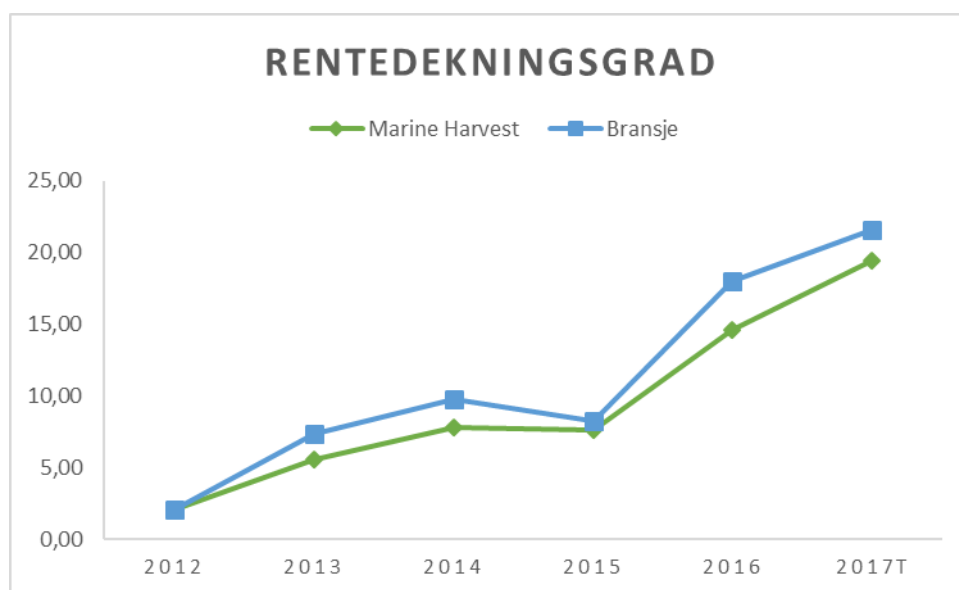
RSK = netto resultat fra sysselsatt kapital, NFK = netto finanskostnad

Dersom et selskap har en rentedekningsgrad på 1 indikerer dette at alt av selskapets overskudd fra drift og finansinntekter går til å dekke rentekostnadene. En tommelfingerregel er at rentedekningsgraden bør ligge mellom 2-3, men i likhet med de andre forholdstallene vi har sett på, er bransjegjennomsnittet et bedre mål. Hva som er bra vil dessuten avhenge av rentenivået og om selskapet befinner seg i en kapitalintensiv bransje (Dahl, u.å-b).

En svakhet ved dette forholdstallet er at det ikke forteller oss noe om hvorvidt selskapet har evne til å dekke avdragene, kun rentekostnader (Knivsflå, 2017h). I vanskelige tider hvor selskapet får problemer med likviditeten er det imidlertid mulig for selskapet å inngå avtale om avdragsfrihet med kreditor, men rentene må betales løpende. Forholdstallet er således relevant både for selskapet og kreditorer.

Rentedekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest	2,07	5,56	7,83	7,58	14,65	19,41	11,86
Bransje	2,07	7,33	9,75	8,23	17,97	21,56	13,83

Tabell 6.4: Rentedekningsgrad hos Marine Harvest og bransjen



Figur 6.4: Rentedekningsgrad hos Marine Harvest og bransjen

Rentedekningsgraden har variert over analyseperioden og nådde sin bunn for både bransjen og Marine Harvest i 2012 hvor den var nede i 2. Selv i bunnpunktet kan bransjen og Marine Harvest sies å ha hatt en god rentedekningsgrad. I resten av analyseperioden har

rentedekningsgraden økt med unntak av i 2015. Spesielt kraftig var økningen etter 2015, noe som mest sannsynlig kan tilskrives de historisk gode lakseprisene. Marine Harvest ligger under bransjegjennomsnittet i hele analyseperioden, men har i analyseperioden utviklet seg i takt med bransjen. At Marine Harvest ligger under bransjen anses imidlertid ikke som problematisk ettersom bransjen har en ekstremt god rentedekningsgrad. De kan uten problemer dekke rentekostnadene sine selv i dårlige år. Tidsvektet snitt er meget bra og viser at både Marine Harvest og bransjen er godt rustet til å takle de sykliske svingningene bransjen opplever.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Kontantstrømanalysen sier oss noe om hvor mye kontanter som blir generert gjennom sysselsatt kapital i forhold til kontantstrømmen som går til finansielle långivere (Knivsfå, 2017h).

Forholdstallet er bare hensiktsmessig å benytte dersom netto finanskostnad fratrasket endring i finansiell gjeld er større enn 0. Altså i de tilfellene hvor selskapet har begynt å tilbakebetale gjeld.

$$\frac{FKS}{FKFG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK + Avdrag}$$

FKS = fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler, FKFG = fri kontantstrøm til finansiell gjeld, FKD = fri kontantstrøm fra drift, FKFE = fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler, NFK = netto finanskostnader

Omgruppering kontantstrøm	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat	61,8	311,4	368,4	254,3	530,5	676,4
Unormalt netto driftsresultat	77,3	-124,4	-176,4	-123,7	198,1	-99,0
Endring netto driftseiendeler	-32,6	683,8	117,8	211,1	285,4	-237,7
Fri kontantstrøm frå drift	171,7	-496,8	74,2	-80,6	443,2	815,1
Netto finansinntekter	14,7	16,6	3,9	3,0	1,8	2,1
Unormale netto finansinntekter	-35,7	14,1	-51,5	2,6	-101,3	-83,3
Endring finansielle eiendeler	135,2	31,3	-36,9	-103,5	33,8	-40,4
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	15,5	-497,3	63,5	28,6	309,8	774,3
Netto finanskostnad	-36,9	-59,0	-47,5	-33,9	-36,3	-35,0
Endring finansiell gjeld	-91,4	357,5	390,9	-148,0	145,5	-741,1
Netto minoritetsresultat	-0,5	-0,9	-0,5	-0,1	0,3	-0,3
Endring minoritetsinteresser	-0,4	-6,1	-1,5	-0,9	0,0	0,4
Fri kontantstrøm til egenkapital	-113,7	-205,9	404,8	-154,3	419,2	-1,7

Tabell 6.5: Fri kontantstrøm analyse Marine Harvest

For analyseperioden tar Marine Harvest opp nye lån med unntak av 2012, 2015 og 2017. I disse årene tilbakebetales gjeld. For de resterende årene vil ikke kontantstrømanalysen si noe om gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm ettersom det ikke trengs kontanter til å tilbakebetale løpende gjeld når mer gjeld tas opp. Vi ser at i alle år hvor gjeld tilbakebetales blir fri kontantstrøm til egenkapital negativ. I 2012 er fri kontantstrøm til sysselsatt kapital positiv, men den er ikke tilstrekkelig til å dekke inn tilbakebetalingen av gjeld. Det skyldes lavt driftsresultat som følge av lave laksepriser i kombinasjon med en relativt stor investering i finansielle eiendeler. For 2015 er heller ikke fri kontantstrøm til sysselsatt kapital tilstrekkelig til å dekke inn tilbakebetalingen av gjeld. Det skyldes relativt store driftsinvesteringer som ikke dekkes inn gjennom drift. Finansielle eiendeler selges ut, men inntekten er ikke tilstrekkelig til å dekke inn utgiftene til gjelden. Til tross for en meget god fri kontantstrøm til sysselsatt kapital i 2017 som følge av et godt driftsresultat og salg av driftsmidler, er den ikke tilstrekkelig til å dekke inn tilbakebetaling av gjeld. Det skyldes at så mye som rundt 50% av gjelden tilbakebetales. Følgelig ser vi at Marine Harvest må basere seg på kapitalinnskudd for å dekke inn tilbakebetaling av gjeld.

6.2 Analyse av soliditet

Soliditetsanalysen har som hensikt å avdekke hvorvidt selskap har midler til å dekke eventuelle fremtidige tap. Det viktigste er derfor å se på om selskapet har en fornuftig finansieringsstruktur. Med det menes det om det er en god balanse mellom egenkapital og

langsiktig og kortsiktig finansiering. En god finansieringsstruktur er viktig ettersom egenkapitalen fungerer som en buffer mot tap på kort og langt sikt. (Petersen, et al., 2017, pp. 216-217). For å analyse Marine Harvest sin soliditet vil vi benytte oss av forholdstallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, i tillegg til en statisk finansieringsanalyse.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalen fungerer som nevnt som en "sikkerhet" mot tap og konkurs. Det vil derfor være interessant å se på egenkapitalprosenten som sier oss noe om finansieringsstrukturen i et selskap og er gitt ved:

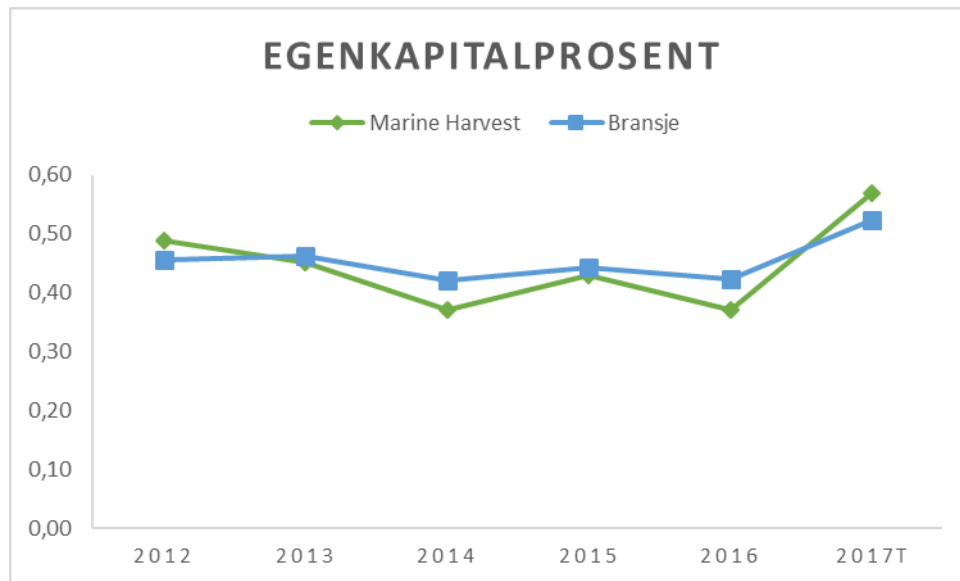
$$\text{Egenkapitalprosent (ekp)} = \frac{EK + MI}{TK}$$

EK = egenkapital, MI = minoritetsinteresser, TK = totalkapital

Jo høyere egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen, jo lavere risiko er det for tap og konkurs. I tillegg kan det nevnes at loven stiller et minimumskrav til selskapets egenkapital, og selskapet må til enhver tid ha en "forsvarlig" egenkapital jf. allmennaksjeloven §3-4. På den andre siden kan en for høy egenkapitalprosent gi for lav avkastning på egenkapitalen sett i forhold til eiernes interesser (Dahl, u.å-c).

Egenkapitalprosent	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest	0,49	0,45	0,37	0,43	0,37	0,57	0,45
Bransje	0,46	0,46	0,42	0,44	0,42	0,52	0,46

Tabell 6.6: Egenkapitalprosent Marine Harvest og bransjen



Figur 6.5: Egenkapitalprosent Marine Harvest og bransjen

Egenkapitalprosenten til Marine Harvest og bransjen er relativt lik i perioden, men svinger litt om hverandre. Per 2017T har Marine Harvest en bedre egenkapitalprosent enn bransjen, men det tidsvektede snittet ligger 1% under bransjeggjennomsnittet. Bransjen har en egenkapitalprosent som ligger rundt 42-52% i analyseperioden. Generelt sett bør egenkapitalprosenten ligge på rundt 35% for å være forsvarlig, men dette varierer med bransjespesifikk risiko (Radar digital, 2011). Ettersom oppdrettsbransjen har store biologiske utfordringer og er i en syklisk bransje kan bransjespesifikk risiko være noe høyere enn i andre bransjer. Dette gjør at selskapet bør ha en egenkapitalprosent litt høyere enn tommelfingerregelen for å kunne møte perioder med lav lønnsomhet. Ut fra dette kan bransjens egenkapitalprosent sies å være forsvarlig. Marine Harvest følger bransjen tett og deres egenkapitalprosent anses også som forsvarlig, men noe lav i perioder.

Dette underbygges ytterligere av at Marine Harvest på den rentebærende gjelden har et krav til en egenkapitalprosent på over 35% til enhver tid. De har holdt seg over kravet i hele perioden, men i 2014 og 2016 er de kun 2% over kravet. Det er også i disse to årene de har avviket mest fra bransjesnittet. Det er ikke opplyst i notene til Marine Harvest hva som skjer om de skulle falle under kravet, men det er nærliggende å tro at det vil få konsekvenser for lånevilkårene, tilbakebetalingen av lånet samt opptak av nye lån. I verste fall kan dette resultere i at selskapet må innfri lånet, som igjen kan resultere i en likviditetskrise. Til tross

for to år hvor de ligger nærmere kravet fra långiverne er tidsvektet snitt godt over kravet. I tillegg ligger de for det meste tett opp til bransjesnittet. Selskapet virker å være rustet til å beholde en forsvarlig egenkapitalprosent og dermed en god soliditet.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er en kilde til egenkapitalrentabilitet, og sier noe om virksomhetens evne til å overleve perioder med lav lønnsomhet, uten å måtte tære på egenkapitalen (Knivsflå, 2017h).

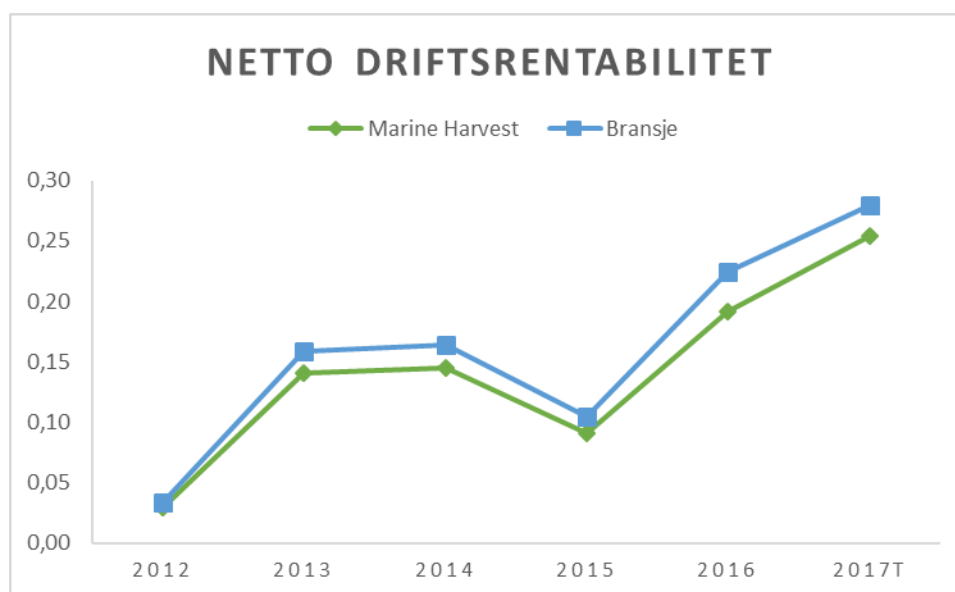
Netto driftsrentabilitet er gitt ved:

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

NDE = netto driftseiendeler, NDR = Netto driftsresultat

Netto driftsrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest	0,03	0,14	0,15	0,09	0,19	0,25	0,17
Bransje	0,03	0,16	0,16	0,10	0,22	0,28	0,19

Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet Marine Harvest og bransjen



Figur 6.6: Netto driftsrentabilitet Marine Harvest og bransjen

Netto driftsrentabilitet er relativt lik for Marine Harvest og bransjen over hele analyseperioden. Vi ser av figur 6.6 at bransjen ligger litt over Marine Harvest gjennom hele analyseperioden, men at de utvikler seg relativt likt. Marine Harvest har et tidsvektet snitt på 17%, som er bra til tross for at de ligger 2% under bransjen. Vi ser at de også i dårlige perioder klarer å generere avkastning på driften. Dette vil være viktig med hensyn til hvor uforutsigbar bransjen kan være. Selskapet virker å være egnet til å opprettholde en god soliditet.

6.2.3 Statisk finansieringsanalyse

Man benytter en statisk finansieringsanalyse for å se på kapitalstrukturen i selskapet.

Analysen viser hvordan eiendelene i selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt. For å illustrere dette vil vi benytte en statisk finansieringsmatrise (Knivsflå, 2017h).

Marine Harvest 2017T	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	2 263,6	1,3	51,2	0,0	0,0	0,0	2 316,1
FAM	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4
DOM	0,0	0,0	331,3	586,7	545,0	129,6	1 592,6
FOM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	67,1	67,1
TK	2 263,6	1,3	382,9	586,7	545,0	196,7	3 976,2

Tabell 6.8: Statisk finansieringsmatrise Marine Harvest i millioner euro

Marine Harvest 2017T	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	97,73 %	0,06 %	2,21 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	58,25 %
FAM	0,00 %	0,00 %	100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,01 %
DOM	0,00 %	0,00 %	20,80 %	36,84 %	34,22 %	8,14 %	40,05 %
FOM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %	1,69 %
TK	56,93 %	0,03 %	9,63 %	14,75 %	13,71 %	4,95 %	100,00 %

Tabell 6.9: Statisk finansieringsmatrise Marine Harvest i prosent

Bransje 2017T	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	4 434,7	117,1	565,7	0,0	0,0	0,0	5 117,5
FAM	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0	2,2
DOM	0,0	0,0	390,6	1 559,2	1 226,4	0,0	3 176,1
FOM	0,0	0,0	0,0	0,0	24,5	391,7	416,2
TK	4 434,7	117,1	958,5	1 559,2	1 250,9	391,7	8 712,1

Tabell 6.10: Statisk finansieringsmatrise bransje i millioner euro

Bransje 2017T	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	86,66 %	2,29 %	11,05 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	58,74 %
FAM	0,00 %	0,00 %	100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,03 %
DOM	0,00 %	0,00 %	12,30 %	49,09 %	38,61 %	0,00 %	36,46 %
FOM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	5,88 %	94,12 %	4,78 %
TK	50,90 %	1,34 %	11,00 %	17,90 %	14,36 %	4,50 %	100,00 %

Tabell 6.11: Statisk finansieringsmatrise bransje i prosent

Finansieringsstrukturen er ganske lik for Marine Harvest og bransjen. Alle anleggsmidler er finansiert med egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld. Største forskjellen mellom Marine Harvest og bransjen er at Marine Harvest finansierer 8,14% av driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig finansiell gjeld, samt at finansielle omløpsmidler kun finansieres ved bruk av kortsiktig finansiell gjeld. I bransjen blir disse postene derimot finansiert ved bruk av både kortsiktig driftsgjeld og kortsiktig finansiell gjeld. Dermed treffer bransjen bunnen av finansieringsmatrisen tidligere enn Marine Harvest. Det indikerer at bransjen har en noe mer solid finansieringsstruktur enn Marine Harvest. Totalt virker likevel begge å ha en solid finansieringsstruktur ettersom anleggsmidler dekkes inn kun ved bruk av egenkapital og langsiktig driftsrelatert gjeld. Marine Harvest bruker kun 2,21% av langsiktig driftsrelatert gjeld for å finansiere driftsrelaterte anleggsmidler mot bransjens 11,5%. Dette forteller oss at Marine Harvest i større grad klarer å finansiere de driftsrelaterte anleggsmidlene med egenkapital enn bransjen og således har en solid finansieringsstruktur.

6.3 Syntetisk rating

I dette avsnittet vil den kortsiktige og langsiktige risikoen oppsummeres ved syntetisk rating.

Selskaper som Standard & Poor's, Moody's og Fitch har spesialisert seg på kredittvurdering av selskaper, men ingen av disse selskapene har kredittvurdert Marine Harvest. Vi blir derfor nødt til å gjennomføre en syntetisk rating, som vil si en simulert rating av selskapet. Videre vil vi benytte Knivsflå sitt rammeverk. Knivsflå (2017h) foreslår at man benytter fire forholdstall som er knyttet til risiko for å gi en indikasjon på ratingen. I tillegg til forholdstallene må man trekke inn strategiske forhold som ble presentert i kapittel 4. Deretter kan man trekke en konklusjon og sette en karakter på kredittrisikoen.

Rating	lg1	rdg	ekp	ndr	Sannsynlighet for konkurs
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	0,175	0,026	0,0493
	0,750	0,485	0,130	0,012	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	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 6.12: Oversikt over syntetisk rating basert på forholdstall (Knivsflå, 2017h)

Vi vil benytte forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Karakteren settes mellom AAA-D, hvor D indikerer at det er høy risiko for at selskapet vil påføre kreditor tap eller gå konkurs, mens AAA indikerer det motsatte.

Syntetisk rating	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest							
lg1	2,68 A-	2,68 A-	2,82 A-	2,95 A-	2,25 BBB+	2,24 BBB+	2,54 A-
rdg	2,07 BBB-	5,56 AA-	7,83 AA+	7,58 AA+	14,65 AAA-	19,41 AAA+	11,86 AAA-
ekp	0,49 BBB+	0,45 BBB+	0,37 BB+	0,43 BBB-	0,37 BB+	0,57 A-	0,45 BBB+
ndr	0,03 B+	0,14 A-	0,15 A-	0,09 BBB-	0,19 A+	0,25 AA-	0,17 A+
Gjensomsnitt rating	BBB	A	A	A	A	AA	A
Bransje							
lg1	2,25 BBB+	2,55 A-	2,59 A-	2,53 A-	2,07 BBB+	2,19 BBB+	2,33 BBB+
rdg	2,07 BBB-	7,33 AA+	9,75 AA+	8,23 AA+	17,97 AAA+	21,56 AAA+	13,83 AAA-
ekp	0,46 BBB+	0,46 BBB+	0,42 BBB-	0,44 BBB+	0,42 BBB-	0,52 BBB+	0,46 BBB+
ndr	0,03 B+	0,16 A-	0,16 A-	0,10 BBB+	0,22 AA-	0,28 AA+	0,19 A+
Gjensomsnitt rating	BBB	A	A	A	AA	AA	AA

Tabell 6.13: Syntetisk rating av Marine Harvest og bransjen

Av tabell 6.13 ser vi at både bransjen og Marine Harvest får en god gjennomsnittsrating. Marine Harvest ender på et tidsvektet snitt A mot bransjens AA. Begge har en god likviditet, der spesielt rentedekningsgraden trekker opp ratingen. Vi ser også i ratingen at bransjen i stor grad påvirkes av lakseprisene, slik at konkurrisikoen endrer seg i takt med konjunktursvingningene. Ratingen på A gir Marine Harvest en konkurrisiko på 0,08%.

Analyseperioden tar i stor grad for seg en oppgangskonjunktur noe ratingen bærer preg av. Det er dermed en mulighet for at ratingen er for høy ettersom risikoen knyttet opp til svingningene ikke kommer tilstrekkelig frem. Mistanken om at ratingen er overvurdert forsterkes av at Nordea rater Marine Harvest til en stabil BB i 2016. De begrunner ratingen i stabile utsikter som følge av en svak forretningsrisikoprofil og en mellomliggende finansiell risikoprofil (Nordea, 2016).

Beregnet rating bekrefter vårt inntrykk så langt om at Marine Harvest er et stabilt selskap som jevnt over har hatt gode resultater, samtidig som de blir påvirket av svingningene i lakseprisene. Vi er derimot usikker på om ratingen tilstrekkelig klarer fange opp risikoen knyttet til de volatile lakseprisene. Samtidig som de biologiske utfordringene i bransjen

generelt er med på å øke risikoen. Det synes å virke som at Nordea sin analyse i større grad klarer å fange opp disse risikoene. På bakgrunn av dette velger vi å nedjustere Marine Harvest sin rating. Tilsvarende argumentasjon vil gjelde for bransjen som nedjusteres tilsvarende. Ratingen vil etter nedjustering være som følger:

Syntetisk rating	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Marine Harvest	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Bransjen	BB	BBB	BBB	BBB	A	A	A

Tabell 6.14: Nedjustert rating for Marine Harvest og Bransjen

Vi konkluderer med en tidsvektet rating for Marine Harvest på BBB alle forhold tatt i betraktning. Dette gir Marine Harvest en konkursrisiko på 0,26%. Vi ser ikke for oss at det vil oppstå noen spesielle forhold som tilsier at selskapet er utsatt for en større risiko enn det som er vurdert ovenfor. Den strategiske analysen bekrefter i stor grad det ratingen tilsier.

7. Avkastningskrav

Avkastningskravet skal reflektere hvilken avkastning aksjonærene og kreditorene forventer å oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen med samme risiko (Rydning & Haider, 2017). Vi vil i dette kapittelet beregne avkastningskrav for egenkapital, minoritet, finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. Kravene vil så benyttes som målestokk for rentabilitet i kapittel 8. Formlene som blir benyttet er hentet fra Knivsflå (2017i) sitt rammeverk. Det er viktig å merke seg at siden vår verdsettelse baserer seg på regnskapstall i euro bør også avkastningskravet være basert på et rentenivå i euro. På den måten får vi konsistens mellom krav og kontantstrøm (Kaldestad, 2017).

7.1 Teori for fastsettelse av avkastningskrav

For å beregne historiske avkastningskrav benytter vi oss av kapitalverdimodellen (CAPM) og kapitalavkastningskrav (WACC). De to modellene vil presenteres under.

7.1.1 Kapitalavkastningskravet

WACC, eller "weighted average cost of capital" er et gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditor og investor. De ulike finansieringskildene bærer ulik risiko, og avkastningskravet til hver kilde vil derfor ikke være lik (Kaldestad & Møller, 2016, p. 152). Selskapets avkastningskrav til totalkapitalen kan estimeres ved å vekte de ulike finansieringskildene med utgangspunkt i deres verdi og forventede avkastning (Knivsflå, 2017i):

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

ndk = netto driftskrav, ekk = egenkapitalkravet, mik = minoritetsinteressekravet, nfgk = netto finansielt gjeldskrav

7.1.2 Kapitalverdimodellen

Egenkapitalkravet kan beregnes med utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM). Kapitalverdimodellen beskriver forholdet mellom den markedsrisikoen og den avkastningen en investor forventer. Ideen er at kravet til avkastning bør reflektere tidsverdien av penger og risikoen investorene påtar seg (Knivsflå, 2017i). Damodaran (2012, pp. 62-68) forklarer modellen inngående; For at en skal komme frem til et krav gjøres flere forutsetninger. Det eksisterer ikke transaksjonskostnader, alle har lik informasjon og investorer holder en markedsportefølje med alle aksjer i markedet slik at investeringen er perfekt diversifisert. Investorer kan enten investere i en risikofri aksje eller i markedsporteføljen. Investeringene finansieres gjennom et lån i markedet til risikofri rente.

Risikoen til en aksje ses gjennom hvilken risiko den tilfører markedsporteføljen og kan deles inn i selskapsspesifikk- og markedsrisiko. Selskapsspesifikk risiko er risiko som påvirker en eller et fåtall investeringer, eksempelvis risikoen for at et selskap feilestimerer etterspørselen til et produkt. Markedsrisiko er risiko som påvirker alle investeringer, eksempelvis at renten øker og påvirker alle investeringer negativt, men i ulik grad. En aksje som beveger seg uavhengig av markedsporteføljen vil i hovedsak tilføre selskapsspesifikk risiko, men denne risikoen kan diversifiseres bort. Om en aksje derimot følger konjunkturene til markedsporteføljen tilfører den markedsrisiko som ikke kan diversifiseres bort. Denne markedsrisikoen måles ved aksjens kovarians til markedsporteføljen.

Markedsrisikoen til en aksje vil i modellen uttrykkes gjennom betaen (β) som dividerer kovariansen for hver aksje relativt til markedsporteføljen med variansen i markedsporteføljen. Følgelig vil markedsporteføljens beta alltid være 1. Dermed vil aksjer som er mer risikofylte enn gjennomsnittet ha en større beta enn 1, aksjer som er mindre risikofylte vil ha en lavere beta enn 1.

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_{EK} = \left(\frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \right)$$

Når en investor holder en kombinasjon av risikofrie aksjer og markedsporteføljen vil forventet avkastning på aksjen være lineært korrelert til betaen slik at investor får betalt for markedsrisiko. Dermed er kapitalverdimodellen en funksjon av risikofri rente og aksjens beta. CAPM er gitt ved:

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

r_f = risikofri rente, β_{EK} = egenkapitalbeta, mrp = markedets risikopremie,
 ilp = illikviditetspremie

Modellen er mye brukt for prising av risikofylte verdipapirer av analytikere, men enkelte er også kritiske til modellen. Økonomen Richard Roll har blant annet påpekt at det er umulig å opprettholde en perfekt diversifisert markedsportefølje, og at forutsetningene således ikke er realistiske (Roll, 1977). I tillegg legger modellen til grunn at investor kan låne penger til en risikofri rente, noe som er lite sannsynlig. Selv om modellen har sine ulemper finnes det per i dag ingen alternativ modell med de samme teoretiske kvalitetene (Schølberg, 2009).

Damodaran (2012, p. 77) mener også at det er mest hensiktsmessig å bruke kapitalverdimodellen til tross for dens svakheter. Den er den enkleste av de alternative modellene, samt den krever kun selskapsspesifikk informasjon. Om en annen modell skal anvendes trengs mye mer detaljert informasjon for at estimeringen av forventet avkastning skal bli bedre. Gitt våre forutsetninger velger vi derfor å benytte oss av kapitalverdimodellen.

Vi vil videre i kapittelet beregne de ulike størrelsene i modellen slik at vi tilslutt kan beregne egenkapitalkravet og netto driftskapitalkravet.

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

Vi vil benytte kapitalverdimodellen til å beregne historiske avkastningskrav til egenkapital og minoritet.

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten kan defineres som den avkastningen som kan oppnås på sikre investeringer, altså når det er full sikkerhet for å oppnå nominell avkastning (PwC, 2016). Normalt anser man norske statsobligasjoner som det nærmeste man kommer en portefølje som ikke har konkursrisiko. Vi har imidlertid en kontantstrøm som er presentert i euro og Damodaran (2012, p. 156) understreker at risikofri rente skal måles konsistent med hvordan kontantstrømmen måles. En risikofri rente fra eurosone vil derfor benyttes og det vil således ikke være aktuelt å benytte seg av norske statsobligasjonsrenter.

Hvilke land i eurosone det vil være mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i ved valg av statsobligasjonsrente kan diskuteres. Økonomiene innad i eurosone har varierende stabilitet, hvor Hellas har en 10-årig statsobligasjonsrente på 5,12%, mens den i Tyskland er på 0,34% (Bloomberg, u.å). Det vil være hensiktsmessig å velge en stabil økonomi som er relativt lik Norge. Siden store deler av industrien i Norge er preget av olje er det derimot vanskelig å finne et land med tilsvarende struktur. Vi vektlegger derfor å benytte en stabil økonomi, slik at den tyske statsobligasjonsrenten vil brukes. Dette er den største økonomien i eurosone og vi anser den som en relativt stabil økonomi.

Spørsmålet blir videre om man skal ta utgangspunkt i en kortsiktig eller langsiktig statsobligasjonsrente. Kaldestad og Møller presenterer fire ulike alternativer ved valg av risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2016, pp. 157-158):

- Ulik risikofri rente for hver periode: Ettersom CAPM er en enperiode-modell kan det antas som mest teoretisk riktig å diskontere kontantstrømmen i år 1 med en WACC basert på en risikofri 1-årsrente, diskontere kontantstrømmen i år 2 med en WACC basert på en risikofri 2 årsrente osv. Metoden benyttes derimot sjelden i praksis ettersom nytteverdien sees på som lav.

- Kort rente: Det er kun en kortsiktig investering som er tilnærmet risikofri ettersom den forventede avkastningen og den faktiske avkastningen blir lik. En kort rente er, i motsetning til en lang rente, ikke påvirket av verken illikviditetspremie eller risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. En kort rente kan derimot ha større svingninger enn en lang rente, og avkastningskravet blir således mer ustabilt.
- Lang rente: En lang rente vil gi et mer stabilt avkastningskrav enn en kort rente. Ettersom man forutsetter at et selskap skal leve "evig", matcher durasjonen på en lang rente godt med durasjonen til kontantstrømmen til selskapet. På den andre siden er ulempen at den kan være inkludert en illikviditetspremie og en pris for inflasjonsrisikoen i renten, og dermed blir den lange renten i utgangspunktet ikke risikofri.
- Stivt avkastningskrav: Ved å benytte denne type rente forsøker man å estimere en langsiktig WACC og utelukke kortsiktige svingninger. Den risikofrie renten settes lik den forventede realrenten, i tillegg til en langsiktig forventet inflasjon.

I praksis er det alternativ 3, en lang 10-årig statsobligasjonsrente, som i størst grad blir benyttet. Ifølge en undersøkelse utført av PwC (2016) benytter 41% av de responderende selskapene en 10-årig statsobligasjonsrente. Vi velger derfor å benytte oss av en 10-årig tysk statsobligasjonsrente med verdier hentet fra Bloomberg (u.å).

Ettersom vi skal finne den risikofrie renten etter skatt er den risikofrie renten gitt ved (Knivsflå, 2017i):

$$\text{Risikofri rente etter skatt} = r_f * (1 - s)$$

Risikofri rente	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Gjennomsnittlig bankrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
10 årig tysk statsobligasjons rente	0,014	0,017	0,008	0,005	0,002	0,003	0,006
Risikofri rente før skatt	0,014	0,017	0,008	0,005	0,002	0,003	0,006
Skatt	0,004	0,005	0,002	0,001	0,001	0,001	0,002
Risikofri rente etter skatt	0,010	0,013	0,006	0,003	0,002	0,003	0,004

Tabell 7.1: Risikofri rente i euro

Vi ser at den 10-årige statsobligasjonsrenten er synkende i perioden med unntak av 2013 og 2017. Reduksjonen i statsobligasjonsrenten resulterer i en stadig lavere risikofri rente etter skatt over analyseperioden. Tidsvektet snitt ender på 0,4% ettersom de senere årene vektet tyngre enn tidligere år av analyseperioden. Den svært lave risikofrie renten reflekterer som nevnt svak tro på fremtiden, noe som vil gjenspeiles i avkastningskravet.

7.2.2 Beta

Betaen kan man estimere selv eller man kan benytte en beta som er estimert av andre, eksempelvis nyhetstjenester. Betaer som er estimert av andre bør imidlertid ikke benyttes blindt (Kaldestad & Møller, 2016, p. 163). En fundamental analyse kan benyttes for å sjekke at estimatet er rimelig. Dersom det er gjennomførbart anbefaler Kaldestad og Møller at man utfører en regresjonsanalyse siden en slik metode er mindre manipulerbar enn overnevnte metode (Kaldestad & Møller, 2016, p. 165).

Vi vil derfor gjennomføre en regresjonsanalyse for Marine Harvest og de fire andre komparative selskapene i bransjen. Rent teoretisk kan det hevdes at egenkapitalbeta burde vært beregnet med utgangspunkt i en euro justert indeks slik at det er konsensus mellom avkastningskrav og beta. I følge Damodaran (2012, p. 188) er standard praksis å estimere beta for selskapet relativt til en markedsindeks basert hvor selskapet er notert. Siden alle selskapene er notert på Oslo Børs og handles her, bruker vi OSEBX som markedsindeks. Beta estimeres på følgende måte (Damodaran, 2012, p. 183):

$$R_{\text{Marine Harvest}} = a + bR_{\text{OSEBX}}$$

$R_{\text{Marine Harvest}}$ = avkastning Marine Harvest, a = skjæringspunkt i regresjonen, R_{OSEBX} = avkastning Oslo Børs, b = Beta

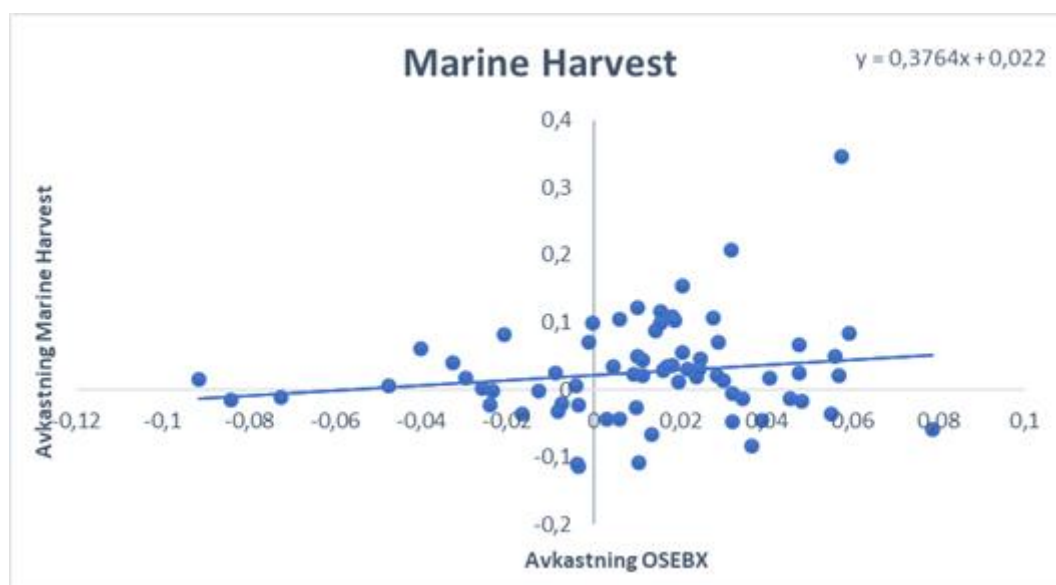
Empiri viser at betaen normalt beveger seg mot gjennomsnittet på 1 over tid, og en bør derfor justere betaen (Damodaran, 2012, p. 187). Det gjøres gjennom følgende vekting:

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

All data hentes fra Datastream og resultatene for Marine Harvest vises i tabell 7.1.

Datagrunnlaget baserer seg på månedlige observasjoner for perioden 31.12.2011 - 31.10.2017.

Det er viktig å merke seg at en så lang analyseperiode gir mer data, men risikoen kan ha endret seg betraktelig over perioden slik at dagens risiko ikke gjenspeiles i så stor grad som ønsket (Damodaran, 2012, p. 188). Vi anser imidlertid behovet for data større enn ulempen ved at risikoen kan ha endret seg betraktelig. Nærmere informasjon om regresjonsanalysen finnes i appendiks.



Figur 7.1: Egenkapitalbetaen til Marine Harvest i analyseperioden

Regresjonsanalysen gir en egenkapitalbeta på 0,3764 og en forklaringskraft (R-kvadrat) på 2,80%. Egenkapitalbetaen er lav og indikerer at Marine Harvest i liten grad korrelerer med børsen. Forklaringskraften er også lav, bare 2,80% av svingningene i aksjekursen kan forklares av konjunktursvingningene på Oslo Børs. Noe av den lave betaen kan nok forklares av at Oslo Børs er en oljetung børs. I de senere år har oljesektoren vært preget av lave oljepriser og pressede marginer. Oppdrettsbransjen på sin side er sterkt avhengig av lakseprisene som har hatt en sterk vekst siden 2012.

Videre er matproduksjon et nødvendig gode og ikke et luksusgode. Et nødvendighetsgode vil ha en lavere beta enn markedet generelt, og således ikke påvirkes i like stor grad av svingninger som det markedet vil. Det kan derimot diskuteres om laks er et

nødvendighetsgode ettersom det finnes rimeligere substitutter på markedet. Vurderingen av hvorvidt laks er et nødvendighetsgode kan også avhenge av hvor man befinner seg i verden ettersom laks har blitt et relativt dyrt produkt. Til tross for relativt høye priser velger vi å anse laks som et nødvendighetsgode som ikke fullt ut kan erstattes av substitutter. Samlet sett virker estimatet fornuftig gitt at laks er et nødvendighetsgode og at oppdrettsbransjen har gjort det svært bra i analyseperioden, mens store deler av Oslo Børs har hatt en nedgang.

Den lave egenkapitalbetaen kan som sagt forklares av utviklingen på Oslo Børs i de senere år. Vi ønsker imidlertid å ha et sammenligningsgrunnlag og ser derfor også på om den ser fornuftig ut sammenlignet med resten av selskapene i bransjen, samt vurdere den opp mot Eurofinancials (2017) sin beregnede egenkapitalbeta for Marine Harvest.

Eurofinancials (2017) operer med en egenkapitalbeta basert på de siste tre årene på 0,42 for Marine Harvest sammenlignet med Oslo Børs. Deres beta ligger noe over vår beregning før justering, men er ikke vesentlig forskjellig fra våre beregninger. Forskjellen kan delvis forklares ved at vi bruker en lenger tidshorisont. Samtidig vet vi ikke hvilke variabler de bruker. Tilsvarende regresjonsanalyse som for Marine Harvest ble gjort for komparative selskaper, regresjonen finnes i appendiks. Under presenteres resultatene både ujustert og justert.

	Marine Harvest	Lerøy	SalMar	Grieg Seafood	NRS	Vektet snitt
Egenkapital β	0,3764	0,5134	0,3297	0,6490	0,7622	0,4273
Justert egenkapital β	0,5843	0,6756	0,5531	0,7660	0,8415	0,6182

Tabell 7.2: Egenkapitalbeta til Marine Harvest og bransjen fra regresjonsanalyse og justert

Som man ser av tabell 7.2 ligger samtlige selskaper under Oslo Børs, der Marine Harvest og SalMar er de som ligger lavest. Justeringen normaliserer og gjør egenkapitalbetaen mindre ekstrem. Når en ser på bransjen samlet, samt Eurofinancials egenkapitalbeta for tre år, virker ikke Marine Harvest sin justerte egenkapitalbeta å være ekstrem. Egenkapitalbetaen til bransjen beregnes ved å vekte egenkapitalbeta ut i fra egenkapitalens markedsverdi. Betaen vil i stor grad påvirkes av Marine Harvest som utgjør halve bransjen. Totalt ligger bransjebetaen noe over Marine Harvest, men ikke mye. Det er naturlig at bransjen er litt mer volatil enn Marine Harvest som er et av de mest etablerte oppdrettsselskapene.

For å vurdere om estimatet er fornuftig kunne vi også beregnet Marine Harvest sin egenkapitalbeta basert på de komparative virksomhetene sin egenkapitalbeta. Variasjonen i bransjebetaene er derimot ikke så stor at vi anser dette som hensiktsmessig. Normalt velger en komparativ metode i de tilfellene selskapet selv ikke er børsnotert (Knivsflå, 2017i). Vi velger å benytte oss av den justerte egenkapitalbeta beregnet med regresjonsanalyse.

7.2.3 Markedets risikopremie

Markedsrisikopremien er den meravkastningen en investor forventer på en diversifisert portefølje i forhold til risikofri rente (PwC, 2016). Det finnes flere ulike metoder for å beregne markedets risikopremie. Man kan blant annet analysere den realiserte avkastningen i aksjemarkedet over analyseperioden, estimere en implisitt premie eller utføre en undersøkelse blant investorer. Svakheten ved den sistnevnte metoden er at respondentene gjerne er svært påvirket av de siste årenes utvikling (Kaldestad & Møller, 2016, p. 169). Det er verdt å merke seg at den negative risikofrie renten i senere tid, som skyldes stor usikkerhet i markedet og lite tro på fremtiden, bør reflekteres i markedets risikopremie (Kinserdal, 2017b)

Kinserdal (2017b) understreker mangelen av empiri på markedspremie når renten er under "normalen" på 2-3%. Vi ønsker derfor å benytte oss av hans estimat da det er svært relevant for det tyske markedet som opererer med en svært lav risikofri rente. Han anfører at nyere teori tilsier at risikopremien varierer over tid, hvor man har lav risikopremie i gode tider og høyere premie i dårlige tider. Det tilsier at den lave risikofrie renten fører til økt risikopremie. Ifølge en undersøkelse utført av PwC i 2016 svarer respondentene at markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5% (PwC, 2016). Det tilsier at vi må sette vår risikopremie noe over dette. Kinserdal (2017b) antyder en risikopremie på 6-7% i dagens marked. Vi velger å legge oss rundt hans estimat, men med et lite påslag ettersom vi operer i eurosonen som har en risikofri rente noe under Norge.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektning
Markedsrisikopremie	0,060	0,057	0,066	0,069	0,072	0,071	0,068

Tabell 7.3: Markedets risikopremie i euro

7.2.4 Illikviditetspremie

En egenkapitalinvestor ønsker som oftest muligheten til å likvidere sin posisjon hvis nødvendig (Damodaran, 2012, p. 683). Man legger til grunn at investorer ønsker høyere avkastning i de tilfellene hvor de investerer i vanskelig omsettelige aktiva. Denne meravkastningen kalles gjerne illikviditetspremie (Stortinget, 2006, p. 14). Faktorer som taler for en lav illikviditetspremie kan være at selskapet er børsnotert, lett omsettelige aktiva, selskapet betaler utbytte og har en stabil kontantstrøm, samt at det ikke er noen majoritetseiere. På den andre siden kan faktorer som at selskapet ikke er børsnotert, svak kontantstrøm og liten grad av utbetaling av utbytte, liten virksomhet og en dominerende eier være faktorer som taler for at det skal settes en høy illikviditetspremie (Sellæg, 2012). Basispremien for illikviditet settes derfor med bakgrunn i hvor lett det er å likvidere aksjen.

Investor vil også ønske et fradrag for kostnaden av å eie eller realisere aksjen. Utbytte og gevinst ved realisasjon er begge skattepliktige etter skatteloven § 5-1 så fremt investor ikke går under fritaksmetoden i skatteloven § 2-38. Derfor vil et lite tillegg ilegges basispremien for illikviditet.

Marine Harvest er notert på Oslo Børs og har et relativt spredt eierskap per 05.10.17 (Ref. figur 2.8). Vi ser at de 5 største eierne innehar 31,25% av total aksjekapital, der den største eieren står for 14,89% og femte største for 1,99%. Det er dermed noen store aksjonærer, men andelene synker raskt og viser at aksjekapitalen er spredt ut på mange aksjonærer. I tillegg utbetaler Marine Harvest utbytte kvartalsvis. Dette taler for en lav illikviditetspremie for majoriteten ettersom det er liten risiko for at en aksjonær blir låst inne. For minoritetseierne er det imidlertid større risiko for å bli låst inne. Dette fordi majoriteten hos Marine Harvest kontrollerer datterselskapene og andelen til minoritetsaksjonærene således blir mindre attraktiv på aksjemarkedet.

Vi velger å benytte en illikviditetspremie for majoriteten på 0,4% slik at en tar hensyn til virkning av utbytte- og gevinstskatt, samt formuesskatt. Minoriteten settes noe høyere, men med hensyn til de samme faktorene som Marine Harvest sin majoritet, til 3,2%.

Illikviditet ekk	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Illikviditetspremie - basispremie	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Virkning av utbytte- og gevinstskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Virkning av formueskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Samla illikviditetspremie	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004

Tabell 7.4: Illikviditetspremie for majoriteten i Marine Harvest

Illikviditet mik	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Illikviditetspremie - basispremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Virkning av utbytte- og gevinstskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Virkning av formueskatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Samla illikviditetspremie	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032

Tabell 7.5: Illikviditetspremie for minoriteten i Marine Harvest

7.3 Finansielle krav

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld reflekterer kostnaden av finansiering og er gitt ved (Knivsflå, 2017i):

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)} = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

fgk = finansielt gjeldskrav, fek = finansielt eiendelskrav

For å kunne beregne netto finansielt gjeldskrav må vi først finne de to faktorene finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav sier noe om den nåværende kostnaden ved å låne penger i markedet for å finansiere et prosjekt (Damodaran, 2012, p. 211). Knivsflå (2017i) bruker følgende formel for å bregne finansielt gjeldskrav:

$$\text{Finansielt gjeldskrav (fgk)} = r_f * (1 - s) + krp$$

krp = kredittrisikopremie

Den risikofrie renten ble beregnet tidligere i kapittelet og kredittrisikopremien ble fastsatt i kapittel 6, under syntetisk rating. Kostnaden av gjeld vil øke i takt med høyere risikofri rente og kredittrisikopremie, og motsatt ved lavere. Kredittrisikopremien blir påvirket av hvorvidt den finansielle gjelden til selskapet er langsiktig eller kortsiktig. Er den finansielle gjelden til Marine Harvest i størst grad langsiktig benytter vi en lang kredittrisikopremie (Knivsflå, 2017i). Over analyseperioden har tidsvektet langsiktig gjeld utgjort rundt 67% av total gjeld. Vi benytter oss derfor av en langsiktig kredittrisikopremie i beregningen av finansielt gjeldskrav.

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,010
BBB	0,010	0,014
BB	0,027	0,031

Tabell 7.6: Kredittrisikopremie etter syntetisk rating (Knivsflå, 2017i, p. 58)

Finansielt gjeldskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Syntetisk rating	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Risikofrirente etter skatt	0,010	0,013	0,006	0,003	0,002	0,003	0,004
Kredittrisikopremie	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,010	0,014
Finansielt gjeldskrav	0,041	0,027	0,020	0,017	0,016	0,013	0,018

Tabell 7.7: Finansielt gjeldskrav for Marine Harvest

Vi ser av tabell 7.7 at finansielt gjeldskrav er synkende over analyseperioden og har et tidsvektet snitt på 1,8%. Dette skyldes den lave risikofrie renten kombinert med god syntetisk rating som gir en lav kredittrisikopremie med unntak av i 2012. Finansielt gjeldskrav påvirkes dermed i stor grad av framtidsutsiktene i markedet samt selskapets rating. Det er naturlig at kravet synker med god rating, siden Marine Harvest anses som en investering med liten konkursrisiko. Beregnet krav indikerer at det er et godt marked å låne penger i for Marine Harvest og at de således bør finansiere prosjekter gjennom fremmedkapital.

Det er verdt å merke seg at når en ser på Marine Harvest sine rentekostnader (finanskostnad/finansiell gjeld), som i analyseperioden har et tidsvektet snitt på 3,4%, virker beregnet krav å være unormalt lavt. Hvis ikke låner Marine Harvest til svært ugunstige vilkår.

Sistnevnte er lite trolig da Marine Harvest anses som et solid selskap. Marine Harvest virker derfor å betale for en høyere risiko enn det vår modell får frem. En mulig årsak til det lave kravet kan skyldes at Marine Harvest sine lån er tatt opp i norske kroner, mens vårt krav baserer seg på euro. Det står ikke spesifisert i Marine Harvest sine regnskaper hvilken valuta låne er tatt opp i, men finansieringen i gruppen gjøres hovedsakelig gjennom morselskapet Marine Harvest ASA som er hjemmehørende i Norge. Det er derfor nærliggende å tro at lånet er tatt opp i norske kroner.

Det unormalt lave kravet indikerer at forutsetningen i kapitalavkastningsteorien om implisitt null korrelasjon mellom valutakurser og kontantstrømmer faller litt sammen. Dermed vil ikke gjeldskravet beregnet ovenfor være tilstrekkelig representativt for Marine Harvest sin drift. Et alternativ vil derfor være å bruke gjeldsrente som beste estimat på gjeldskravet. Vi vet imidlertid ikke med sikkerhet hva Marine Harvest sin gjeldsrente har vært over perioden. Beste estimat på denne vil være å bruke finanskostnader dividert på finansiell gjeld, men estimatet innebærer stor usikkerhet knyttet til faktisk verdi.

Både teoretisk beregnet finansielt gjeldskrav og gjeldsrente har sine ulemper. Beregnet krav er tilsynelatende for lavt, samtidig som beregnet rente ikke nødvendigvis gjenspeiler faktisk gjeldskrav. For å få et så optimalt krav som mulig velger vi imidlertid å legge oss på en vektning av de to gjennom perioden. Der beregnet finansielt gjeldskrav vil vektes 1/3 og beregnet rentekostnad vektes 2/3. Beregnet gjeldsrente vektes tyngst ettersom vi går ut i fra at lånene er tatt opp i norske kroner, noe eurorenten ikke gjenspeiler på en tilstrekkelig måte. For å unngå og stole blindt på beregnet gjeldsrente inkluderes også beregnet krav slik at kravet også underbygges av empiri. På den måten får vi hensyntatt både empiri og beste estimat for å skape et så rettviseende krav som mulig.

Gjeldskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Gjeldsrente (beregnet)	0,047	0,052	0,031	0,025	0,024	0,045	0,034
Krav - modell	0,041	0,027	0,020	0,017	0,016	0,013	0,018
Vektet gjeldskrav	0,045	0,043	0,027	0,022	0,021	0,034	0,029

Tabell 7.8: Finansielt gjeldskrav for Marine Harvest

Kravet i tabell 7.8 virker mer rimelig gitt at en også sammenligner det med hva de sammenlignbare selskapene betaler i beregnet gjeldsrente. Merk her at gjeldsrente i 2017T

blir noe høy som følge av at Marine Harvest tilbakebetalte en del gjeld første halvdel av 2017 mens trailet rentekostnadene baserer seg på finansiell gjeld i 2016.

Finansiell gjeldsbeta

Implisitt finansiell gjeldsbeta er lik markedspremien multiplisert med kredittrisikopremien, delt på markedsrisikopremien (Knivsflå, 2017i):

$$\beta_{FG} = \frac{\text{markedsrisikodelen} * \text{kredittrisikopremie}}{\text{markedets risikopremie}}$$

Markedsrisikodelen er et uttrykk for den delen av konkursrisikoen som skriver seg fra økonomien generelt. Denne er ukjent for oss, men beregnes med utgangspunkt i R-kvadrat fra regresjonen av Marine Harvest hvor vi skjønsmessig justerer den til 2/3 for gjeldsavkastning.

Finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Rating	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Lang kredittrisikopremie	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,010	0,014
Markedspremien	0,060	0,057	0,066	0,069	0,072	0,071	0,068
Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,517	0,246	0,212	0,203	0,194	0,141	0,207
Markedsrisikodel EK	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028
Justringsfaktor gjeld	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
Markedsrisikodel FG	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019
Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,005	0,004	0,004	0,004	0,003	0,004

Tabell 7.9: Finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler er sammensatt av lett omsettelige midler som kontanter, fordringer og investeringer. Som vi nevnte under avsnitt 7.1.1 bærer de ulike postene ulik risiko og dermed ulikt avkastningskrav.

Finansielt eiendelskrav er det vektete kravet mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Kravet sier oss noe om hvilken avkastning Marine Harvest kan forvente på sine finansielle eiendeler og er gitt ved (Knivsflå, 2017i):

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

Vi velger å fastsette noen forutsetninger for det finansielle eiendelskravet. Den første forutsetningen er at kontanter er risikofrie. Den andre er at de finansielle fordringene er utsatt for en kredittrisiko med rating BBB slik at kredittrisikopremien blir lik 1%. Den tredje er at finansielle investering har en beta tilnærmet lik 1 og at illikviditetspremien er lik 0 (Knivsflå, 2017i). Hvorvidt illikviditetspremien skal settes lik 0 kan imidlertid diskuteres da ikke alle selskapene hvor Marine Harvest er aksjonærer er børsnoterte. Marine Harvest eier blant annet 42,51% av Nova Sea AS som er et ikke-børsnotert selskap. Illikviditetspremien knyttet til denne investeringen kan vanskelig ses å være 0, men på bakgrunn av manglende informasjon velger vi likevel å forutsette at illikviditetspremien er lik 0. Rating BBB for de finansielle fordringene virker også rimelig ettersom dette er den "vanligste" ratingen (Knivsflå, 2017h).

Fiansielt eiendelskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Kontantkrav	0,010	0,013	0,006	0,003	0,002	0,003	0,004
Kontantvekt	0,249	0,337	0,884	0,969	0,964	0,980	0,858
Fordringskrav	0,020	0,023	0,016	0,013	0,012	0,013	0,014
Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investeringskrav	0,070	0,070	0,072	0,072	0,074	0,074	0,073
Investeringsvekt	0,751	0,663	0,116	0,031	0,036	0,020	0,142
Fiansielt eiendelskrav	0,055	0,050	0,013	0,006	0,004	0,004	0,013

Tabell 7.10: Fiansielt eiendelskrav for Marine Harvest

Fiansielt eiendelskrav er synkende over analyseperioden og ender med et tidsvektet snitt på 1,3%. Det høye eiendelskravet i starten av perioden skyldes en høy investeringsvekt i forhold til kontantvekt. Fra 2014 endres denne vekten slik at finansielle eiendeler i hovedsak består av kontanter. Investeringer er mer risikofylte enn kontanter, følgelig blir kravet høyere de to første årene i analyseperioden. Det lave finansielle eiendelskravet indikerer at det ikke er hensiktsmessig å sitte på mer kontanter enn nødvendig for Marine Harvest.

For finansielle eiendeler ligger finansinntektene tidsvektet på 3,5% av finansielle eiendeler. Det er betydelig over beregnet tidsvektet snitt på 1,3%. Noe som indikerer at argumentasjonen for fiansielt gjeldskrav er relevant her også. Mange av investeringene til Marine Harvest er i norske selskaper, således utbetales utbytte og gevinst ved salg av aksjer i norske kroner samt at kontantstrømmene er i norske kroner. Dermed vil et krav basert på euro kunne undervurdere fiansielt eiendelskrav for Marine Harvest.

På den andre siden er nok mer av eiendelssiden basert på euro enn gjeldssiden. Dermed vil ikke eurokravet nødvendigvis fremstille et like feilaktig bilde på eiendelssiden som på gjeldssiden. Det viser blant annet den høye investeringsgraden i 2012 og 2013 som knytter seg til oppkjøpet av det polske selskapet Morpol. Det er nærliggende å tro at denne investeringen ble foretatt i annen valuta enn norske kroner og store deler av kontantstrømmen vil således være i annet enn norske kroner. Videre vil et krav basert på avkastningen bli svært varierende ettersom den i blant annet vil avhenge av om utbyttebetalingene er gode.

På bakgrunn av dette velger vi å beholde det finansielle eiendelskravet som er beregnet ovenfor i tabell 7.10.

Finansiell eiendelsbeta

Ettersom vi har forutsatt at kontanter er risikofrie er finansiell eiendelsbeta gitt ved (Knivsflå, 2017i):

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

β_{EK} = egenkapitalbeta, β_{INV} = investeringsbeta, β_{FOR} = fordringsbeta, FOR = fordringer, INV = investeringer

For å kunne beregne eiendelsbeta må vi først beregne betaen for finansielle fordringer, hvor gjennomsnittsratingen fortsatt settes til BBB. Beta for finansielle investering settes som nevnt til 1, mens kontantbeta forutsettes lik 0.

Finansiell eiendelsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Rating fordringer = gj.snitt rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedspremien	0,060	0,057	0,066	0,069	0,072	0,071	0,068
Fordringsbeta når mrd = 1	0,167	0,175	0,152	0,145	0,139	0,141	0,148
Markedsrisikodel	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
Fordringsbeta	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,249	0,337	0,884	0,969	0,964	0,980	0,858
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,751	0,663	0,116	0,031	0,036	0,020	0,142
Finansiell eiendelsbeta	0,751	0,663	0,116	0,031	0,036	0,020	0,142

Tabell 7.11: Finansiell eiendelsbeta for Marine Harvest

7.4 Netto finansielt gjeldskrav

Vi har nå funnet alle faktorene som er nødvendig for å kunne beregne netto finansielt gjeldskrav. Beregningen gjøres i henhold til det som ble presentert i punkt 7.3.

Netto finansielt gjeldskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Finansielt gjeldskrav	0,045	0,043	0,027	0,022	0,021	0,034	0,029
FG/NFG	1,155	1,258	1,174	1,095	1,067	1,083	1,116
Finansielt eiendelskrav	0,055	0,050	0,013	0,006	0,004	0,004	0,013
FE/NFG	0,155	0,258	0,174	0,095	0,067	0,083	0,116
Netto finansielt gjeldskrav	0,044	0,042	0,030	0,024	0,022	0,036	0,030

Tabell 7.12: Netto finansielt gjeldskrav for Marine Harvest

Netto finansielt gjeldskrav reflekterer trenden i finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Vi får et tidsvektet snitt på 3% hvor 2017T trekker opp som følge av et høyere gjeldskrav.

Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta finner vi ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Disse har vi allerede beregnet i avsnitt 7.3.1 og 7.3.2.

Netto finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,005	0,004	0,004	0,004	0,003	0,004
FG/NFG	1,155	1,258	1,174	1,095	1,067	1,083	1,116
Finansiell eiendelsbeta	0,751	0,663	0,116	0,031	0,036	0,020	0,142
FE/NFG	0,155	0,258	0,174	0,095	0,067	0,083	0,116
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,105	-0,165	-0,016	0,001	0,001	0,001	-0,023

Tabell 7.13: Netto finansiell gjeldsbeta for Marine Harvest

Netto finansiell gjeldsbeta er negativ de første tre årene i analyseperioden og marginalt positiv de siste tre årene. Det gjør at tidsvektet snitt ender på -0,023. En negativ netto finansiell gjeldsbeta er ikke vanlig, men kan i noen tilfeller oppstå (Knivsflå, 2017i). Årsaken til den negative netto finansielle gjeldsbetaen i 2012 og 2013 skyldes lav finansiell gjeldsbeta som følge av lav markedsrisikodel. Vi ser at når finansiell eiendelsbeta går ned, som følge av lavere investeringsvekt, øker netto finansiell gjeldsbeta. Endringen mot slutten av analyseperioden er derimot ikke stor nok til å veie opp for den negative effekten i starten, slik at tidsvektet snitt blir negativt.

7.5 Selskapskrav

Vi benytter selskapets krav til netto driftskapital for å beregne selskapskravet. Alternativt kunne vi benyttet sysselsatt kapital, men denne løsningen vil ikke bli presentert videre her. For konsistens med rentabilitet vil også vektingen i kravet være basert på en gjennomsnittlig kapital.

7.5.1 Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta

Netto driftsbeta finner vi ved å vekte selskapets egenkapital, minoritetsinteresse og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2017i):

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

β_{NDK} = Netto driftskapitalbeta, β_{NFG} = Netto finansiell gjeldsbeta

Den justerte egenkapitalbetaen ble beregnet i avsnitt 7.2.2, og vi antar videre at betaen for minoritetsinteressene er lik egenkapitalbetaen. I tillegg ble netto finansiell gjeldsbeta beregnet tidligere i kapittelet. Dersom vi videre forutsetter at verdien av et selskap avhenger av hvordan selskapet er finansiert, vil β_{NDK} være konstant (Knivsflå, 2017i). Vi har da kun en ukjent faktor; den årlige egenkapitalbetaen som beregnes residuallt.

Netto driftsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Egenkapitalbeta	0,535	0,568	0,589	0,608	0,628	0,533	0,584
EK/NDK	0,665	0,664	0,560	0,530	0,513	0,606	0,570
Egenkapitalbeta	0,535	0,568	0,589	0,608	0,628	0,533	0,584
MI/NDK	0,004	0,003	0,001	0,000	0,000	0,000	0,001
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,105	-0,165	-0,016	0,001	0,001	0,001	-0,023
NFG/NDK	0,330	0,333	0,439	0,469	0,486	0,394	0,430
Netto driftsbeta	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323

Tabell 7.14: Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta for Marine Harvest

7.5.2 Egenkapital- og minoritetskrav

Vi har nå beregnet all nødvendig informasjon for å kunne estimere egenkapitalkravet etter kapitalverdimodellen.

Egenkapitalkrav (ekk)	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Risikofrirente etter skatt	0,010	0,013	0,006	0,003	0,002	0,003	0,004
Justert egenkapitalbeta	0,535	0,568	0,589	0,608	0,628	0,533	0,584
Risikopremie etter skatt	0,060	0,057	0,066	0,069	0,072	0,071	0,068
ekk - CAPM	0,042	0,045	0,044	0,045	0,047	0,040	0,044
Ilp majoritet	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
ekk	0,046	0,049	0,048	0,049	0,051	0,044	0,048

Tabell 7.15: Egenkapitalkrav for Marine Harvest

Egenkapitalkravet ligger stabilt på rundt 5% over hele perioden og ender med et tidsvektet snitt på 4,8%. Den risikofrie renten er lav i analyseperioden og er med på å bidra til et lavere avkastningskrav enn hva man normalt ville forvente. Dette motvirkes imidlertid til en viss grad av den økte risikopremien. Ettersom egenkapitalbetaen er lavere enn markedsindeksen blir kravet noe lavere enn om Marine Harvest korrelerte perfekt med børsen. Ettersom Marine Harvest virker å ha en del lavere risiko enn børsen virker det naturlig at investorene ikke får en høy kompensasjon for investeringen. Samme bevegelsen vil en se i minoritetskravet, men det blir 3,2% høyere grunnet en høyre innlåsnings risiko.

Minoritetskrav mik	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
ekk - CAPM	0,042	0,045	0,044	0,045	0,047	0,040	0,044
Ilp minoritet	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
mik	0,074	0,077	0,076	0,077	0,079	0,072	0,076

Tabell 7.16: Minoritetskrav for Marine Harvest

7.5.3 Netto driftskrav

Avkastningskravet til netto driftskapital er et vektet gjennomsnitt (se avsnitt 7.1.1) mellom de ulike formene for finansiering og kan uttrykkes som følger:

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

Netto driftskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Egekapitalkrav	0,046	0,049	0,048	0,049	0,051	0,044	0,048
EK/NDK	0,665	0,664	0,560	0,530	0,513	0,606	0,570
Minoritetskrav	0,074	0,077	0,076	0,077	0,079	0,072	0,076
MI/NDK	0,004	0,003	0,001	0,000	0,000	0,000	0,001
Netto finansielle gjeldskrav	0,044	0,042	0,030	0,024	0,022	0,036	0,030
NFG/NDK	0,330	0,333	0,439	0,469	0,486	0,394	0,430
Netto driftskrav	0,046	0,047	0,040	0,037	0,037	0,041	0,040

Tabell 7.17: Netto driftskrav for Marine Harvest

Netto driftskrav er synkende mot 2016 og generelt sett lavt i hele analyseperioden. Dette skyldes i stor grad det lave netto finansielle gjeldskravet. Tilnærmingen som er brukt for å beregne kravene innebærer bruk av faktisk observert risikofri rente i beregningen av egenkapitalkravet. Dersom vi hadde valgt å benytte en konstant risikofri rente samt basere gjeldskravet på denne i analyseperioden, ville derimot netto driftskravet blitt konstant som en konsekvens av dette. At den risikofrie renten er lav over tid innebærer at det er gunstig å lånefinansiere investeringer og betale dette i ettertid for et lavere beløp enn ved kontant betaling i dag. Samtidig gjenspeiler den en svak tro på fremtiden som bør reflekteres i et redusert avkastningskrav (Rydning & Haider, 2017).

Krav oppsummert:

Oppsummert	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Egenkapitalkrav	0,046	0,049	0,048	0,049	0,051	0,044	0,048
Minoritetskrav	0,074	0,077	0,076	0,077	0,079	0,072	0,076
Finansielt gjeldskrav	0,045	0,043	0,027	0,022	0,021	0,034	0,029
Finansielt eiendelskrav	0,055	0,050	0,013	0,006	0,004	0,004	0,013
Netto finansielt gjeldskrav	0,044	0,042	0,030	0,024	0,022	0,036	0,030
Netto driftskrav	0,046	0,047	0,040	0,037	0,037	0,041	0,040

Tabell 7.18: Oppsummering av krav for Marine Harvest

7.6 Avkastningskrav til bransjen

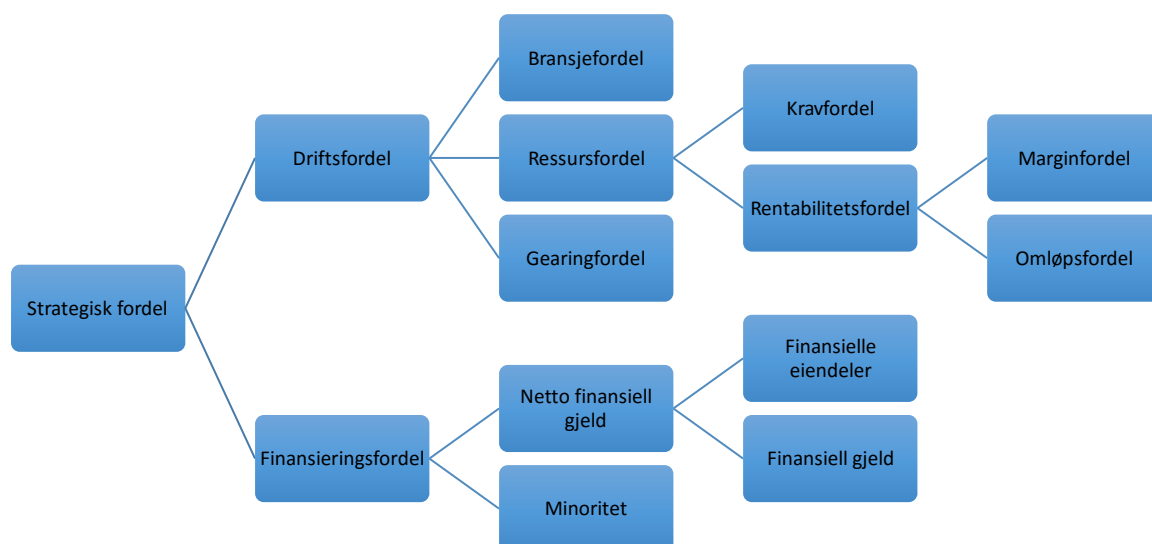
Under presenteres avkastningskravet til bransjen basert på vektet egenkapitalbeta. Det er verdt å merke seg at illikviditetspremien for bransjen settes noe høyere enn for Marine Harvest siden innlåsningsrisikoen anses som høyere. Illikviditetspremien for majoritet og minoritet settes henholdsvis til 0,005 og 0,037 ettersom noen av de komparative selskapene har en mindre spredt eierstruktur enn Marine Harvest. Finansielt gjeldskrav vil beregnes på samme måte for bransjen som for Marine Harvest for å sikre konsistens.

Oppsummert	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Egenkapitalkrav	0,053	0,053	0,052	0,052	0,053	0,048	0,052
Minoritetskrav	0,085	0,085	0,084	0,084	0,085	0,080	0,084
Finansielt gjeldskrav	0,041	0,040	0,028	0,024	0,020	0,028	0,027
Finansielt eiendelskrav	0,033	0,030	0,009	0,004	0,003	0,003	0,008
Netto finansielt gjeldskrav	0,042	0,043	0,032	0,027	0,023	0,034	0,031
Netto driftskrav	0,050	0,050	0,045	0,043	0,041	0,044	0,044

Tabell 7.19: Oppsummering av krav for Bransjen

8. Analyse av lønnsomhet

Vi vil i dette kapitlet se nærmere på hva som skaper lønnsomhet i Marine Harvest. For å beregne lønnsomheten vil vi benytte en strategisk rentabilitetsanalyse som sier noe om hvor mye de enkelte kapitalene kaster av seg. Den strategiske fordelene kan dekomponeres i driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordelen kan videre splittes opp i en bransjefordel, ressursfordel og en gearingfordel, mens finansieringsfordelen kan splittes opp i netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Ved å splitte opp driftsfordelen får vi sett hva som genererer en eventuell fordel eller ulempe. Kapitlet vil således ta for seg beregningen av de ulike kildene til selskapets strategiske fordel.



Figur 8.1: Rammeverk for strategisk rentabilitetsanalyse

For å beregne selskapets lønnsomhet vil vi videre i kapitlet benytte formel fra Knivsflå sitt rammeverk. Lønnsomheten vil beregnes med utgangspunkt i normalisert resultat som også er brukt i beregning av kravene. For konsistens vil også rentabiliteten måles som en etterskuddsrente på samme måte som kravene i kapittel 7. Det gjøres med utgangspunkt i følgende formel (Knivsflå, 2017j):

$$\frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Kapital}_{IB} + (\Delta \text{Kapital} - \text{nettoresultat})/2}$$

8.1 Superrentabilitet

Ved bruk av en strategisk rentabilitetsanalyse ser man på avviket mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet, også kalt superrentabilitet. Dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet vil selskapet være i besittelse av en strategisk fordel. Ettersom vi benytter et tidsvektet gjennomsnitt, og senere år anses som mer relevant enn tidligere år, vil de senere årene tillegges mer vekt. Den beregnede lønnsomheten vil dermed i stor grad være basert på en oppgangssyklus, og vi kan således ikke forvente samme lønnsomhet over et lengre tidsperspektiv. Den strategiske fordelingen er gitt ved (Knivsflå, 2017j):

$$\text{Strategisk fordel} = ekr - ekk$$

der,

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

ekr = egenkapitalrentabilitet

Superrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Egenkapitalrentabilitet	0,028	0,182	0,228	0,151	0,350	0,398	0,271
Egenkapitalkrav	0,046	0,049	0,048	0,049	0,051	0,044	0,048
Superrentabilitet	-0,019	0,134	0,180	0,101	0,299	0,354	0,223

Tabell 8.1: Strategisk fordel

Av tabell 8.1 ser vi at Marine Harvest har en negativ strategisk fordel i 2012, mens den for resten av analyseperioden er svært positiv. Det viser at egenkapitalrentabiliteten følger syklusen i næringen hvor 2012 var et år med lave laksepriser. Når lakseprisene blir lave klarer ikke Marine Harvest å oppnå en avkastning på egenkapitalen i henhold til kravet. I gode år klarer de det derimot med god margin. Det kan indikere at Marine Harvest ikke er rustet til å tåle lengre perioder med lave laksepriser. Tidsvektet strategisk fordel er derimot svært positivt på 22,3%, men dette kan skyldes at tidsvektet snitt i stor grad er basert på gode år i næringen. Det er også verdt å merke seg at manglende balanseføring av FoU kostnader kan føre til en overvurdert egenkapitalrentabilitet.

I de senere delkapitlene vil vi dele den strategiske fordel inn i driftsfordel og finansieringsfordel. Den strategiske fordel vil bli dekomponert som følger (Knivsflå, 2017j):

$$ekr - ekk = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig) + (nfgk * nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

$nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad, $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, $nfgr$ = netto finansiell gjeldsrente, mir = minoritetsrentabilitet

8.2 Driftsfordel

Selskapet er i besittelse av en driftsfordel dersom rentabiliteten er større enn kravet.

Driftsfordelen kan uttrykkes som (Knivsflå, 2017j):

$$\text{"Ren driftsfordel"} = ndr - ndk$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav

"Ren driftsfordel"	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Netto driftsrentabilitet	0,029	0,141	0,145	0,091	0,192	0,254	0,167
Netto driftskrav	0,046	0,047	0,040	0,037	0,037	0,041	0,040
"Ren" driftsfordel	-0,016	0,094	0,105	0,054	0,155	0,213	0,127

Tabell 8.2: Driftsfordel

Driftsfordelen i Marine Harvest følger samme trend som den strategiske fordel. Det er naturlig ettersom netto driftsrentabiliteten er en kilde til egenkapitalrentabiliteten. Dermed vil de samme momentene som under strategisk fordel gjøre seg gjeldende.

For å finne kildene til driftsfordelen kan man dekomponere den i en bransjefordel og en ressursfordel. Ressursfordelen splittes så i en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Videre vil vi se på gearingfordelen, som er en skalering av driftsfordelen i avsnitt 8.2.3.

$$\text{Driftsfordel} = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk) + (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

ndr_B = netto driftsrentabiliteten til bransjen, ndk_B = netto driftskravet til bransjen

Som målestokk vil vi benytte bransjegjennomsnittet.

8.2.1 Bransjefordel

En bransjefordel eksisterer dersom netto driftsrentabiliteten til bransjen er større enn netto driftskravet (Knivsflå, 2017j).

$$\text{Bransjefordel} = ndr_B - ndk_B$$

Bransjefordelen kan øke dersom det finnes muligheter i bransjen, men reduseres dersom det viser seg at bransjen står overfor trusler.

Bransjefordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Netto driftsrentabilitet bransje	0,033	0,159	0,164	0,104	0,225	0,279	0,189
Netto driftskrav bransje	0,050	0,050	0,045	0,043	0,041	0,044	0,044
Bransjefordel	-0,017	0,109	0,119	0,062	0,184	0,235	0,145

Tabell 8.3: Bransjefordel

Tabell 8.3 viser at bransjen i alle år, utenom i 2012, er i besittelse av en ganske høy bransjefordel. I tillegg har fordelen fra 2012 til 2017 vært økende, noe som kan tyde på at det finnes muligheter i bransjen. Bransjefordelen er tilnærmet lik driftsfordelen, slik at det kan virke som at det er bransjefordelen som er den mest nærliggende kilden til driftsfordelen til selskapet. Analysen bekrefter også det vi kom frem til i bransjeanalysen i kapittel 4, hvor vi blant annet konkluderte med at både rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter og trusselen fra nye aktører anses som moderat. Så lenge disse to faktorene holder seg på et relativt moderat nivå vil bransjen være lønnsom.

I et marked med fri konkurranse vil det på sikt ikke være lønnsomt å drive ettersom flere aktører etablerer seg for å ta del i lønnsomheten (Riis & Moen, 2011, p. 178). I et slikt tilfelle vil tilbudet øke, og prisen vil således reduseres til et nivå der man verken tjener eller taper på å drive i bransjen. Ut i fra dette vil vi på sikt forvente at rentabiliteten vil bevege seg mot kravet. Dette vil derimot kun gjelde dersom det er snakk om et marked med fri konkurranse. I oppdrettsnæringen er produksjonsvolum og etableringsbarrierene sterkt kontrollert av konsesjonsordningen noe som kan tale for at forutsetningene for frikonkurransemodellen ikke er oppfylt. Vi forventer dermed at bransjefordelen opprettholdes på lang sikt.

Bransjefordelen ser ut til å påvirkes i stor grad av lakseprisene. Bransjefordelen var negativ i 2012 da man opplevde lave laksepriser, og svært høy i 2017 hvor man opplevde rekordhøye laksepriser. Den høye bransjefordelen virker dermed å være svært avhengig av at prisnivået på laks opprettholdes.

8.2.2 Ressursfordel

Grunnlaget for en ressursfordel kan være særegne interne ressurser som finnes i selskapet. Selskapets ressursfordel kan øke dersom selskapet har sterke sider, men på den andre siden reduseres dersom det viser seg at selskapet har interne svake sider. Ved hjelp av denne analysen vil vi måle Marine Harvest sine interne ressurser opp mot bransjegjennomsnittet. Ressursfordelen er gitt ved (Knivsflå, 2017j):

$$\text{Ressursfordel drift} = ndr - ndr_B + ndk_B - ndk$$

Ressursfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Netto driftsrentabilitet	0,029	0,141	0,145	0,091	0,192	0,254	0,167
Netto driftsrentabilitet bransje	0,033	0,159	0,164	0,104	0,225	0,279	0,189
Ressursfordel rentabilitet	-0,004	-0,018	-0,019	-0,013	-0,033	-0,026	-0,022

Tabell 8.4: Ressursfordel

Kravfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Netto driftskrav bransje	0,050	0,050	0,045	0,043	0,041	0,044	0,044
Netto driftskrav Marine Harvest	0,046	0,047	0,040	0,037	0,037	0,041	0,040
Kravfordel	0,004	0,004	0,005	0,005	0,004	0,003	0,004

Tabell 8.5: Kravfordel

Vi ser av figur 8.4 at Marine Harvest har en ressursulempe relativt til bransjen. Ulempen varierer noe over analyseperioden, men til tross for dette øker den betydelig fra 2012 til 2017T. Dette kan tyde på at Marine Harvest har interne svake sider som gjør at de ikke klarer å utnytte ressursene sine like effektivt som bransjen eller at de er i besittelse av færre ressurser. Vi har tidligere i den strategiske analysen gått ut i fra at de kan ha midlertidige fordeler knyttet til differensiering, stordriftsfordeler og utvikling av ny teknologi. Det kan imidlertid virke som at Marine Harvest enten ikke klarer å utnytte stordriftsfordelene, at differensieringen ikke gir de fordelene som vi forventet og at utvikling av ny teknologi

foreløpig ikke har gitt resultater. Sistnevnte kan skyldes at teknologien fortsatt er i en utviklingsfase og ikke er implementert i driften. På bakgrunn av dette samt at ressursulempen er på 2,2%, ønsker vi å se nærmere på kildene til ressursulempen.

Marine Harvest har også en kravfordel, men denne er marginal med et tidsvektet snitt på 0,4% og vil ikke analyseres videre.

For å identifisere kildene til ressursulempen vil vi dekomponere ressursulempen i en omløpsfordel og marginalfordel.

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

$$ndm = \text{netto driftsmargin}, \text{ onde} = \text{omløp til netto driftseiendeler}$$

Marginfordel

Selskapet har en marginfordel dersom de har lavere kostnader knyttet til drift per krone av driftsinntektene enn bransjegjennomsnittet. Altså at netto driftsmarginen er høyere enn bransjen (Knivsflå, 2017k).

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

der,

$$ndm = \frac{NDR}{DI}$$

og,

$$onde = \frac{DI}{NDE}$$

Marginfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvekting
Netto driftsmargin	0,030	0,127	0,121	0,082	0,151	0,178	0,131
Netto driftsmargin bransje	0,033	0,132	0,123	0,083	0,156	0,175	0,133
Marginfordel "uvektet"	-0,003	-0,005	-0,002	-0,002	-0,005	0,002	-0,002
Omløp til netto driftskapital	0,979	1,110	1,204	1,113	1,270	1,430	1,238
Marginfordel	-0,003	-0,005	-0,003	-0,002	-0,006	0,003	-0,002

Tabell 8.6: Marginfordel

Tabell 8.6 viser at Marine Harvest har en marginulempe i hele analyseperioden foruten om i 2017T da de oppnår en marginfordel på 0,3%. Tidsvektet snitt ender imidlertid på -0,2% som følge av mange år med en marginulempe. Marginulempen indikerer at Marine Harvest ikke klarer å være like kostnadseffektiv som bransjen. Vi ser imidlertid at Marine Harvest klarer å snu trenden i 2017T, noe som er positivt. Oppgangen kan skyldes reduserte kostnader i forbindelse med blant annet egen forproduksjon. En annen ting det er verdt å merke seg er at marginene faller med lakseprisene. På grunn av dette vil det være viktig for selskapet å sikre seg mot variasjonene i prisen ettersom dette vil ha mye å si for selskapets lønnsomhet.

Om ønskelig kan man dekomponere marginfordelen ytterligere gjennom et "common size" resultatregnskap hvor postene i netto driftsresultatet blir uttrykt som en prosentandel av selskapets driftsinntekt (Knivsflå, 2017k). Selv om marginulempen er minimal ønsker vi å benytte oss av et "common size" resultatregnskap for å se på ulikhetene mellom kostnadene til Marine Harvest og bransjen.

Common size	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning	Bransje
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Varekostnader	62,51 %	52,08 %	53,57 %	56,88 %	50,77 %	44,77 %	51,63 %	54,99 %
Lønns- og personalkostnader	15,64 %	13,93 %	13,01 %	13,72 %	12,54 %	12,25 %	13,07 %	11,04 %
Annen driftskostnad	13,99 %	13,45 %	13,12 %	14,24 %	13,46 %	14,19 %	13,77 %	13,58 %
Avskrivninger	4,38 %	3,97 %	3,79 %	4,49 %	4,06 %	3,92 %	4,08 %	3,59 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	3,48 %	16,57 %	16,51 %	10,67 %	19,17 %	24,87 %	17,45 %	16,80 %
Driftsrelatert skattekostnad	1,06 %	5,05 %	5,03 %	3,25 %	5,84 %	7,58 %	5,32 %	4,67 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2,42 %	11,52 %	11,48 %	7,42 %	13,33 %	17,29 %	12,13 %	12,12 %
Netto resultat driftstilknyttet selskap	0,57 %	1,16 %	0,59 %	0,75 %	1,78 %	0,46 %	0,94 %	1,15 %
Netto driftsresultat	2,99 %	12,68 %	12,07 %	8,17 %	15,11 %	17,75 %	13,08 %	13,27 %

Tabell 8.7: Common size dekomponering av driftsresultat

I tabell 8.7 har vi analysert kostnadene til Marine Harvest opp mot kostnadene til bransjen. Analysen indikerer at Marine Harvest generelt har høyere lønns- og personalkostnader, andre driftskostnader og avskrivninger enn bransjen. Forskjellene er minimale, men vi ønsker likevel å se nærmere på hva som trekker opp og hva som trekker ned. Postene annen driftskostnad og avskrivninger vil imidlertid ikke bli analysert nærmere ettersom Marine Harvest her ligger meget tett opptil bransjen.

Varekostnader: Som vi ser av tabell 8.7 er det en differanse på 3,36 prosentpoeng mellom Marine Harvest og bransjen, til Marine Harvest sin fordel. Analysen viser imidlertid at

varekostnadene ikke alltid har lagt under bransjesnittet. Høyest var varekostnadene i 2012, men i de senere årene av analyseperioden har de avtatt. Dette kan blant annet skyldes faktorer som at Marine Harvest har opprettet en egen fôrdivisjon som gir dem en kostnadsfordel. I tillegg var vi inne på i den strategiske analysen at selskapet er i besittelse av stordriftsfordeler. Det kan se ut til at selskapet har klart å utnytte disse fordelene i større grad de siste årene, og da spesielt i 2017T.

Lønns- og personalkostnader: Tabellen viser at det er en differanse på -2,03% mellom Marine Harvest og bransjen, til ulempe for Marine Harvest. Kostnadene var, i likhet med varekostnadene, høyest i 2012. Frem til 2017 har kostnadene imidlertid stagnert, men fortsatt ligger Marine Harvest noe over bransjesnittet. Høyere lønnskostnader kan skyldes både lavere effektivitet og høyere lønnskostnad per ansatt. Posten indikerer et såkalt "rødt flagg" for selskapet.

Driftsrelatert skattekostnader: Marine Harvest har en tidsvektet ulempe på 0,65% sett i forhold til bransjen. Kostnaden er spesielt høy i årene 2013, 2014, 2016 og 2017. Bakgrunnen for dette er at Marine Harvest har en høyere driftsskattesats enn bransjen.

Omløpsfordel

Dersom Marine Harvest har en driftsinntekt per krone investert som er høyere enn bransjen eller en lavere kapitalbinding per krone, innehar selskapet en omløpsfordel (Knivsflå, 2017j). Omløpsfordelen beregnes ved å finne differansen mellom bransjen og selskapets omløpsfordel, og deretter multiplisere verdien med bransjens netto driftsmargin.

$$Omløpsfordel = (onde - onde_B) * ndm_B$$

Omløpsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Omløp til netto driftskapital	0,979	1,110	1,204	1,113	1,270	1,430	1,238
Omløp i bransje	1,010	1,209	1,333	1,252	1,446	1,592	1,381
Omløpsfordel "uvektet"	-0,030	-0,099	-0,129	-0,139	-0,175	-0,162	-0,143
Netto driftsmargin bransje	0,033	0,132	0,123	0,083	0,156	0,175	0,133
Omløpsfordel	-0,001	-0,013	-0,016	-0,012	-0,027	-0,028	-0,020

Tabell 8.8: Omløpsfordel

Vi ser av tabell 8.8 at Marine Harvest har en tidsvektet omløpsulempen på 2%. I likhet med netto driftsmarginen er også omløpet til netto driftskapital lavest i 2012. Årsaken kan være lave laksepriser og at Marine Harvest forsøkte å holde tilbake et så stort volum som mulig i håp om bedre priser. Den forholdsmessige omløpsulempen har imidlertid fortsatt å øke gjennom analyseperioden og lavere omløp kan derfor ikke forklares av tilbakeholdt volum. En mulig forklaring på den økende omløpsulempen til Marine Harvest kan være de store biologiske utfordringene som har oppstått i Chile. Utfordringene har blant annet ført til massedød av laks og dermed lavere slaktevolum. Samtidig har de måtte omstrukturere driften i Chile på grunn av de samme utfordringene. Dette kan hindre effektivitet på kort sikt.

Den økende omløpsulempen er en indikasjon på det ikke går så bra. Vi ønsker derfor å se nærmere på kildene til omløpsulempen.

Kildene til omløpsulempen analyseres videre gjennom en "per unit"-analyse. Analysen gir oss innsikt i to ulike faktorer. Den første sier noe om selskapets gjennomsnittlige oppnådde pris per enhet, også kalt arpu. Den andre faktoren ser på enheter i forhold til netto driftskapital og forteller oss noe om selskapets effektivitet (Knivsflå, 2017k). Målet vil være en så høy pris som mulig per enhet og så høy effektivitet som mulig på den investerte kapitalen.

Omløpsfordel kommer av følgende kilder:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{arpu} - \text{arpu}_B) * \text{eff} * \text{ndm}_B + (\text{eff} - \text{eff}_B) * \text{arpu}_B * \text{ndm}_B$$

der,

$$\text{arpu} = \frac{DI}{\text{enheter}}$$

og

$$\text{effektivitet} = \frac{\text{enheter}}{NDK}$$

For Marine Harvest og bransjen ønsker vi å se på oppnådd pris per kilo slaktet laks og antall kilo slaktet per investert kapital. På den måten ser vi hvem som klarer å ta den høyeste prisen i markedet, samt hvem som utnytter kapitalen sin mest effektivt.

Omløpsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
ARPU fordel	-0,002	-0,001	0,000	0,001	-0,006	-0,007	-0,003
Effektivitetsfordel	0,001	-0,012	-0,016	-0,013	-0,022	-0,021	-0,017
Omløpsfordel	-0,001	-0,013	-0,016	-0,012	-0,027	-0,028	-0,020

Tabell 8.9: Omløpsfordel dekomponert

Vi ser av tabell 8.9 at Marine Harvest har en marginalt lavere gjennomsnittlig oppnådd pris per enhet i alle år utenom 2015. Mesteparten av omløpsulempen oppstår derimot som følge av en stadig lavere effektivitet hos Marine Harvest enn bransjen. Den viser at Marine Harvest har en lavere utnyttelse per investerte krone. Det stemmer overens med diskusjonen ovenfor hvor vi antar at ulempen stammer fra de store biologiske utfordringene i Chile. Når slaktevolumet synker reduseres også effektiviteten som måles i kg slaktet laks/netto driftskapital.

8.2.3 Gearingfordel

Foreløpig har vi sett på selskapets "rene" driftsfordel. Denne kan økes gjennom selskapets finansiering også kalt en gearingfordel. Gearingfordelen blir større jo høyere netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad er. Fordelen er ikke en kilde til driftsfordel, men er med på å forsterke selskapets driftsfordel. Gearingfordelen er gitt ved selskapets driftsfordel multiplisert med gearing, og kan uttrykkes som (Knivsflå, 2017j):

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

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

Gearing fordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
"Ren" driftsfordel	-0,016	0,094	0,105	0,054	0,155	0,213	0,127
Gearing	0,503	0,506	0,786	0,886	0,948	0,651	0,770
Gearing fordel drift	-0,008	0,048	0,082	0,047	0,147	0,138	0,097

Tabell 8.10: Gearingfordel fra drift

Vi ser av tabell 8.10 at gearingfordelen er positiv i hele perioden, utenom i 2012. Fordelen er i imidlertid svært varierende i analyseperioden. I 2012 ser vi en gearingulempe på 0,08%, mens vi i 2016 ser en gearingfordel på hele 14,7%. Dette kommer av at gearingfordelen øker i takt

med lønnsomheten. At gearingfordelen er positiv i de fleste årene tyder på at fordelene er med på å trekke driftsfordelen opp.

I følge Knivsflå vil ikke en gearingfordel skape noen verdier for eierne. Bakgrunnen for dette er at dersom selskapet øker sin gearing vil dette gi dem en økt gearingfordel som videre vil føre til en økt strategisk fordel. Dette vil i midlertid veies opp av økt egenkapitalbeta og egenkapitalkrav (Knivsflå, 2017k).

8.2.4 Oppsummering driftsfordel

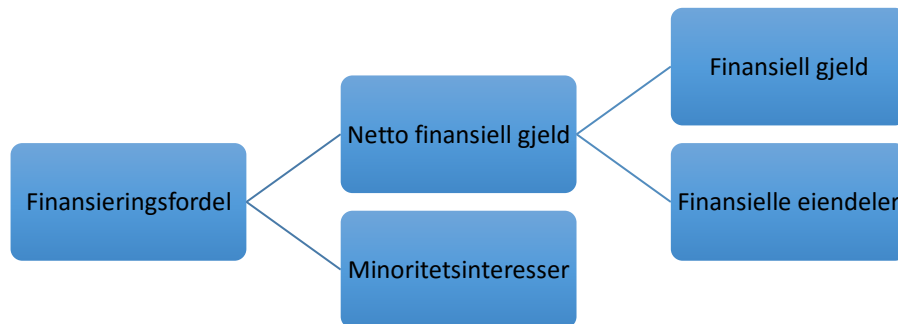
Oppsummert kan man se av tabell 8.11 at Marine Harvest har en tidsvektet driftsfordel på 22,4%. Av analysen ser man at store deler av fordelene skyldes en bransjefordel, som videre trekkes opp av en gearingfordel. Dette samsvarer med det vi så i bransjeanalysen i kapittel 4 hvor vi konkluderte med at trusselen fra nye aktører og rivaliseringen mellom aktørene er moderat. Eksisterende aktører vil således enklere oppnå profitt. Det virker ikke som Marine Harvest klarer å skape noen gode fortrinn mot bransjen slik som vi hadde forventet ut i fra den strategiske analysen. En faktor som skaper "bekymring" er Marine Harvest sin ressursulempe, som over hele perioden er negativ. Ressursulempen stammer i hovedsak fra omløpsulempen som trolig skyldes de biologiske utfordringene som selskapet står ovenfor. Dette bekrefter det vi så i den strategiske analysen. Marginfordelen har derimot økt det siste året, noe som kan tyde på at selskapet i større grad klarer å utnytte størrelsen sin. Totalt sett har Marine Harvest en god driftsfordel, men de gjør det ikke spesielt bra relativt til bransjen siden de i store deler av analyseperioden ligger under bransjesnittet.

Driftsfordel oppsummert	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Bransjefordel	-0,017	0,109	0,119	0,062	0,184	0,235	0,145
Ressursfordel rentabilitet	-0,004	-0,018	-0,019	-0,013	-0,033	-0,026	-0,022
Ressursfordel krav	0,004	0,004	0,005	0,005	0,004	0,003	0,004
"Ren" driftsfordel	-0,016	0,094	0,105	0,054	0,155	0,213	0,127
Gearingfordel	-0,008	0,048	0,082	0,047	0,147	0,138	0,097
Driftsfordel	-0,025	0,142	0,187	0,101	0,302	0,351	0,224

Tabell 8.11: Driftsfordel oppsummert

8.3 Strategisk finansieringsanalyse

8.3.1 Finansieringsfordel



Figur 8.2: Dekomponering av finansieringsfordel

I tillegg til driftsfordelen kan en finansieringsfordel være kilde til selskapets strategiske fordel. Finansieringsfordelen kan oppstå som et resultat av en mulig fordel i netto finansiell gjeld eller hos minoritetsinteressene (Knivsflå, 2017j). En potensiell fordel vil oppstå dersom kravet til netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene er større enn rentabiliteten.

Videre i dette kapittelet vil vi se på hvorvidt Marine Harvest er i besittelse av en slik fordel ved å analysere finansieringsfordelen gjennom netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene.

Finansieringsfordelen til selskapet kan uttrykkes som:

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

8.3.2 Netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld er differansen mellom fordelene fra finansielle eiendeler og finansiell gjeld (Knivsflå, 2017j).

$$FFNFG = (fkg - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

$FFNF = \text{finansieringsfordel netto finansiell gjeld}$, $fgr = \text{finansiell gjelsrente}$, $fer = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}$, $finansiell eiendelsgrad$

Ettersom det er stor konkurranse i finansieringsmarkedet er det forventet at finansieringsfordelen vil være tilnærmet lik null. Således vil kravet være tilnærmet lik rentabiliteten.

Vi vil i de to neste delkapitlene se nærmere på fordelene fra finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

8.3.3 Finansiell gjeld

Dersom kravet er større enn rentabiliteten betyr det at selskapet er i besittelse av en finansieringsfordel gjennom finansiell gjeld. Dersom kravet er større enn lånerenten er det en fordel for eierne at selskapet blir finansiert med gjeld, siden finansieringen da er "billig". På den andre siden vil dette være en ulempe for de som låner ut penger til selskapet. (Knivsflå, 2017j) angir finansieringsfordel finansiell gjeld som:

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

$FFFG = \text{finansieringsfordel finansiell gjeld}$

Der,

$$fgr = \frac{NFK}{FG_{IB} + \Delta FG - NFR)/2}$$

og

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

Finansieringsfordel FG	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Finansielt gjeldskrav	0,045	0,043	0,027	0,022	0,021	0,034	0,029
Finansiell gjeldsrente	0,046	0,064	0,036	0,024	0,025	0,031	0,033
Finansiell gjeldsrentefordel	0,000	-0,020	-0,009	-0,001	-0,004	0,003	-0,004
Finansiell gjeldsgrad	0,573	0,631	0,921	0,969	1,010	0,704	0,852
Finansieringsfordel FG	0,000	-0,013	-0,008	-0,001	-0,004	0,002	-0,003

Tabell 8.12: Finansieringsfordel finansiell gjeld

Analysen i tabell 8.12 viser at Marine Harvest har en tidsvektet finansieringsulempe på 0,3%. Ulempen er marginal utenom i 2013 og vil således ikke ha en vesentlig effekt på Marine Harvest. Ulempen stammer fra en gjeldsrente som er noe høyere enn kravet og indikerer at Marine Harvest låner til vilkår som er marginalt dårligere enn risikoen tilsier. Det var utfordrende å fastsette et krav for finansiell gjeld som følge av omgjøringen til euro. Vi valgte å fastsette kravet skjønnsmessig. Dermed vil ikke ulempen nødvendigvis gjenspeile virkeligheten ettersom kravet i stor grad baserer seg på betalte gjeldsrenter. Det er imidlertid naturlig å anta at Marine Harvest som er et solid selskap låner til markedsrente slik at en eventuell fordel eller ulempe blir tilnærmet lik null.

8.3.4 Finansielle eiendeler

Dersom selskapet er i besittelse av eiendeler hvor lønnsomheten er større enn kravet vil de ha en finansieringsfordel. Det må antas at selskapet vil ønske å kvitte seg med eventuelle eiendeler som fører til at lønnsomheten reduseres (Knivsflå, 2017j).

$$FFFE = (fer - fek) * feg$$

FFFE = finansieringsfordel finansielle eiendeler

Der,

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2}$$

og

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

Finansieringsfordel FE	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,136	0,087	0,020	0,024	0,019	0,024	0,034
Finansielt eiendelskrav	0,055	0,050	0,013	0,006	0,004	0,004	0,013
Eiendelsrentabilitetsfordel	0,080	0,037	0,007	0,019	0,015	0,020	0,021
Finansiell eiendelsgrad	0,077	0,130	0,137	0,084	0,063	0,054	0,083
Finansieringsfordel FE	0,006	0,005	0,001	0,002	0,001	0,001	0,002

Tabell 8.13: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Av analysen i tabell 8.13 kan vi se at Marine Harvest har en finansieringsfordel i hele analyseperioden, med et tidsvektet snitt på 0,2%. Fordelen er derimot marginal og synkende gjennom analyseperioden. Bakgrunnen for at fordelen er synkende er at Marine Harvest i 2012 og 2013 hadde en høy grad av investeringer. Etter oppkjøpet av Morpol sank imidlertid graden vesentlig. At de klarer å opprettholde en positiv finansieringsfordel over hele analyseperiode er positivt for eierne og viser at satsing på finansielle eiendeler er en måte å øke inntjeningen.

8.3.5 Netto finansiell gjeld – Oppsummering

Nå som vi har beregnet finansieringsfordelen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler er vi i stand til å finne finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld. Dette finner vi ved å summere finansieringsfordelen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler eller ved følgende formel (Knivsflå, 2017j):

$$FFNFG = (nf_{gk} - nf_{gr}) * nf_{gg}$$

FFNFG = Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, nf_{gr} = netto finansiell gjeldsrente, nf_{gg} = netto finansiell gjeldsgrad

Finansieringsfordel NFG	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Netto finansielt gjeldskrav	0,044	0,042	0,030	0,024	0,022	0,036	0,030
Netto finansiell gjeldsrente	0,032	0,057	0,039	0,024	0,026	0,031	0,032
Netto finansiell gjeldsrentefordel	0,012	-0,016	-0,009	0,000	-0,003	0,005	-0,002
Netto finansiell gjeldsgrad	0,497	0,502	0,784	0,885	0,947	0,650	0,769
Finansieringsfordel NFG	0,006	-0,008	-0,007	0,000	-0,003	0,003	-0,002

Tabell 8.14: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Totalt sett har Marine Harvest en tidsvektet finansieringsulempe til netto finansiell gjeld på 0,2%. Dette skyldes at finansieringsulempen fra finansiell gjeld er større enn finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler. Ulempen er marginal og vil således ikke ha en vesentlig effekt for Marine Harvest. På sikt vil nok ulempen gå mot null siden Marine Harvest låner i et velfungerende finansieringsmarked preget av stor konkurranse.

8.3.6 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser

Før vi kan estimere selskapets samlede finansieringsfordel må vi se på finansieringsfordelen til minoritetsinteressene. Dette kan uttrykkes som (Knivsflå, 2017j):

$$FFMI = (mik - mir) * mig$$

Der,

$$mir = \frac{NMR}{MI_{IB} + (\Delta MI - NMR)/2}$$

og

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

Marine Harvest vil være i besittelse av en fordel dersom minoritetsinteressens krav er større enn rentabiliteten. Dette vil si at det kun er fordelaktig å være en minoritetsaksjonær dersom kravet er større enn rentabiliteten. I tillegg vil det være en ulempe for konsernet dersom rentabiliteten overstiger kravet (Knivsflå, 2017j).

I følge Knivsflå må en imidlertid forvente at differansen mellom kravet og rentabiliteten vil være tilnærmet lik 0 ettersom majoriteten vil skape et slags press på rentabiliteten til minoriteten slik at denne reduseres.

Finansieringsfordel MI	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Minoritetskrav	0,074	0,077	0,076	0,077	0,079	0,072	0,076
Minoritetsrente	0,057	0,161	0,202	0,048	-0,273	0,311	0,068
Minoritetsrentefordel	0,017	-0,084	-0,126	0,029	0,352	-0,239	0,008
Minoritetsgrad	0,007	0,004	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001
Finansieringsfordel MI	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 8.15: Finansieringsfordel Minoritetsinteresse

Som vi ser av tabell 8.15 stemmer forventningen overens med realiteten.

Finansieringsfordelen til minoritetsinteressen er tilnærmet lik null i hele analyseperioden og vil ikke ha noen påvirkning på den totale finansieringsfordelen til Marine Harvest. Ettersom minoritetsgraden er så liten vil en finansieringsfordel fra minoritetsinteressene dessuten være uvesentlig for den videre analysen. Det kan imidlertid kort nevnes at dersom minoritetsgraden skulle øke vil også finansieringsfordelen fra minoritetsinteressene øke, noe som kan tilsi en ulempe for konsernet.

8.3.7 Oppsummering finansieringsfordel

Oppsummering finansieringsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektning
Finansieringsfordel FG	0,000	-0,013	-0,008	-0,001	-0,004	0,002	-0,003
Finansieringsfordel FE	0,006	0,005	0,001	0,002	0,001	0,001	0,002
Finansieringsfordel NFG	0,006	-0,008	-0,007	0,000	-0,003	0,003	-0,002
Finansieringsfordel MI	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansieringsfordel	0,006	-0,008	-0,008	0,000	-0,003	0,003	-0,002

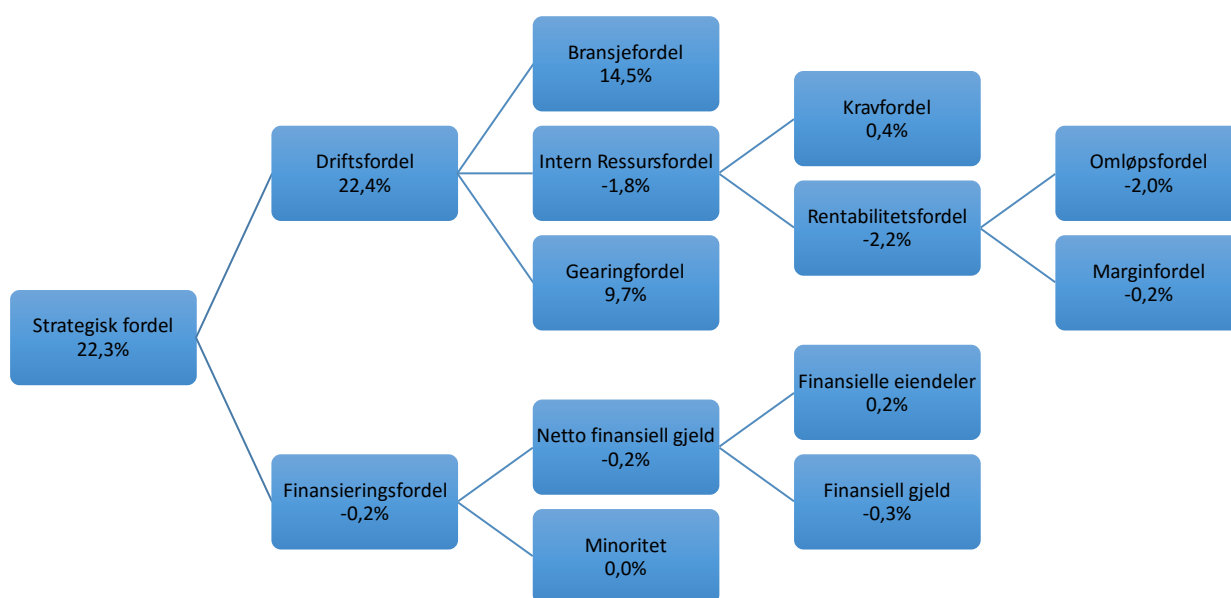
Tabell 8.16: Oppsummering finansieringsfordel

Ettersom minoritetens finansieringsfordel er tilnærmet lik null blir total finansieringsfordel lik finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld. Ulempen skyldes finansieringsulempen fra finansiell gjeld på 0,3%, mens finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler er med på å redusere ulempen med 0,2%. Finansieringen er dermed ingen kilde til strategisk fordel, men skaper en marginal ulempe.

8.4 Strategisk fordel – driftsfordel og finansieringsfordel

Den strategiske fordelen til Marine Harvest er 22,3%, noe som må anses som relativt høyt. Vi ser at den i sin helhet stammer fra en driftsfordel ettersom finansieringsfordelen er negativ og

trolig vil gå mot null på sikt. Mesteparten av driftsfordelen stammer fra en bransjefordel og gearingfordel. Bransjefordelen bekrefter våre forventninger om god lønnsomhet i bransjen, som følge av moderate inngangsbarrierer og moderat rivalisering mellom aktørene. Gearingfordelen på sin side skaper ikke noe verdi for eierne, men trekker opp driftsfordelen gjennom ekstern finansiering. Den negative ressursfordelen trekker ned driftsfordelen og er grunn til bekymring for selskapet. Den viser at Marine Harvest gjør det dårligere enn bransjen til tross for våre antakelser om at de er i besittelse av stordriftsfordeler samt søker vertikal integrasjon. Hoveddelen av ressursulempen stammer fra en omløpsulempe som til dels kan forklares med store biologiske utfordringer i Chile. Som vi var inne på i den strategiske analysen jobbes det stadig med å utvikle ny teknologi for å redusere disse utfordringene slik at konsekvensene kan reduseres på sikt.



Figur 8.3: Oppsummering strategisk fordel

9. Fremtidsregnskap

Penman (2013, p. 505) påpeker at det er viktig å ha kjennskap til selskapet før man skal utarbeide et fremtidsregnskap. Både regnskapsanalysen og den strategiske analysen vil gi oss viktig informasjon for å kunne tolke og utarbeide et fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet vil således ta utgangspunkt i tidligere analyser.

Vi vil først presentere en analyse av driftsinntektsvekst og egenkapitalvekst, før vi tar for oss valg av budsjettthorison, detaljnivå og teknikk for framskrivning. Deretter vil vi budsjettere de ulike budsjettdriverne i fremtidsregnskapet.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Utarbeidingen av fremtidsregnskapet er delt inn i 4 ulike steg i henhold til rammeverket til Knivsflå (2017). Det første steget består av å analysere historisk vekst i driftsinntektene slik at man har mulighet for å forstå hva som vil skape en potensiell fremtidig vekst.

Driftsinntektene er utgangspunktet for den videre budsjetteringen ettersom det er denne budsjettdriveren som avgjør hvor stor virksomheten vil bli i fremtiden. Det andre steget vil være å fastsette en budsjettthorison. Ved valg av budsjettthorison er det flere faktorer som spiller inn og dette vil vi komme tilbake til under punkt 9.2. Når budsjettthorisonen er fastsatt vil det tredje steget være å foreta budsjetteringen fra år 0 til T. Etter år T forventer man "steady state", altså en konstant vekst. Til slutt vil vi i steg 4 presentere fremtidsregnskapet og fri kontantstrøm. Tallene som blir presentert her vil videre bli benyttet i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

9.2 Analyse av vekst

Det finnes to ulike former for vekstanalyse; analyse av resultatvekst hvor analyse av driftsinntektsvekst inngår, og analyse av kapitalvekst hvor man ser på veksten i egenkapital. Ettersom driftsinntektene er den underliggende grunnen til selskapets vekst er det viktig å analysere driftsinntektsveksten. Et problem knyttet til å analysere veksten i driftsinntekter er imidlertid at veksten kan være ustabil. En analyse av egenkapitalvekst vil derimot være mer

stabil (Knivsflå, 2017l). For å få et så godt grunnlag som mulig vil vi å analysere både driftsinntektsvekst og egenkapitalvekst i de to neste delkapitlene.

Rammeverket tar utgangspunkt i historisk vekst og tidligere regnskapstall for å budsjettere fremtiden. Penman (2013, pp. 480-481) er enig i at regnskapet kan være en rimelig indikator for fremtiden og påpeker at historiske tall ofte er fremtidsrettet. Kjennskap til selskapet og dets strategi er imidlertid også viktig da dette kan gi indikasjoner på hva fremtiden vil bringe. Det er viktig å merke seg at historiske regnskapstall i visse tilfeller ikke vil si mye om fremtiden, dette vil særlig gjelde selskap og bransjer hvor endringstakten er stor. Det kan også argumenteres for at historiske regnskapstall ikke bør brukes ettersom blant annet målefeil kan føre til at fremtiden ikke blir lik fortiden.

9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst

Som tidligere nevnt er driftsinntektene den underliggende grunnen til at et selskap kan vokse. Salgsinntektene er gjerne den viktigste driveren fordi driften ikke har noen verdi uten kunder og salg. For å kunne analysere veksten i driftsinntektene er det derfor viktig å ha kunnskap om blant annet selskapets produkter, markedsføring og merkevarebygging. Disse faktorene, i tillegg til historiske regnskapstall, kan hjelpe oss til å forstå fremtidig vekst i driftsinntektene (Penman, 2013, p. 520).

Ved beregning av driftsinntektsvekst vil vi se på endringen i driftsinntektene sett i forhold til fjoråret.

$$\text{Driftsinntektsvekst} = \frac{DI - DI_{IB}}{DI_{IB}} = \frac{\Delta DI}{DI_{IB}}$$

Marine Harvest	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet
Driftsinntekter	2 070,3	2 068,9	2 456,2	3 053,2	3 112,4	3 510,2	3 810,9	3 259,8
Vekst		-0,001	0,187	0,243	0,019	0,128	0,086	0,112

Tabell 9.1: Historisk driftsinntektsvekst Marine Harvest

Som man kan se av tabell 9.1 har driftsinntektene økt over hele analyseperioden med unntak av i 2012 hvor man observerer en nedgang på 0,1%. Vekstreduksjonen skyldes i hovedsak en

nedgang i prisen på grunn av økt tilbud av oppdrettslaks. Til tross for at konsesjonsordningen gjør det vanskelig å skape vekst basert på økt produksjonsvolum har produksjonsmengden stor påvirkning på driftsinntektene. Dette kommer av at et høyere produksjonsvolum vil gi økt tilbud som igjen reduserer prisen på laks. Driftsinntektene vil således reduseres. Dette vil derimot avhenge av om det er Marine Harvest som står for produksjonsveksten eller bransjen generelt. Dersom Marine Harvest alene står for produksjonsveksten vil dette kunne veie opp for en eventuell prisreduksjon. Veksten man ser fra 2013 til 2014 kan delvis forklares med oppkjøpet av det polske selskapet Morpol i 2013, samtidig som lakseprisen begynte å ta seg opp igjen etter nedgangen i 2012.

Baransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet
Driftsinntekter	4 227,2	4 360,7	5 285,5	6 242,8	6 313,6	7 506,7	8 531,5	6 955,3
Vekst		0,032	0,212	0,181	0,011	0,189	0,137	0,134

Tabell 9.2: Historisk driftsinntektsvekst bransjen

Dersom vi ser på driftsinntektsveksten i bransjen ser vi at bransjen klarte seg mye bedre i 2012 enn det Marine Harvest gjorde. Marine Harvest opplevde imidlertid en sterkere vekst i 2014 enn resten av bransjen. Tidsvektet har derimot bransjen opplevd en større vekst enn Marine Harvest i analyseperioden. Veksten vil også påvirkes av graden av biologiske utfordringer. Marine Harvest har, som tidligere nevnt, hatt store biologiske utfordringer knyttet til oppdrettsanleggene i Chile. Dette har ført til lavere produksjonsvolum og således lavere driftsinntektsvekst. De andre selskapene som er inkludert i bransjen har ikke like stor produksjonsandel i Chile og vil således ikke være like påvirket av utfordringene.

9.2.2 Analyse av egenkapitalvekst

Vekst i egenkapitalen kan skyldes to ulike faktorer innskutt kapital og overskudd.

$$\text{Egenkapitalvekst} = \frac{EK - EK_{IB}}{EK_{IB}}$$

Marine Harvest	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet	Bransjen
Egenkapitalvekst	0,139	0,225	-0,159	0,156	0,092	0,224	0,116	0,111

Tabell 9.3: Historisk egenkapitalvekst for Marine Harvest og bransjen

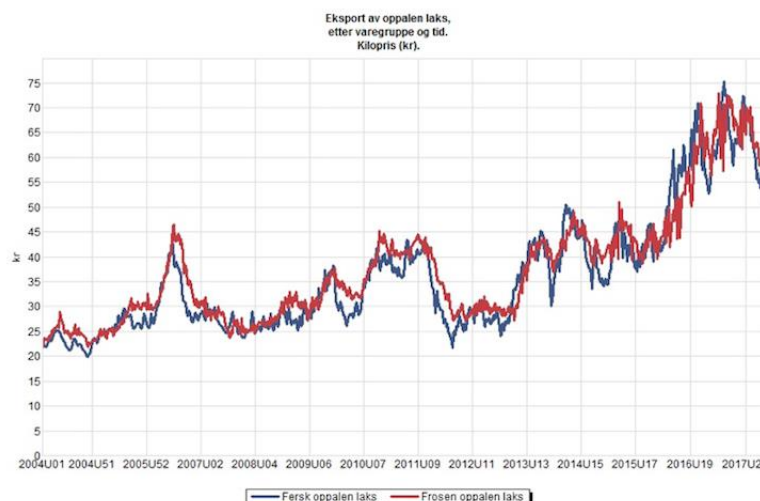
Som vi ser av tabellen har Marine Harvest en tidsvektet egenkapitalvekst på 12%, sammenlignet med bransjen på 11%. Egenkapitalveksten har gjennom analyseperioden vært varierende. Veksten i egenkapitalen kan til dels begrunnes med at selskapet befinner seg i en bransje som er preget av oppkjøp og derfor et behov for innskutt kapital. Vi ser blant annet at veksten var høy i 2013 hvor oppkjøpet av Morpol ble foretatt.

9.2 Valg av budsjettthorison

Det er to forhold som er avgjørende ved valg av budsjettthorison; den tiden det tar før man antar at selskapet oppnår konstant vekst (også kalt "steady state") og kvaliteten på regnskapsføringen. Dersom man antar at selskapet vil oppnå konstant vekst innen kort tid kan man velge en kortere budsjettthorison (Knivsflå, 2017). Hvor lang tid det vil ta før selskapet oppnår konstant vekst vil avhenge av om selskapet er i en vekstbransje eller om bransjen nesten er i "steady state". Dersom selskapet nærmer seg konstant vekst kan man velge en kortere budsjettthorison. I noen tilfeller kan det være aktuelt å velge en budsjettthorison lik null dersom selskapet befinner seg i en moden og stabil bransje. Dette må vurderes ut ifra hvor stabil driftsinntektsveksten er.

Vi har i kapittel 3.2 argumentert for at konsesjonsordningen fører til at bransjen har en relativt stabil vekst, og at selskapet befinner seg mellom en vekstfase og moden fase. I tillegg opererer Marine Harvest i en syklisk bransje og kan derfor til tider oppleve en noe ustabil inntjening. Som vi kan se av figur 9.1 under befinner bransjen seg for øyeblikket i en oppgangskonjunktur, men fra 2011 til 2013 illustrerer figuren en nedgangskonjunktur. Ut i fra et historisk perspektiv er det vanskelig å forutsi hvor lange oppgangs- og nedgangskonjunkturerne vil være. Myndighetene har også lansert nye former for konsesjoner; grønne konsesjoner og utviklingstillatelser. I tillegg har de innført trafikklysprinsippet som vil gi en begrenset vekst fremover. Samlet sett kan dette legge til rette for ytterligere vekst i bransjen, men også føre til et større tilbud som reduserer prisen.

Kaldestad og Møller (2016, p. 118) uttrykker imidlertid at det vil være normalt med en eksplisitt periode utover fem år dersom virksomheten opererer i en syklisk bransje. Dette taler for at vi bør velge en budsjettthorison på mer enn 5 år.



Figur 9.1 - Oppgangs- og nedgangskonjunktur i oppdrettsnæringen (SSB, 2017)

Videre viser analysen av driftsinntektsveksten i avsnitt 9.2.1 en relativt høy vekst, både for Marine Harvest og for bransjen. Man må dessuten kunne forvente at utviklingen av ny teknologi, som vi introduserte i den strategiske analysen, kan skape ytterligere vekst i næringen siden dette vil redusere utfordringer knyttet til blant annet lakselus og rømming. Samtidig vil reduserte biologiske utfordringer resultere i mindre kostnader forbundet med blant annet lakselus og rømming. Dette er områder som per i dag er kostnadskrevende for næringen, samt er med på å redusere driftsinntektene. En annen faktor som kan skape ytterligere vekst er Marine Harvest sin strategi om å kjøpe opp andre aktører i markedet. På denne måten skaffer de seg ytterligere konsesjoner som gir rom for et større produksjonsvolum.

Ovennevnte faktorer gir indikasjoner på at man ikke vil nå "steady state" i løpet av de nærmeste årene, og støtter argumentene for at en budsjettthorisont på lengre enn fem år bør velges.

Videre er kvaliteten på regnskapsføringen en faktor som må tas i betraktning ved valg av budsjettthorisont. Vi har tidligere konkludert med at vi anser regnskapsføringen som god ettersom det hvert år blir utstedt en umodifisert revisjonsberetning fra selskapets revisor. I tillegg har vi korrigert for målefeil noe som har bedret kvaliteten på regnskapsføringen.

Vi er kjent med at det å utarbeide et fremtidsregnskap innebærer betydelig spekulasjon, spesielt om budsjettthorisonnten er lang (Penman, 2013, p. 481). En lang budsjettthorisonnt virker derimot mest hensiktsmessig i dette tilfellet. På bakgrunn av ovennevnte velger vi en analyseperiode på 11 år hvor budsjettperioden begynner i år 2018 og budsjettthorisonnt T er i 2028. T+1 vil dermed bli i 2029 som blir det første året med konstant vekst i budsjettdriverne. Dette anser vi som et fornuftig estimat for Marine Harvest.

9.3 Valg av detaljnivå

Valg av detaljnivå vil avhenge av hvilken budsjettthorisonnt vi har valgt.

Dersom budsjettthorisonnten er kort vil det være mest hensiktsmessig med et detaljert budsjett hvor man konkret budsjetterer enkeltposter, mens dersom man velger en lengre budsjettthorisonnt vil det være mest hensiktsmessig å forenkle budsjettet (Knivsflå, 2017l). Penman (2013, p. 514) argumenterer for at man i størst grad bør fokusere på selskapets viktigste budsjettdriverne, altså en forenklet budsjettering. Ettersom vi har valgt en lang budsjettthorisonnt på 11 år vil dette også være det mest hensiktsmessige. Vi vil i vår analyse se nærmere på ni ulike budsjettdriverne. Disse vil bli presentert i avsnitt 9.5.

9.4 Teknikk for framskrivning

Budsjettering fra år 0 til budsjettthorisonnten T kan gjøres ved hjelp av lineær framskrivning av budsjettdriverne (Knivsflå, 2017l). Dette kan vanskelig forsvares ettersom det ikke er noen historiske tall som taler for en lineær utvikling. På en annen side vil det være praktisk vanskelig å utføre en mer detaljert framskrivning, samtidig som dette sannsynligvis vil øke muligheten for feilantakelser. Vi mener derfor det vil være mest hensiktsmessig å bruke en lineær framskrivningsteknikk.

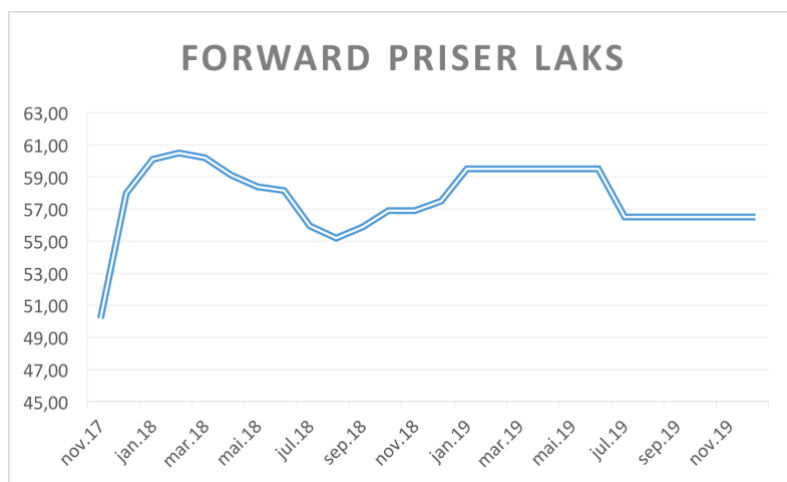
9.5 Budsjettering fra 0 til T

Vi vil i dette delkapittelet beregne 9 ulike budsjettdriverne gjennom 7 steg.

9.5.1 Driftsinntektsvekst

Det er spesielt to faktorer som påvirker driftsinntektsveksten til Marine Harvest; prisen på laks og produksjonsvolum/slaktevolum. Dette bekreftes av tidligere analyser vi har utført hvor vi har konkludert med at både Marine Harvest og bransjen generelt har god lønnsomhet i de periodene hvor prisen på laks er høy, mens i de periodene hvor prisen er lav tærer det på lønnsomheten.

Som et estimat på hvor lakseprisene vil ligge i nærmeste fremtid, vil vi benytte forward priser. Figuren under, som er utarbeidet ved hjelp av informasjon fra Fish Pool, viser at prisen på laks vil øke i starten av 2018 og nå sitt høydepunkt på omtrent kroner 61 per i februar 2018. Deretter forventer man en reduksjon frem mot august 2018. Til tross for denne reduksjonen i pris vil prisnivået likevel ligge over det nivået man så i 2016. Prisen vil deretter utover i 2019 legge seg på et relativt stabilt nivå rundt kroner 56,50. (Fishpool, 2017). Det må imidlertid nevnes at mye av laksen også selges til spot priser, slik at forward prisene kun er en indikasjon på hvilke prisnivå man kan forvente de neste årene.



Figur 9.2: Forward priser laks i perioden nov. 2017 til nov. 2019 (Fishpool, 2017)

Produksjonsvolum er en annen faktor som påvirker driftsinntektene i stor grad.

Produksjonsvolumet er strengt regulert av hvor mange konsesjoner selskapet er i besittelse av, og som vi var inne på i den strategiske analysen er myndighetene svært varsom med å dele ut nye konsesjoner. De siste årene har de derimot lansert de nevnte "grønne konsesjonen" og "utviklingstillatelsene". Formålet med disse konsesjonene å sikre bærekraftig vekst i bransjen,

samt å motivere til innovasjon. Det er imidlertid begrenset hvor mange som oppfyller kriteriene til disse konsesjonene og det er følgelig begrenset hvor mye vekst slike konsesjoner vil kunne genere. Vi anser det som sannsynlig at veksten i produksjonsvolumet vil være stabilt også de kommende årene på grunn av konsesjonsordningen.

I tillegg er det vanskelig å estimere hvor stor innvirkning de biologiske utfordringene vil få på både pris og slaktevolum. Bransjen er i en fase hvor flere og flere selskaper utvikler ny teknologi for å redusere utfordringene som bransjen står ovenfor. Det er derimot usikkert hvor effektiv teknologien vil være ettersom den ikke er testet ut i stor skala enda. Marine Harvest mener imidlertid at de kan femdoble produksjonen om de klarer å redusere de biologiske utfordringene ved hjelp av ny teknologi (Strømme, 2017). På en annen side er det viktig å nevne at de biologiske utfordringene er en av grunnene til at tilbudet av laks er begrenset, og således at lakseprisene har vært svært høye. Dersom de biologiske utfordringene blir redusert kan det dermed tenkes at man vil få en nedgang i prisen på sikt som følge av økt slaktevolum.

Det første året av budsjettperioden blir driftsinntekstveksten beregnet indirekte gjennom framskrivning av omløpet til netto driftskapital (onde). Alternativt kan omløpet til driftseiendeler fastsettes direkte, men siden omløpet til driftseiendeler er mer stabil enn driftsinntekstveksten vil det være mest hensiktsmessig å fremskrive onde og fastsette div indirekte (Knivsflå, 2017l). Driftsinntekstveksten for 2018 blir dermed beregnet som følger:

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{(onde_1 * NDE_0 - DI_0)}{DI_0}$$

Onde ble fastsatt til 1,24 i delkapittel 9.5.2, noe som gir en driftsinntekstvekst på -0,3% i år 1. Dette kan virke rimelig dersom man antar en moderat vekst i produksjonsvolum på grunn av konsesjonsordningen, samt den forventede nedgangen i lakseprisen. Beregnet driftsinntekstvekst ser ut til å ta i betraktning disse antakelsene. Beregnet driftsinntekstvekst anses derfor som rimelig og fastsettes til -0,3% for 2018.

I teorien kan ikke et selskap vokse fortere enn økonomien (BNP) i all evighet. I snitt har et selskap lavere vekst enn BNP, fordi det stadig kommer nye aktører på markedet, nye produkter, markedsområder osv. Dette fører til at man i utgangspunktet bør forvente en

realvekst lik 0 eller lavere dersom man har brukt en risikofri rente på 1% eller lavere i avkastningskravet. På den andre siden kan det argumenteres med at renten i dag er unormalt lav og ikke vil være slik på langt sikt. Man kan da eksempelvis benytte en normalisert rente, men ulempen med dette er at en da ser bort fra de observasjonene som blir gjort i markedet i dag. Ettersom det er dagens verdi vi skal beregne vil det ikke gi noen mening å benytte en normalisert rente siden det er vanskelig å fastslå hva som faktisk er normalt. (Kinserdal, 2017b). Knivsflå (2017l) foreslår derimot at den forventede realveksten i økonomien i tillegg til forventet global inflasjon vil være et godt estimat for grenseverdien på lang sikt. IMF benytter i dag en forventet realvekst på 3,3%. Vi har forventet at risikofri rente på sikt øker til 2% i kapittel 10.1, noe som betyr at vi implisitt har antatt en inflasjon på 2%. Legger man til grunn en inflasjon på rundt 2% vil grenseverdien for veksten bli tilnærmet lik 5% Dette virker imidlertid høyt sett i sammenheng med den risikofrie renten og vi forventer at veksten vil stabilisere seg rundt inflasjonen på 2%. På grunnlag av tidligere analyser og forventninger mener vi at en konstant vekst på rundt 2% i "steady state" er et godt estimat.

Som vi ser av forwardprisene vil prisen på laks øke i 2019 og bli mer likt dagens nivå. I utgangspunktet vil vi benytte en lineær framskrivningsteknikk, men for de neste årene er det flere faktorer som gir oss grunn for å se bort ifra denne metoden. For årene 2019-2022 har vi derfor valgt å fastsette veksten skjønnsmessig ut i fra forhold som vi forventer vil inntreffe. For det første venter Marine Harvest fortsatt på tilbakemelding fra Fiskeridirektoratet vedrørende utviklingslisensene. Dersom man forutsetter at de får innvilget like mange lisenser som det ble søkt om vil dette føre til et økt produksjonsvolum innen 2-3 år. For det andre må man kunne forvente at etterspørselen fra Kina vil kunne øke vesentlig. For det tredje har Marine Harvest en vekststrategi som innebærer ytterligere oppkjøp. Det er ikke lenge siden de foretok et oppkjøp av en mindre aktør i Canada (Gray Aqua Group), og det er høy sannsynlighet for at de fremover vil foreta tilsvarende oppkjøp av både mindre og større aktører. Vi velger på bakgrunn av overnevnte å fastsette veksten for 2019 og 2020 til 5%, 6% i 2021 og 6,5% i 2022. Økningen i 2021 skyldes at man ikke vil se effekten fra utviklingslisensene som er forventet å bli innvilget før om 2-3 år, mens økningen i 2022 er gitt et oppkjøp av en mindre aktør. Etter dette vil vi benytte en lineær framskrivningsteknikk frem til året 2028 som er først år i konstant vekst, T.

Utvikling i driftsinntektene er gitt ved:

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt t-1	3 810,9	3 696,6	3 881,4	4 075,4	4 320,0	4 600,8	4 865,3	5 108,6	5 325,7	5 512,1	5 663,7	5 776,9	5 892,5
* Driftsinntektsveks	0,970	1,050	1,050	1,060	1,065	1,058	1,050	1,043	1,035	1,028	1,020	1,020	1,020
Driftsinntekter	3 696,6	3 881,4	4 075,4	4 320,0	4 600,8	4 865,3	5 108,6	5 325,7	5 512,1	5 663,7	5 776,9	5 892,5	6 010,3

Tabell 9.4: Driftsinntekter

9.5.2 Netto driftseiendeler

Videre ønsker vi å se på budsjettdriveren netto driftseiendeler som kan beregnes ved å se på forholdet mellom driftsinntektene og omløpet til netto driftseiendeler (onde) (Knivsflå, 2017m):

$$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$$

I motsetning til tidligere blir onde i budsjettperioden beregnet på grunnlag av inngående kapital, altså $onde_t = DI_t / NDE_{t-1}$.

Onde fastsettes direkte for 2018 på grunnlag av lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 hvor onde for Marine Harvest ble beregnet til 1,43 i 2017T. Ettersom vi for 2018 forventer en nedgang i lakseprisen, må dette også reflekteres i onde. Onde vil øke dersom selskapet får en vekst i driftsinntekter og reduseres dersom netto driftsinntekter øker, og motsatt. Vi velger på bakgrunn av dette å fastsette onde for 2018 til 1,24. Onde vil videre bli benyttet til å fastsette driftsinntektsveksten indirekte i delkapittel 9.5.1.

Marine Harvest hadde en tidsvektet onde på 1,238 for analyseperioden, hvor onde varierte mellom 0,979 og 1,430. I forrige delkapittel forutsatte vi at Marine Harvest vil foreta flere oppkjøp av små og store aktører i bransjen. På grunn av dette antok vi en vekst i driftsinntekter i 2022. Dette vil som tidligere nevnt, gi en økning i onde. På den andre siden vil imidlertid et oppkjøp også gi økte netto driftseiendeler, noe som gir en redusert onde. Det må derimot kunne antas at fallet er midlertidig. Onde fastsettes dermed skjønnsmessig til 1,30 for 2022.

Videre kan det virke fornuftig å anta at onde vil gå mot tidsvektet snitt siden analyseperioden viser både gode og dårlige år. De mest lønnsomme årene er derimot tillagt større vekt enn de mindre lønnsomme, i tillegg til at store deler av analyseperioden består av en oppgangssyklus. På grunn av dette mener vi at det vil være mest hensiktsmessig å ikke anta at onde vil konvergere mot bransjesnittet på 1,381 siden bransjen også vil bli preget av en oppgang- og nedgangssyklus. Vi velger heller å nedjustere onde til 1,34 inn i "steady state" ettersom vi mener dette er et bedre estimat på onde. Budsjetterte netto driftseiendeler blir presentert i tabell 9.5.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt t+1	3 696,6	3 881,4	4 075,4	4 320,0	4 600,8	4 865,3	5 108,6	5 325,7	5 512,1	5 663,7	5 776,9	5 892,5	6 010,3	6 130,5
/ onde t+1	1,240	1,255	1,270	1,285	1,300	1,307	1,313	1,320	1,327	1,333	1,340	1,340	1,340	1,340
NDE	2 980,7	3 092,5	3 208,8	3 361,8	3 539,1	3 723,5	3 889,8	4 034,6	4 154,8	4 247,8	4 311,2	4 397,4	4 485,3	4 575,0

Tabell 9.5: Netto driftseiendeler

9.5.3 Netto driftsresultat

Neste budsjettdriver vi vil budsjettere er netto driftsresultat. Budsjettert netto driftsresultat beregnes ved å gange budsjettert netto driftsmargin med driftsinntekt (Knivsflå, 2017m). Budsjetterte driftsinntekter ble fastsatt i avsnitt 9.5.1, mens vi i det følgende vil budsjettere netto driftsmargin for de kommende årene.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

I 2017T hadde Marine Harvest en netto driftsmargin på 17,8% som er 0,3% over bransjesnittet. Tidligere år i analyseperioden har Marine Harvest derimot hatt en netto driftsmargin under bransjesnittet. Bakgrunnen for at Marine Harvest nå har fått en marginal fordel kan skyldes større kostnadskontroll forbundet med den nye fôrdivisjonen, samt bedre utnyttelse av stordriftsfordelene. Netto driftsmarginen styres dessuten i stor grad av rivalisering mellom konkurrentene og prisnivået på markedet. I bransjeanalysen i kapittel 4 konkluderte vi med at rivaliseringen i bransjen er moderat. Dette skyldes i stor grad at oppdrettsnæringen er i vekst slik at konkurrentene i mindre grad behøver å tære på hverandre for å oppnå ytterligere vekst. I tillegg begrenser konsesjonsordningen i stor grad tilbudet, noe som gir en høy lønnsomhet for aktørene som befinner seg i bransjen. Prisen på laks har også

vært rekordhøy de siste årene, noe som videre reflekteres i netto driftsmarginen. Når vi skal budsjettere netto driftsmarginen vil vi ikke ta utgangspunkt i at Marine Harvest vil konvergere mot bransjesnittet ettersom bransjen også vil bli påvirket av de samme faktorene, og følgelig ha en tilsvarende utvikling.

Som tidligere nevnt forventer vi at lakseprisene vil falle før de frem mot 2019 stabiliseres, og netto driftsmarginen vil således falle i takt med prisen. Til tross for et fall i prisen er det ikke snakk om det lave prisnivået en så i 2012 hvor prisen var nede i rundt 20 kroner per kilo. I følge forwardprisene antar man at prisen vil stabilisere seg rett over 50 kroner per kilo, noe som tilsvarer prisnivået vi så i 2015 og begynnelsen av 2016. Netto driftsmarginen for 2012 kan derfor ikke være et utgangspunkt for det kommende året. For 2018 budsjetterer vi med en netto driftsmargin på 14% da vi anser dette som et rimelig estimat. Videre mener vi at rivaliseringen vil kunne øke dersom bransjen klarer å utvikle teknologi som kan redusere de biologiske utfordringene, og denne tas i bruk. Vi mener derfor at netto driftsmarginen vil falle ytterligere, men ikke dramatisk mye. Vi ser for oss at netto driftsmarginen vil falle til det nivået en så i 2015, men på grunn av bedre utnyttelse av stordriftsfordeler, samt bedre kostnadskontroll i forbindelse med fôrdivisjonen velger vi å budsjettere med en netto driftsmargin for 2023 på 8,7%. Videre ser vi for oss en marginal økning frem mot 2028 på grunn av økt kostnadseffektivitet. Dersom rivaliseringen i bransjen øker blir aktørene helt avhengig av å redusere sine kostnader for å oppnå lønnsomhet, og det forventes at bransjen vil tilpasse seg dette på sikt. Vi budsjetterer dermed med en netto driftsmargin på 9% for 2028.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt	3 696,5	3 881,4	4 075,4	4 320,0	4 600,8	4 865,3	5 108,6	5 325,7	5 512,1	5 663,7	5 776,9	5 892,5	6 010,3
*ndm	0,140	0,129	0,119	0,108	0,098	0,087	0,088	0,088	0,089	0,089	0,090	0,090	0,090
NDR	517,5	502,2	484,2	467,4	449,0	423,3	447,5	469,7	489,5	506,3	519,9	530,3	540,9

Tabell 9.6: Netto driftsresultat

9.5.4 Netto finansiell gjeld

For å budsjettere budsjettdriveren netto finansiell gjeld deler vi budsjetteringen i to. Først vil vi fastsette finansiell gjeldsdel og således finansiell gjeld, og deretter finansiell eiendelsdel og finansielle eiendeler (Knivsflå, 2017m).

$$NFG_t = nfgd_t * NDE_t$$

Finansiell gjeld

For å beregne finansiell gjeld må vi fastsette den finansielle gjeldsdelen og multipliserer med netto driftseiendeler som vi fant i avsnitt 9.5.2 (Knivsflå, 2017m).

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

I 2017T har Marine Harvest en finansiell gjeldsdel på 26%. Dette er under bransjesnittet på 32%. Tidsvektet har derimot Marine Harvest og bransjen vært tilnærmet lik. Dersom et selskap har mye gjeld vil det gjerne forsøke å redusere denne, mens selskaper som har lite gjeld vil se på det som en mulighet for å låne mer. I følge Knivsflå (2017m) er et optimalt nivå på netto finansiell gjeldsdel bransjesnittet eller tidsvektet gjennomsnitt for bransjesnittet. Alternativt en normal kapitalstruktur i næringslivet. Gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på Oslo Børs er rundt 50%. Ettersom Marine Harvest ligger under både bransjen, tidsvektet snitt og hva som er normalt for selskaper notert på Oslo Børs kan det forventes at den finansielle gjeldsdelen vil øke.

I tillegg har vi valgt å prognostisere en investering i 2022. Hvor mye den finansielle gjeldsdelen vil øke i forbindelse med investeringen kan ikke baseres på historiske tall, og størrelsen på investeringen vil påvirke hvor stor en eventuell økning blir. Vi budsjetterer med en finansiell gjeldsdel på 50% for 2022, men antar at denne på sikt vil konvergere med bransjesnittet på 41% frem mot 2028.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	3 092,5	3 208,8	3 361,8	3 539,1	3 723,5	3 889,8	4 034,6	4 154,8	4 247,8	4 311,2	4 397,4	4 485,3	4 575,0
* fgd	0,308	0,356	0,404	0,452	0,500	0,485	0,470	0,455	0,440	0,425	0,410	0,410	0,410
FG	952,5	1 142,3	1 358,1	1 599,7	1 861,7	1 886,5	1 896,3	1 890,5	1 869,0	1 832,2	1 802,9	1 839,0	1 875,8

Tabell 9.7: Finansiell gjeld

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler beregnes på samme måte som finansiell gjeld, men finansiell gjeldsdel byttes ut med finansiell eiendelsdel (Knivsflå, 2017m).

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Marine Harvest har gjennom analyseperioden hatt en svært lav finansiell eiendelsdel sett i forhold til bransjen. Finansiell eiendel er tidsvektet 4,1% i forhold til bransjen som ligger noe høyere på 7,09%. Lavest var verdien i 2017T på 2,3%, noe som er nærmere 5% under bransjen. I følge Knivsflå (2017m) ligger en normal finansiell eiendelsdel på rundt 20%, men dette er et veldig høyt estimat i "steady state", siden det er optimal selskapsstyring å redusere tilgjengelige kontanter når disse ikke skal benyttes til noe annet enn investeringer i kontantvekst. Vi ser ingen grunn for at Marine Harvest skal ønske å ha en stor beholdning av kontanter, og velger å fastsette finansiell eiendelsdel til 4,5% i "steady state". Utviklingen av finansiell eiendelsdel og finansielle eiendeler er illustrert i tabell 9.8.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	3 092,5	3 208,8	3 361,8	3 539,1	3 723,5	3 889,8	4 034,6	4 154,8	4 247,8	4 311,2	4 397,4	4 485,3	4 575,0
* fed	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,045	0,045
FE	77,3	86,6	97,5	109,7	122,9	136,1	149,3	162,0	174,2	185,4	197,9	201,8	205,9

Tabell 9.8: Finansielle eiendeler

Oppsummering av netto finansiell gjeld

Vi kan nå benytte ovennevnte beregninger for å budsjettere netto finansiell gjeld.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	3 092,5	3 208,8	3 361,8	3 539,1	3 723,5	3 889,8	4 034,6	4 154,8	4 247,8	4 311,2	4 397,4	4 485,3	4 575,0
fgd	0,308	0,356	0,404	0,452	0,500	0,485	0,470	0,455	0,440	0,425	0,410	0,410	0,410
FG	952,5	1 142,3	1 358,1	1 599,7	1 861,7	1 886,5	1 896,3	1 890,5	1 869,0	1 832,2	1 802,9	1 839,0	1 875,8
fed	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,045	0,045
FE	77,3	86,6	97,5	109,7	122,9	136,1	149,3	162,0	174,2	185,4	197,9	201,8	205,9
NFG	875,2	1 055,7	1 260,7	1 489,9	1 738,9	1 750,4	1 747,0	1 728,4	1 694,9	1 646,9	1 605,0	1 637,1	1 669,9

Tabell 9.9: Netto finansiell gjeld

9.5.5 Netto finansresultat

Fremskrevet netto finanskostnad fastsettes ved å budsjettere netto finanskostnad og netto finansinntekt separat (Knivsflå, 2017m).

$$NFK_t - NFI_t = nfg r_t * NFG_{t-1}$$

Netto finanskostnad

Netto finanskostnad beregnes ved å multiplisere finansiell gjeld med finansiell gjeldsrente (Knivsflå, 2017m). Ettersom vi i delkapittel 9.5.4 fant finansiell gjeld, vil vi i dette avsnittet budsjettere finansiell gjeldsrente.

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

Normalt kan man forutsette at den finansielle gjeldsrenten vil være lik det finansielle gjeldskravet. I analysen av lønnsomhet fant vi at Marine Harvest over analyseperioden har en finansieringsulempe fra finansiell gjeld på 0,3%. Ulempen stammer mest sannsynlig fra et relativt lavt finansielt gjeldskrav.

Dersom man antar at finansmarkedet er velfungerende, samt at netto finansiell gjeld er balanseført eller justert til virkelig verdiestimat så vil netto finansiell gjeldsrente være tilnærmet lik netto finansielt gjeldskrav. Altså at renten gjenspeiler kravet. (Knivsflå, 2017m). Den finansielle gjeldsrenten vil således budsjetteres lik kravet som vi har beregnet i kapittel 10.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FG IB	783,4	952,5	1 142,3	1 358,1	1 599,7	1 861,7	1 886,5	1 896,3	1 890,5	1 869,0	1 832,2	1 802,9	1 839,0
fgr	0,019	0,020	0,022	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,034	0,034
NFK	14,6	19,2	24,8	31,7	39,8	49,1	52,7	55,8	58,5	60,7	62,3	61,3	62,5

Tabell 9.10: Netto finanskostnader

Netto finansinntekter

Netto finansinntekter budsjetteres ved å multiplisere finansielle eiendeler med finansiell eiendelsrentabilitet (Knivsflå, 2017m). Ettersom vi beregnet finansielle eiendeler i avsnitt 9.5.4 vil vi her fokusere på den finansielle eiendelsrentabiliteten.

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

Marine Harvest har i analyseperioden en tidsvektet finansieringsfordel fra finansielle eiendeler på 0,2%. Over hele analyseperioden er den finansielle eiendelsrentabiliteten større enn det finansielle eiendelskravet, noe som kan indikere at de finansielle eiendelene er noe

undervurdert. For fremtiden vil vi imidlertid budsjettere med at finansiell eiendelsrentabilitet, fer, er lik finansielt eiendelskrav som blir beregnet i kapittel 10.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FE IB	67,5	77,3	86,6	97,5	109,7	122,9	136,1	149,3	162,0	174,2	185,4	197,9	201,8
fer	0,007	0,009	0,012	0,014	0,016	0,019	0,021	0,023	0,025	0,028	0,030	0,030	0,030
NFI	0,5	0,7	1,0	1,4	1,8	2,3	2,8	3,5	4,1	4,8	5,6	6,0	6,1

Tabell 9.11: Netto finansinntekter

Oppsummering finansresultat

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NFK-NFI	14,1	18,5	23,8	30,4	38,0	46,9	49,8	52,4	54,4	55,9	56,7	55,3	56,5

Tabell 9.12: Netto finansresultat

9.5.6 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteresser beregnes som et produkt av netto driftseiendeler og en minoritetsdel.

Netto driftseiendeler ble budsjettert i avsnitt 9.5.2, og vi vil derfor i dette delkapittelet fastsette minoritetsdelen.

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

For majoriteten vil det være mest optimalt å presse ut minoriteten dersom datterselskapet har god lønnsomhet. Motsatt vil det være bra for majoriteten å kunne dele et eventuelt tap med minoriteten. Et mål på en passende minoritetsdel kan være bransjesnittet eller tidsvektet snitt for Marine Harvest. (Knivsflå, 2017m). Marine Harvest har gjennom hele analyseperioden hatt en svært lav minoritetsdel, og tidsvektet snitt ligger på 0,16%. Bransjen på sin side har en høyere minoritetsdel som i 2017T utgjorde 1,9%. Fra 2013 og frem mot 2016 så man en nedgang i Marine Harvest sine minoritetsinteresser, men denne trenden ser ut til å snu i 2017T. Dette kan tyde på at datterselskapene er lønnsomme, og vi forventer at nivået vil holde seg på et tilsvarende nivå fremover.

På grunn av de store forskjellene mellom Marine Harvest og bransjen vil bransjesnittet ikke være et optimalt mål for minoritetsdelen. Vi velger derfor å fastsette minoritetsdelen lik 0,04% gjennom hele budsjettperioden.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	3 092,5	3 208,8	3 361,8	3 539,1	3 723,5	3 889,8	4 034,6	4 154,8	4 247,8	4 311,2	4 397,4	4 485,3	4 575,0
* mid	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004	0,0004
MI	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8

Tabell 9.13: Minoritetsinteresser

9.5.7 Netto minoritetsresultat

Siste budsjettdriver vi skal se på er netto minoritetsresultat. For å beregne dette multipliserer vi minoritetsinteresser fra forrige avsnitt med en minoritetsrentabilitet (Knivsflå, 2017m). Vi vil videre fokusere på å fastsette minoritetsrentabiliteten.

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

I henhold til Knivsflå (2017m) er det rimelig å forutsette at minoritetsrentabiliteten vil være tilnærmet lik minoritetskravet dersom majoriteten klarer å presse ut minoriteten eller dersom minoritetsinteressene er balanseført til virkelig verdi. Historisk sett har det vært en liten forskjell mellom kravet og rentabiliteten, men vi velger likevel å fastsette rentabiliteten lik renten for framtiden. Dette skyldes blant annet at minoritetsresultatet er så lavt at det vil være uvesentlig for den videre analysen. Vi velger derfor å ikke bruke noe mer tid på dette og fastsetter rentabiliteten lik kravet som blir beregnet i kapittel 10.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MI IB	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
mir	0,067	0,070	0,074	0,078	0,083	0,088	0,088	0,088	0,089	0,089	0,090	0,089	0,089
NMR	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2

Tabell 9.14: Netto minoritetsresultat

9.6 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Vi vil i dette delkapittelet presentere framtidsregnskapet, samt framtidig balanse og fri kontantstrøm.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DI	3 696,5	3 881,4	4 075,4	4 320,0	4 600,8	4 865,3	5 108,6	5 325,7	5 512,1	5 663,7	5 776,9	5 892,5	6 010,3
NDR	517,5	502,2	484,2	467,4	449	423,3	447,5	469,7	489,5	506,3	519,9	530,3	540,9
NFI	0,5	0,7	1	1,4	1,8	2,3	2,8	3,5	4,1	4,8	5,6	6	6,1
NRS	518	503	485,2	468,8	450,8	425,6	450,4	473,2	493,6	511,2	525,5	536,3	547
NFK	14,6	19,2	24,8	31,7	39,8	49,1	52,7	55,8	58,5	60,7	62,3	61,3	62,5
NMR	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
NRE	503,3	483,7	460,2	436,9	410,9	376,3	397,5	417,2	434,9	450,3	463,1	474,8	484,3
UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UNFR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FNR	503,3	483,7	460,2	436,9	410,9	376,3	397,5	417,2	434,9	450,3	463,1	474,8	484,3
NBU	550,8	547,9	512,3	489	475,5	221,6	249,4	278,5	308,5	338,9	335	419	427,4
Endring EK	-47,5	-64,2	-52,1	-52,1	-64,6	154,7	148,2	138,8	126,4	111,4	128	55,8	56,9

Tabell 9.15: Framtidsregnskap

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	2980,7	3092,5	3208,8	3361,8	3539,1	3723,5	3889,8	4034,6	4154,8	4247,8	4311,2	4397,4	4485,3	4575
FE	67,5	77,3	86,6	97,5	109,7	122,9	136,1	149,3	162	174,2	185,4	197,9	201,8	205,9
SSE	3048,2	3169,8	3295,5	3459,2	3648,8	3846,3	4025,9	4183,9	4316,9	4421,9	4496,5	4595,3	4687,2	4780,9
EK	2263,6	2216,1	2151,8	2099,7	2047,7	1983,1	2137,8	2286	2424,8	2551,2	2662,6	2790,6	2846,4	2903,3
MI	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
FG	783,4	952,5	1142,3	1358,1	1599,7	1861,7	1886,5	1896,3	1890,5	1869	1832,2	1802,9	1839	1875,8
SSK	3048,2	3169,8	3295,5	3459,2	3648,8	3846,3	4025,9	4183,9	4316,9	4421,9	4496,5	4595,3	4687,2	4780,9

Tabell 9.16: Framtidbalanse

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDR	517,5	502,2	484,2	467,4	449	423,3	447,5	469,7	489,5	506,3	519,9	530,3	540,9
UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i NDE	111,7	116,4	152,9	177,3	184,4	166,3	144,8	120,2	92,9	63,4	86,2	87,9	89,7
FKD	405,8	385,9	331,2	290,1	264,6	257	302,7	349,5	396,6	442,9	433,7	442,4	451,2
NFI	0,5	0,7	1	1,4	1,8	2,3	2,8	3,5	4,1	4,8	5,6	6	6,1
UNFI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i FE	9,8	9,3	10,9	12,2	13,2	13,3	13,1	12,8	12,1	11,2	12,5	4	4
FKS	396,4	377,3	321,4	279,3	253,2	246	292,4	340,2	388,6	436,5	426,8	444,4	453,3
NFK	14,6	19,2	24,8	31,7	39,8	49,1	52,7	55,8	58,5	60,7	62,3	61,3	62,5
UNFK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i FG	169,1	189,9	215,8	241,5	262,1	24,8	9,7	-5,8	-21,4	-36,8	-29,3	36,1	36,8
NMR	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i MI	-0,1	0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0	0	0	0	0	0
FKE	550,8	547,9	512,3	489,0	475,5	221,6	249,4	278,5	308,5	338,9	335,0	419,0	427,4

Tabell 9.17: Framtidig fri kontantstrøm

10. Fremtidskrav

I dette kapittelet vil vi beregne Marine Harvest sine fremtidige avkastningskrav. Kapittelet vil ta for seg egenkapital- og minoritetskravet, netto finansielt gjelds krav, netto finansiell gjeldsbeta og selskapskrav. Disse beregningene vil til slutt bli benyttet til å beregne selskapets strategiske fordel i delkapittel 10.5. I tillegg vil beregningene og forutsetningene som blir satt

i dette kapittelet ha stor betydning for den videre analysen ettersom kravene vil brukes i den fundamentale verdsettelsen.

Vi har tidligere presentert de historiske avkastningskravene i kapittel 7. I dette kapittelet ble de ulike begrepene forklart, og vi vil derfor ikke definere uttrykk som risikofri rente, illikviditetspremie, beta osv. på nytt. De historiske kravene vil dessuten i stor grad bli benyttet for å estimere fremtidige krav.

10.1 Krav til egenkapital

I likhet med i kapittel 7 vil vi beregne egenkapitalkravet og minoritetskravet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen.

$$\text{Egenkapitalkrav} = r_f * (1 - s) + \beta * mrp + ilp$$

$$\text{Minoritetskrav} = ekk_{CAPM} + ilp_{MI}$$

For å budsjettere den fremtidige risikofrie renten kan vi bruke både en lang og kort statsobligasjonsrente, en Euribor-rente eller et vektet snitt av de ulike rentene. Euribor-renten ligger i dag på -0,329% (Euribor-rates, 2017), men et selskap vil aldri kunne innhente kapital til en negativ rente og det virker derfor urealistisk å benytte denne for framtiden. Det beste alternativet vil være å benytte en 10-årig tysk statsobligasjonsrente som per i dag ligger på 0,3%. Tidsvektet har denne vært på 0,6% over analyseperioden, men det må nevnes at dette snittet ikke nødvendigvis gjenspeiler det normale siden renten har vært ekstremt lav i de årene som vektes tyngst. Vi forventer derfor at rentenivået på de 10-årige tyske statsobligasjonene vil øke mer enn tidsvektet snitt i budsjettperioden. Dette underbygges ytterligere av at det lave rentenivået i dag skyldes dårlig tro på framtiden og gjenspeiler et ønske om å stimulere til vekst. Vi har en lang budsjettthorison og forventer at tiltaket vil ha en effekt på økonomien på lengre sikt slik at det vil nærer seg det som ansees som "normalt". Vi fastsetter 10-årige tyske statsobligasjoner til 2,5% i kontant vekst. Danske Bank (2017, p. 4) forventer at den 10-årige tyske statsobligasjonsrenten vil øke til 0,6% 6 måneder frem i tid, vi velger derfor å benytte

oss av dette estimatet for 2018. Deretter forventer vi en lineærøkning mot 2,5% i "steady state".

Regjeringen har foreslått at selskapsskattesatsen skal ned fra 24% til 23% i 2018 (Regjeringen, 2017e). Reelt sett er det forventet at skattesatsen vil synke ytterligere i budsjettperioden på grunn av et lavere skattenivå internasjonalt. Storbritannia hadde i 2016 en selskapsskattesats på 20%, men har uttrykt at de ønsker å redusere denne til 17% innen 2020. Dette skaper en slags "konkurranse" landene imellom ettersom selskaper gjerne ønsker å etablere seg i land med lavere skattesats (Hoemsnes, 2017). Det er vanskelig å si hvordan selskapsskattesatsen vil utvikle seg i Norge på lang sikt ettersom dette i stor grad er styrt av regjeringen. Med den sittende regjeringen forventer vi imidlertid at Norge vil redusere skattesatsen ytterligere, og budsjetterer med en skattesats på 20% fra 2021 og til budsjettthorisonen T.

Risikofri rente	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gjennomsnittelig bankrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
10 årig tysk statsobligasjonsrente	0,006	0,008	0,010	0,012	0,014	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,025	0,025
Skatt	0,001	0,002	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente etter skatt	0,005	0,006	0,008	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,020	0,020

Tabell 10.1: Risikofri rente

Egenkapitalbetaen til selskapet vil ikke være konstant i budsjettperioden. Netto driftsbetaen vil dermed være konstant og vi kan dermed benytte denne for å beregne egenkapitalbetaen. Vi vil benytte følgende vekting for å beregne egenkapitalbetaen:

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

Hvor β_{NDK} er konstant over tid

Netto driftsbeta	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	0,425	0,451	0,482	0,518	0,560	0,609	0,591	0,574	0,559	0,544	0,531	0,517	0,517
EK/NDK	0,759	0,717	0,671	0,625	0,579	0,533	0,550	0,567	0,584	0,601	0,618	0,635	0,635
Egenkapitalbeta	0,425	0,451	0,482	0,518	0,560	0,609	0,591	0,574	0,559	0,544	0,531	0,517	0,517
MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Netto finansiell gjeldsbeta	0,001	0,000	0,000	-0,001	-0,002	-0,002	-0,004	-0,005	-0,007	-0,009	-0,012	-0,013	-0,013
NFG/NDK	0,240	0,283	0,329	0,375	0,421	0,467	0,450	0,433	0,416	0,399	0,382	0,365	0,365
Netto driftsbeta	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323	0,323

Tabell 10.2: Netto driftsbeta

I følge Knivsflå (2017m) er markedsrisikopremien konstant i fremtiden og det beste estimatet på markedsrisikopremien i budsjettperioden er derfor dagens nivå. I delkapittel 7.2.3 argumenterte vi for å benytte en markedsrisikopremie på 7,1% som følge av den lave risikofrie renten. Vi vil derfor budsjettere med en markedsrisikopremie på 7,1% for hele budsjettperioden.

Ved fastsettelse av illikviditetspremien forutsetter vi at aksjen i fremtiden vil være lett omsettelig, samt at eierskapet i Marine Harvest vil fortsette å være like spredt som i dag. Historisk sett har illikviditetspremien til minoritetsinteressene lagt på 3,2% og illikviditetspremien til majoriteten lagt på 0,4%. Det kan argumenteres for at illikviditetspremien bør økes på bakgrunn av høyere utbytteskatt i fremtiden, men ettersom økningen er så marginal og Marine Harvest er et børsnotert selskap med lett omsettelige aksjer ser vi ikke noen grunn for å justere premien. Vi vil derfor budsjettere med de samme illikviditetspremiene som vi har sett historisk sett.

Egenkapitalkravet og minoritetskravet vil bli presentert i tabell 10.3 og 10.4.

Egenkapitalkrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente	0,005	0,006	0,008	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,02	0,02	0,02
Egenkapitalbeta	0,425	0,451	0,482	0,518	0,56	0,609	0,591	0,574	0,559	0,544	0,531	0,517	0,517
Markedsrisikopremie	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071
Egenkapitalkrav CAPM	0,035	0,038	0,042	0,046	0,051	0,056	0,056	0,056	0,057	0,057	0,058	0,057	0,057
Illikviditetspremie	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
Egenkapitalkrav	0,039	0,042	0,046	0,05	0,055	0,06	0,06	0,06	0,061	0,061	0,062	0,061	0,061

Tabell 10.3: Egenkapitalkrav

Minoritetskrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav CAPM	0,035	0,038	0,042	0,046	0,051	0,056	0,056	0,056	0,057	0,057	0,058	0,057	0,057
Illikviditetspremie minoritet	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
Minoritetskrav	0,067	0,07	0,074	0,078	0,083	0,088	0,088	0,088	0,089	0,089	0,09	0,089	0,089

Tabell 10.4: Minoritetskrav

10.2 Finansielle krav

Fremtidig netto finansielt gjeldskrav kan beregnes som følger:

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav} = \left(fgk * \frac{FG}{NFG} \right) * \left(fek * \frac{FE}{NFG} \right)$$

For å kunne framskrive netto finansielt gjeldskrav må vi derfor først budsjettere fremtidige krav for finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav beregnes som forklart tidligere ved å ta den risikofrie renten etter skatt i tillegg til en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien er et resultat av den syntetiske ratingen, og vi er således avhengig av å gjennomføre en syntetisk rating for fremtiden. Vi vil derfor videre gjennomføre en rating basert på både historiske tall og tall fra kapittel 9.

Den syntetiske ratingen vil i utgangspunktet baseres på utregningene som ble gjort i kapittel 6 og fremtidsregnskapet i kapittel 9. Likviditetsgrad 1 kan imidlertid ikke beregnes for fremtiden ettersom vi ikke har informasjon om detaljerte poster som omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Vi må derfor ta utgangspunkt i historisk likviditetsgrad 1 for å kunne forutsi fremtiden. Vi velger å tro at likviditetsgrad 1 vil konvergere mot tidsvektet snitt for Marine Harvest i "steady state". Man kan også anta at den vil konvergere mot et gjennomsnitt for Marine Harvest og bransjen, men ettersom Marine Harvest over hele analyseperioden har hatt en likviditetsgrad over bransjen velger vi å benytte tidsvektet snitt for Marine Harvest.

Syntetisk rating blir presentert i tabell 10.5. Som man ser av tabellen estimeres fremtidig rating til A for hele budsjettperioden.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
lg1	2,27	2,29	2,32	2,35	2,38	2,4	2,43	2,46	2,49	2,51	2,54	2,54	2,54
	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
rdg	35,51	26,19	19,53	14,78	11,33	8,66	8,55	8,48	8,43	8,42	8,44	8,75	8,75
	AAA+	AAA+	AAA+	AAA-	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
ekp	0,526	0,491	0,456	0,422	0,388	0,399	0,411	0,422	0,434	0,445	0,457	0,457	0,457
	BBB+	BBB+	BBB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
ndr	0,174	0,162	0,151	0,139	0,127	0,114	0,115	0,116	0,118	0,119	0,121	0,121	0,121
	A+	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 10.5: Syntetisk rating for fremtiden

Av samme grunner som i kapittel 6 velger vi imidlertid å nedjustere ratingen. Dette skyldes hovedsakelig at vi er usikker på om ratingen som ble presentert over tilstrekkelig klarer å fange opp risikoen knyttet til de volatile lakseprisene.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10.6: Nedjustert rating for fremtiden

Med utgangspunkt i ovennevnte vil vi nå fastsette finansielt gjeldskrav for fremtiden.

Finansielt gjeldskrav	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
Risikofri rente	0,005	0,006	0,008	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,02	0,02	0,02
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
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,02	0,022	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,034	0,034

Tabell 10.7: Framtidig finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav fastsatt i tabell 10.7 virker mer realistisk enn kravet som ble beregnet ved bruk av empiri i kapittel 7. Kravet er høyere i fremtiden som følge av en forventning om en høyere risikofri rente. Vi velger derfor å benytte dette kravet i våre videre beregninger. I tillegg blir kravet benyttet til å framskrive finansiell gjeldsrente i kapittel 9.

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Som tidligere nevnt er det finansielle eiendelskravet et vektet krav mellom kravet til kontanter, fordringer og investeringer. Fremtidsregnskapet er ikke detaljert nok til at vi kan beregne kontantvekt, fordringsvekt og investeringsvekt. For å beregne disse postene vil vi derfor ta utgangspunkt i de beregningene som ble gjort i delkapittel 7.3.2. Vi har ikke noen informasjon som tyder på at fremtidig vekting vil være forskjellig fra den historiske og velger derfor å anta at disse vil konvergere mot tidsvektet snitt frem mot budsjettthorisonen T. Kravene vil dermed beregnes ut ifra den risikofrie renten hvor kontantkravet settes lik den risikofrie renten etter skatt, fordringskravet settes lik den risikofrie renten etter skatt med et påslag på 0,01 og investeringskravet vil settes lik den risikofrie renten etter skatt pluss markedsrisikopremien for inneværende år.

Finansielt eiendelskrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	0,005	0,006	0,008	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,020	0,020
Kontantvekt	0,969	0,958	0,947	0,936	0,925	0,913	0,902	0,891	0,880	0,869	0,858	0,858	0,858
Fordringskrav	0,015	0,016	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,030	0,030	0,030
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
Investeringskrav	0,076	0,077	0,079	0,080	0,082	0,083	0,085	0,086	0,088	0,089	0,091	0,091	0,091
Investeringsvekt	0,031	0,042	0,053	0,064	0,075	0,087	0,098	0,109	0,120	0,131	0,142	0,142	0,142
Finansielt eiendelskrav	0,007	0,009	0,012	0,014	0,016	0,019	0,021	0,023	0,025	0,028	0,030	0,030	0,030

Tabell 10.8: Finansielt eiendelskrav for fremtiden

10.2.3 Oppsummering netto finansielt gjeldskrav

Nå som vi har beregnet finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav kan vi framskrive netto finansielt gjeldskrav.

Netto finansielt gjeldskrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
fgk	0,019	0,020	0,022	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,034	0,034
FG/NFG	1,094	1,088	1,082	1,077	1,074	1,071	1,078	1,085	1,094	1,103	1,113	1,123	1,123
fek	0,007	0,009	0,012	0,014	0,016	0,019	0,021	0,023	0,025	0,028	0,030	0,030	0,030
FE/NFG	0,094	0,088	0,082	0,077	0,074	0,071	0,078	0,085	0,094	0,103	0,113	0,123	0,123
Netto finansielt gjeldskrav	0,020	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,033	0,034	0,034	0,034

Tabell 10.9: Netto finansielt gjeldskrav for framtiden

10.3 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta, finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta

Vi vil i dette delkapittelet budsjettere de framtidig beta for netto finansiell gjeld, finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Det første vi vil se på er den finansielle gjeldsbetaen. Denne vil bli framskrevet på samme måte som vi beregnet den i kapittel 7. I tillegg vil vi benytte den samme markedsrisikodelen for hele budsjettperioden.

Finansiell gjeldsbeta	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
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
Markedsrisikodel	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019
Markedspremien	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071
Finansiell gjeldsbeta	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

Tabell 10.10: Finansiell gjeldsbeta

Videre vil vi se på finansiell eiendelsbeta. Ettersom vi i kapittel 7 forutsatte at kontantbetaen er lik 0 og investeringsbetaen er lik 1, er det kun fordringsbetaen som er ukjent. Denne har historisk sett nærmest vært konstant på 0,003 og vi vil derfor benytte en fordringsbeta på 0,003 over hele budsjettperioden. Finansiell eiendelsbeta er presentert i tabell 10.11.

Finansiell eiendelsbeta	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
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
Kontantvekt	0,969	0,958	0,947	0,936	0,925	0,913	0,902	0,891	0,880	0,869	0,858	0,858	0,858
Fordringsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
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
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
Investeringsvekt	0,031	0,042	0,053	0,064	0,075	0,087	0,098	0,109	0,120	0,131	0,142	0,142	0,142
Finansiell eiendelsbeta	0,031	0,042	0,053	0,064	0,075	0,087	0,098	0,109	0,120	0,131	0,142	0,142	0,142

Tabell 10.11: Finansiell eiendelsbeta

Til slutt kan vi regne ut netto finansiell gjeldsbeta for fremtiden ved hjelp av de overnevnte budsjetteringene.

NFG-beta	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FG-beta	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
Finansiell gjeldsvekt	1,094	1,088	1,082	1,077	1,074	1,071	1,078	1,085	1,094	1,103	1,113	1,123	1,123
FE-beta	0,031	0,042	0,053	0,064	0,075	0,087	0,098	0,109	0,12	0,131	0,142	0,142	0,142
Finansiell eiendelsvekt	0,094	0,088	0,082	0,077	0,074	0,071	0,078	0,085	0,094	0,103	0,113	0,123	0,123
NFG-beta	0,001	0,000	0,000	-0,001	-0,002	-0,002	-0,004	-0,005	-0,007	-0,009	-0,012	-0,013	-0,013

Tabell 10.12: Netto finansiell gjeldsbeta

10.4 Selskapskrav

Vi vil i dette delkapittelet presentere selskapskravet som er det vektete kravet til de ulike finansieringskildene (WACC). Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav blir presentert i tabell 10.13 og 10.14.

Netto driftskrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	0,039	0,042	0,046	0,050	0,055	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,062	0,061	0,061
EK/NDK	0,759	0,717	0,671	0,625	0,579	0,533	0,550	0,567	0,584	0,601	0,618	0,635	0,635
Minoritetskrav	0,067	0,070	0,074	0,078	0,083	0,088	0,088	0,088	0,089	0,089	0,090	0,089	0,089
MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Netto finansielle gjeldskrav	0,020	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,033	0,034	0,034	0,034
NFG/NDK	0,240	0,283	0,329	0,375	0,421	0,467	0,450	0,433	0,416	0,399	0,382	0,365	0,365
Netto driftskrav	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,046	0,047	0,049	0,050	0,051	0,051	0,051

Tabell 10.13: Netto driftskrav

Sysselsatt kapitalkrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	0,039	0,042	0,046	0,050	0,055	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,062	0,061	0,061
EK/SSK	0,743	0,699	0,653	0,607	0,561	0,516	0,531	0,546	0,562	0,577	0,592	0,607	0,607
Minoritetskrav	0,067	0,070	0,074	0,078	0,083	0,088	0,088	0,088	0,089	0,089	0,090	0,089	0,089
MI/SSK	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
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,020	0,022	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,034	0,034
FG/SSK	0,257	0,300	0,347	0,393	0,438	0,484	0,469	0,453	0,438	0,423	0,407	0,392	0,392
Sysselsatt kapitalkrav	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,045	0,046	0,048	0,049	0,050	0,050	0,050

Tabell 10.14: Sysselsatt kapitalkrav

Oppsummert	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	0,039	0,042	0,046	0,050	0,055	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,062	0,061	0,061
Minoritetskrav	0,067	0,070	0,074	0,078	0,083	0,088	0,088	0,088	0,089	0,089	0,090	0,089	0,089
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,020	0,022	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,034	0,034
Finansielt eiendelskrav	0,007	0,009	0,012	0,014	0,016	0,019	0,021	0,023	0,025	0,028	0,030	0,030	0,030
Netto finansielt gjeldskrav	0,020	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,033	0,034	0,034	0,034
Sysselsatt kapitalkrav	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,045	0,046	0,048	0,049	0,050	0,050	0,050
Netto driftskrav	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,046	0,047	0,049	0,050	0,051	0,051	0,051

Tabell 10.15: Oppsummering

10.5 Fremtidig strategisk fordel

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene tidligere i dette kapittelet, kan vi nå se videre på Marine Harvest sin strategiske fordel for framtiden.

Nullhypotesen er at virksomheten ikke har noen varig strategisk fordel slik at kravet er tilnærmet likt rentabiliteten. Dersom selskapet imidlertid er i besittelse av en kortsiktig strategisk fordel må man forvente at denne vil tilbakevende mot likevekt. For framtiden bør en derfor forvente at rentabiliteten vil konvergere mot kravet (Knivsflå, 2017q).

Alternativt kan selskapet ha en varig strategisk fordel, altså at rentabiliteten er høyere enn kravet. Dette kan eksempelvis skyldes at det er vanskelig for nye aktører å etablere seg på markedet eller at selskapet har en unik kjernekompetanse. Dersom dette er tilfellet kan selskapet være i besittelse av en varig strategisk fordel.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalrentabilitet	0,222	0,218	0,214	0,208	0,201	0,190	0,186	0,183	0,179	0,177	0,174	0,170	0,170
Egenkapitalkrav	0,039	0,042	0,046	0,050	0,055	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,062	0,061	0,061
Superrentabilitet	0,184	0,176	0,168	0,158	0,146	0,130	0,126	0,122	0,119	0,115	0,112	0,110	0,110

Tabell 10.16: Superrentabilitet

Den strategiske fordelene er gitt ved differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet. Marine Harvest sin strategiske fordel for budsjettperioden 2018-2028 blir presentert i tabell 10.16. Som man kan se av tabellen forventer vi at Marine Harvest vil opprettholde deler av den strategiske fordelene som de er i besittelse av i dag, men fordelene vil stagnere og konvergere mot et nivå på rundt 11,0% inn i "steady state". Dette virker fornuftig sett i forhold til vår strategiske analyse hvor vi konkluderte med at selskapet er i besittelse av midlertidige konkurransefortrinn. Dette vil kunne skape en driftsfordel for selskapet i framtiden.

Vi vil videre forutsette at hele den strategiske fordelene stammer fra drift ettersom vi tidligere har besluttet at den finansielle gjeldsrenten er lik det finansielle gjeldskravet og den finansielle eiendelsrenten er lik det finansielle eiendelskravet. Når renten er lik kravet vil finansieringsfordelen være lik null. Selskapet kan derimot fortsatt være i besittelse av en gearingfordel.

Ettersom finanseringsfordelen antas å være lik null vil vi videre kun dekomponere den strategiske fordelen fra drift, samt gearingfordelen. En analyse av den strategiske fordelen blir presentert i tabell 10.17.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
"Ren driftsfordel"	0,139	0,126	0,113	0,099	0,085	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,070	0,070
Gearingfordel	1,317	1,396	1,491	1,601	1,728	1,878	1,820	1,765	1,714	1,665	1,619	1,576	1,576
Finansieringsfordel	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
Minoritetsfordel	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	0,184	0,176	0,168	0,158	0,146	0,130	0,126	0,122	0,119	0,115	0,112	0,110	0,110

Tabell 10.17: Strategisk fordel

Vi nevnte tidligere at det virket fornuftig at selskapet ville fortsette å ha en strategisk fordel i tiden framover. Av tabell 10.17 ser vi imidlertid at fordelen vil reduseres litt frem mot budsjettthorisonten T. Dette kan så klart skyldes flere forhold, men en sentral faktor vil nok være at konkurransen mellom aktørene trolig vil øke i årene som kommer. Bakgrunnen for dette er utviklingen av ny teknologi som vil skape stor forskjell mellom de selskapene som er i besittelse av effektiv teknologi og de som ikke er det. Økt konkurranse vil gjøre det mindre lønnsomt for Marine Harvest å drive i bransjen, og således redusere netto driftsmarginen. Per i dag har selskapet en netto driftsmargin på 17,8%, mens man forventer at denne vil stagnere og ligge på rundt 9,0% i 2028.

Videre ser vi at gearingfordelen som i dag ligger på 13,8% vil stagnere fram mot budsjettthorisonten T og bli tilnærmet lik historisk tidsvektet snitt. Høyest er gearingfordelen i årene 2021 og 2022. Dette er forventet og skyldes at vi har prognostisert en investering.

I fremtiden forventer vi at den ekstreme veksten som vi har observert de seneste årene vil avta, og at prisene på laks vil reduseres før de legger seg på et stabilt nivå. Vi må imidlertid påpeke at det er stor risiko knyttet til slike estimater ettersom det er vanskelig å forutsi fremtiden for en syklisk bransje som har møtt store utfordringer knyttet til lakselus og rømming. Framtiden vil påvirkes av hvorvidt bransjen evner å utvikle teknologi som kan løse problematikken knyttet til de biologiske utfordringene, samt hvor mange konsesjoner myndighetene velger å utdele. Teknologien kan dessuten føre til endringer i bransjen som videre kan føre til lavere lønnsomhet både for Marine Harvest og de andre aktørene. Det er også vanskelig å forutsi hvilken virkning det vil få på etterspørselen at Kina og Norge nå er i

forhandlinger om en avtale mellom landene. Vi har tidligere sett at sanksjonene fra Kina sin side ikke har hatt betydning for etterspørselen og lønnsomheten for Marine Harvest sin del. Dette kan tale for at virkningen ikke vil bli så stor. På den andre siden er det kinesiske markedet et stort potensiale for både næringen og Marine Harvest, i tillegg kan "omveiene" inn til Kina har gjort laksen svært kostbar for kineserne. Det må også nevnes at en økt befolkning og en trend mot mer bærekraftige proteinkilder kan bidra til økt etterspørsel etter oppdrettslaks. Dette kan være faktorer som taler for en vekst i næringen.

På bakgrunn av overnevnte er vi positiv til at Marine Harvest vil fortsette å være lønnsom i framtiden. Vi forventer imidlertid ikke en like enorm vekst som det vi har sett de siste årene.

10.5.1 Varig strategisk fordel

Med en forventet superrentabilitet på 11% må nullhypotesen om at selskapet ikke er i besittelse av en fremtidig strategisk fordel, forkastes. Vi beholder dermed alternativ hypotesen som var at selskapet er i besittelse av en varig strategisk fordel. Denne fordelene vil i sin helhet stamme fra drift ettersom finansieringsfordelen vil være lik null.

I kapittel 8 fant vi at den "rene" driftsfordelen på 21,3% i 2017T i hovedsak besto av en bransjefordel ettersom selskapet har en ressursfordel for hele den historiske budsjettperioden. I 2017T var bransjefordelen på 23,5%, ressursulempen på 2,6% og kravfordelen på 0,3%. På lang sikt forventer vi at bransjefordelen vil stagnere, mens ressursulempen vil bli positiv og gi selskapet en fordel. Grunnen til at vi er optimistisk med tanke på ressursfordelen skyldes i hovedsak at man på lang sikt forventer at selskapet i større grad vil klare å utnytte kostnadskontrollen til den nyopprettede fôrdivisjonen, samt at stordriftsfordelene i større grad vil bli utnyttet. I tillegg er det forventet at effektiviteten vil øke dersom man tar i bruk ny teknologi som kan redusere kostnadene forbundet med lakselus og rømming.

11. Fundamental verdivurdering

I dette kapitlet vil en fundamental verdivurdering av Marine Harvest gjennomføres basert på de tidligere kapitlene fremtidsregnskap og fremtidskrav, samt at en simulering vil

gjennomføres for å få frem usikkerheten i estimatet. Verdien vi kommer frem til utgjør vårt beste estimat på Marine Harvest sin egenkapital. For å supplere det fundamentale verdiesimatet vil en komparativ verdsettelse gjennomføres i kapittel 12 før vi lager en handelsanbefaling i kapittel 13.

Teorien for fundamental verdsettelse ble presentert i kapittel 3. To ulike metoder kan brukes; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. De verdsetter selskapets egenkapital henholdsvis direkte og indirekte. Metodene definerer kontantstrøm og diskonteringsfaktorer ulikt, men vil gi konsistente verdiesimat såfremt forutsetningene i verdivurderingen er konsistent (Damodaran, 2012, p. 14). Vi benytter oss imidlertid av budsjetterte vekter, som resulterer i at forutsetningene ikke er konsistente og metodene vil gi ulike svar. Selv om de gir ulike estimat ønsker vi å benytte oss av både direkte og indirekte verdsettelse. For å oppnå et felles verdiesimat vil en konvergeringsprosess gjennomføres slik at de budsjetterte kravene oppdateres med verdiesimatet og til slutt ender på et felles estimat.

Verdien av egenkapital i vårt estimat oppgis i euro, men vil omgjøres til et estimat i norske kroner per aksje. Slik blir det enklere å sammenligne med aksje verdien på Oslo børs som oppgis i norske kroner.

I de neste delkapitlene vil vi gjennomføre verdsettelsen hvor vi tar for oss egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden; derunder sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden. Deretter vil en stegvis konvergeringsprosess gjennomføres til vi oppnår ønsket avvik i metodene på tilnærmet lik null. Avslutningsvis vil usikkerheten i sentrale variabler testes ved bruk av en simulering i analyseverktøyet Crystal Ball fra Excel.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapital gjennom utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Alle modellene utarbeides som forklart i kapittel 3 under forutsetningen om konstant vekst i framskrivingsperioden fra $T+1$ til uendelig og skal være ekvivalente. Modellen ble forklart inngående i kapittel 3 og vil ikke forklares nærmere her. Under vil alle modellene presenteres.

11.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen er i praksis lik fri kontantstrømmodellen ettersom $NBU = FKE$ i vårt tilfelle. Det anses derfor ikke hensiktsmessig å vise beregningen her. Se fri kontantstrøm-modellen for nærmere beregninger.

11.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Under vises fri kontantstrømmodellen, denne vil også være representativ for utbyttmodellen da de er identiske.

FKE-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FKE		550,8	547,9	512,3	489	475,5	221,6	249,4	278,5	308,5	338,9	335	419	427,4
Diskonteringsfaktor		1,039	1,083	1,132	1,189	1,254	1,329	1,408	1,493	1,584	1,681	1,784	1,892	2,007
Nåverdi år 1 til T+1	3 615,1	530,2	506,1	452,4	411,2	379,1	166,7	177,1	186,5	194,8	201,7	187,8	221,4	212,9
Nåverdi av horisontverdien T+2	5 549,5													
Verdien av egenkapital	9 164,6													
Verdiestimat per aksje i NOK	180,6													

Tabell 11.1: FKE-modellen

Av tabell 11.1 ser vi at fri kontantstrømmodellen gir en egenkapitalverdi på 9 164,6 millioner euro. Det tilsvarer en verdi per aksje på kr 180,6.

11.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen beregner verdien av egenkapital i dag basert på balanseført verdi av egenkapital pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt, diskontert med egenkapitalkravet.

SPE-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balanseført egenkapital	2 263,6													
SPE		415,5	390,2	361,3	331,7	299,1	258,1	269,6	279,6	287,9	294,4	298,9	305,4	311,6
Diskonteringsfaktor		1,039	1,083	1,132	1,189	1,254	1,329	1,408	1,493	1,584	1,681	1,784	1,892	2,007
Nåverdi år 1 til T+1	2 855,6	399,9	360,4	319,1	278,9	238,5	194,2	191,4	187,2	181,8	175,2	167,5	161,4	155,2
Nåverdi av horisontverdien T+2	4 045,4													4 045,4
Verdien av egenkapital	9 164,6													
Verdiestimat per aksje i NOK	180,6													

Tabell 11.2: SPE-modellen

Av tabell 11.2 ser vi at superprofittmodellen gir samme verdier som NBU/FKE-modellen.

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen beregner verdien av egenkapital gjennom kapitalisert verdi av nettoresultat til egenkapital i 2018, pluss kapitalisert verdi av nåverdi av fremtidig superprofittvekst diskontert med egenkapitalkravet.

ASPE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoresultat år 1		503,3													
Kapitalisert verdi	12 969,7	12 969,7													
ASPE			-26,5	-31,4	-33,2	-37,1	-46,1	6,1	4,4	2,4	0,3	-2	0,3	-0,3	-0,3
Diskonteringsfaktor			1,039	1,063	1,132	1,189	1,254	1,329	1,408	1,493	1,584	1,681	1,784	1,892	2,007
Nåverdi år 2 til T+2	-143,4		-25,5	-29	-29,3	-31,2	-36,7	4,6	3,1	1,6	0,2	-1,2	0,2	-0,2	-0,2
Kapitalisert verdi	-3 695,7														
Horisontverdien T+3	-4,2														-4,2
Kapitalisert verdi	-109,4														
Verdi av egenkapital	9 164,6														
Verdiestimat per aksje i NOK	180,6														

Tabell 11.3: SPEvekst-modellen

Av tabell 11.3 ser vi at verdien av egenkapital er identisk med de tidligere beregningene. Dermed gir alle modellene en egenkapital på 9 164,6 millioner euro og en verdi per aksje på kr 180,6. At de ulike modellene gir samme verdi bekrefter at utregningene er korrekt gjennomført og fungerer som en kontroll. Av tabellene over ser vi at horisontleddet i de to første modellene utgjør en svært stor andel av beregnet egenkapital. Det viser viktigheten av at variablene som brukes i horisontleddet er korrekt estimert.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden kan deles inn i sysselsattkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Begge metodene verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom superprofittmodellen, fri kontantstrømmodellen eller superprofittvekstmodellen. Disse modellene er som nevnt ekvivalente og gir alltid samme verdiestimat ved konsistent bruk. Modellene utarbeides som forklart i kapittel 3 under forutsetningen om konstant vekst i framskrivingsperioden fra T+1 til uendelig. Under vil de to metodene presenteres mer inngående enn egenkapitalmetoden siden de ikke ble forklart like grundig i kapittel 3.

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Av kapittel 3 fremgikk det at sysselsattkapitalmetoden beregner verdien av egenkapital indirekte på følgende måte:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

En forutsetning brukt ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet er at $fgr_t = fgk_t$ følgelig blir $VFG_0 = FG_0$. Beregning av verdi av finansiell gjeld vil følgelig ikke vises under siden verdien settes lik balanseført finansiell gjeld i år 0. Samme argument vil være gjeldende for minoritetsinteressene. Her ble rentabiliteten satt lik kravet og verdien av minoritetsinteressene vil være lik balanseført verdi. Dette vil imidlertid endre seg utover konvergeringsprosessen ettersom minoritetskravene oppdaterer seg i takt med egenkapitalkravet, men rentabiliteten forblir den samme. Følgelig blir verdi av minoritetsinteressene inkludert i konvergeringsprosessen.

11.2.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital defineres av Knivsflå (2017p) som:

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital = netto resultat til sysselsattkapital – endring i sysselsatt kapital

Der verdi av sysselsatt kapital er gitt ved:

$$VSKK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_T) * (skk - skv)}$$

FKS-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FKSt		396,4	377,3	321,4	279,3	253,2	246	292,4	340,2	388,6	436,5	426,8	444,4	453,3
Diskonteringsfaktor		1,034	1,07	1,111	1,155	1,203	1,255	1,311	1,372	1,437	1,508	1,584	1,663	1,747
Nåverdi fra 1 til T+1	3 241,1	383,5	352,5	289,4	241,9	210,6	196,0	223,0	247,9	270,3	289,5	269,4	267,1	259,4
Horisontverdien fra T+2	9 012,7													9012,7
Verdien av SSK	12 253,8													
Finansiell gjeld	783,4													
Verdi minoritet	1,3													
Verdi av egenkapital	11 469,1													
Verdiestimat NOK	226,0													

Tabell 11.4: FKS-modellen

Av tabell 11.4 ser vi at sysselsattkapital gir en egenkapitalverdi på 11 469,1 euro og en aksjeverdi på kr 226,0. Estimatet avviker som forventet fra egenkapitalmetoden som følge av at beregningen er gjort på budsjetterte vekter. Modellen skal imidlertid gi samme resultat som de andre modellene innenfor sysselsattkapitalmetoden slik at de beregnes for å kontrollere at estimatet er riktig beregnet.

11.2.1.3 Superprofittmodellen

Superprofitt av sysselsatt defineres av Knivsflå (2017p) som:

$$\text{Superprofitt sysselsattkapital} = NRS_t - skk_t * SSK_{t-1}$$

Der verdi av sysselsattkapital er gitt ved:

$$VSKK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_T) * (skk - skv)}$$

SPS-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balansefort SSK	3 048,2													
Superprofitt til SSK		415,5	390,2	361,3	331,7	299,1	258,1	269,6	279,6	287,9	294,4	298,9	305,4	311,6
Diskonteringsfaktor		1,034	1,07	1,111	1,155	1,203	1,255	1,311	1,372	1,437	1,508	1,584	1,663	1,747
Nåverdi fra 1 til T+1	3 010,5	401,9	364,6	325,3	287,3	248,7	205,6	205,6	203,8	200,3	195,2	188,7	183,6	178,3
Horisontverdien fra T+2	6 195,0													6195
Verdien av SSK	12 253,8													
Finansiell gjeld	783,4													
Verdi minoritet	1,3													
Verdi av egenkapital	11 469,1													
Verdiestimat NOK	226,0													

Tabell 11.5: FKS-modellen

Av tabell 11.5 ser vi at verdien blir lik som i fri kontantstrømmodellen. Også ved bruk av denne modellen ser vi at horisontleddet utgjør en svært stor del av sysselsattkapital.

11.2.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekst defineres av Knivsflå (2017p) som:

$$\Delta SPS_t = \frac{(1 + skk_1) * SPS_t - (1 + skk_t) * SPS_{t-1}}{1 + skk_t}$$

Der,

$$VSKK_0 = \frac{NRS_1}{skk_1} + \frac{1}{skk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_{t-1})} + \frac{\Delta SPS_{T+2}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_{T+1}) * (skk - skv)}$$

ASPS-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto resultat til SSK		518													
Kapitalisert verdi	15 402,0	15 402,0													
Superprofittvekst til SSK			-26	-30,3	-31,5	-34,9	-43,4	8,6	6,6	4,5	2,2	-0,3	1,8	1,2	1,2
Diskonteringsfaktor			1,034	1,07	1,111	1,155	1,203	1,255	1,311	1,372	1,437	1,508	1,584	1,663	1,747
Nåverdi fra 2 til T+2	-129,9		-25,1	-28,3	-28,4	-30,2	-36,1	6,8	5,1	3,3	1,5	-0,2	1,1	0,7	0,7
Kapitalisert verdi	-3 862,2														
Horisontverdien fra T+3	24,0														24,0
Kapitalisert verdi	714,0														
Verdien av SSK	12 253,8														
Finansiell gjeld	783,4														
Verdi minoritet	1,3														
Verdi av egenkapital	11 469,1														
Verdiestimat NOK	226,0														

Tabell 11.6: SPSekest-modellen

Av tabell 11.6 ser vi at verdien er konsistent med modellene ovenfor.

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Av kapittel 3 fremgikk det at netto driftskapitalmetoden beregner verdien av egenkapital indirekte på følgende måte:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

En forutsetning brukt ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet er at $nfg_{t+1} = nfg_t$, følgelig blir $VNFG_0 = FG_0$. Beregning av verdi av netto finansiell gjeld vil derfor ikke vises under ettersom verdien settes lik balanseført finansiell gjeld i år 0. For verdien av minoriteten vil samme argument som under sysselsatt kapitalmetoden gjøre seg gjeldende.

11.2.2.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrøm til netto driftskapital defineres av Knivsflå (2017p) som:

$$\text{Fri kontantstrøm til netto driftskapital} = \text{Netto driftsresultat} - \text{endring i netto driftskapital}$$

Der verdien av netto driftskapital er gitt ved:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

FKD-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FKDt		405,8	385,9	331,2	290,1	264,6	257	302,7	349,5	396,6	442,9	433,7	442,4	451,2
Diskonteringsfaktor		1,034	1,072	1,113	1,158	1,207	1,26	1,318	1,38	1,447	1,519	1,597	1,679	1,765
Nåverdi år 1 til T+1	3 307,5	392,4	360,1	297,7	250,6	219,3	203,9	229,7	253,3	274,1	291,6	271,6	263,5	255,7
Horisontverdien fra T+2	8 631,7													8631,7
Verdien av NDK	11 939,3													
Netto finansiell gjeld	715,9													
Verdi av minoritet	1,3													
Verdi av egenkapital	11 222,1													
Verdiestimat NOK	221,2													

Tabell 11.7: FKD-modellen

Av tabell 11.7 ser vi at netto driftskapitalmodellen gir en egenkapitalverdi på 11 222,1 millioner euro, som tilsvarer en aksjeverdi på kr 221,2 per aksje. Det er som forventet ulikt egenkapital- og sysselsatt kapitalmetodens verdi ettersom vi bruker budsjetterte vekter.

11.2.2.2 Superprofittmodellen

Superprofitt defineres av Knivsflå (2017p) som:

$$\text{Superprofitt fra drift}_t = \text{netto driftsresultat}_t - \text{netto driftskrav}_t * \text{netto driftseiendeler}_{t-1}$$

Der verdien av netto driftskapital er gitt ved:

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

SPD-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balanseført NDK	2 980,7													
Superprofitt fra NDK		415,5	390,2	361,3	331,7	299,1	258,1	269,6	279,6	287,9	294,4	298,9	305,4	311,6
Diskonteringsfaktor		1,034	1,072	1,113	1,158	1,207	1,26	1,318	1,38	1,447	1,519	1,597	1,679	1,765
Nåverdi år 1 til T+1	2 998,6	401,7	364,1	324,7	286,5	247,8	204,8	204,5	202,6	199	193,8	187,1	181,9	176,6
Horisontverdien fra T+2	5 959,9													5959,9
Verdien av NDK	11 939,3													
Netto finansiell gjeld	715,9													
Verdi av minoritet	1,3													
Verdi av egenkapital	11 222,1													
Verdiestimat NOK	221,2													

Tabell 11.8: SPD-modellen

Av tabell 11.8 ser vi at verdiestimatet er konsistent med fri kontantstrøm til drift modellen.

11.2.2.3 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekst defineres av Knivsflå (2017p) som:

$$\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) * SPD_t - (1 + ndk_t) * SPD_{t-1}}{1 + ndk_t}$$

Der verdien av netto driftskapital er gitt ved:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)}$$

ASPD-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto resultat fra NDR		517,5													
Kapitalisert verdi år 1	15 115,6	15 115,6													
Superprofittvekst NDK			-26	-30,3	-31,6	-34,9	-43,5	8,5	6,6	4,4	2,1	-0,4	1,7	1,1	1,1
Diskonteringsfaktor			1,034	1,072	1,113	1,158	1,207	1,26	1,318	1,38	1,447	1,519	1,597	1,679	1,765
Nåverdi år 2 til T+2	-130,2		-25,1	-28,3	-28,4	-30,2	-36	6,8	5	3,2	1,4	-0,2	1	0,7	0,6
Kapitalisert verdi	-3 802,7														
Horisontverdien fra T+3	21,4														
Kapitalisert verdi	626,5														21,4
Verdien av NDK	11 939,3														
Netto finansiell gjeld	715,9														
Verdi av minoritet	1,3														
Verdi av egenkapital	11 222,1														
Verdiestimat NOK	221,2														

Tabell 11.9: Endring i SPD-modellen

Av tabell 11.9 ser vi at verdiestimatet er konsistent med fri kontantstrøm til drift modellen og superprofittmodellen.

11.3 Oppsummering

Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetodene gav ulike verdiestimat, men innad i modellene var de ekvivalente. Verdiestimatet avviker med kr 45,4 fra høyeste til laveste beregnede verdi, der egenkapitalmetoden gir den laveste verdien og sysselsatt kapitalmetoden gir den høyeste verdien. I tabell 11.10 og 11.11 oppsummeres forskjellene mellom de ulike modellene.

	FK	SP	ΔSP	Gjennomsnitt
EK-metode	9 164,6	9 164,6	9 164,6	9 164,6
SSK-metode	11 469,1	11 469,1	11 469,1	11 469,1
NDK-metode	11 222,1	11 222,1	11 222,1	11 222,1
Gjennomsnitt	10 618,6	10 618,6	10 618,6	10 618,6

Tabell 11.10: Oppsummering egenkapital presentert i EUR

	FK	SP	Δ SP	Gjennomsnitt
EK-metode	180,6	180,6	180,6	180,6
SSK-metode	226,0	226,0	226,0	226,0
NDK-metode	221,2	221,2	221,2	221,2
Gjennomsnitt	209,3	209,3	209,3	209,3

Tabell 11.11: Oppsummering aksjeverdi presentert i NOK

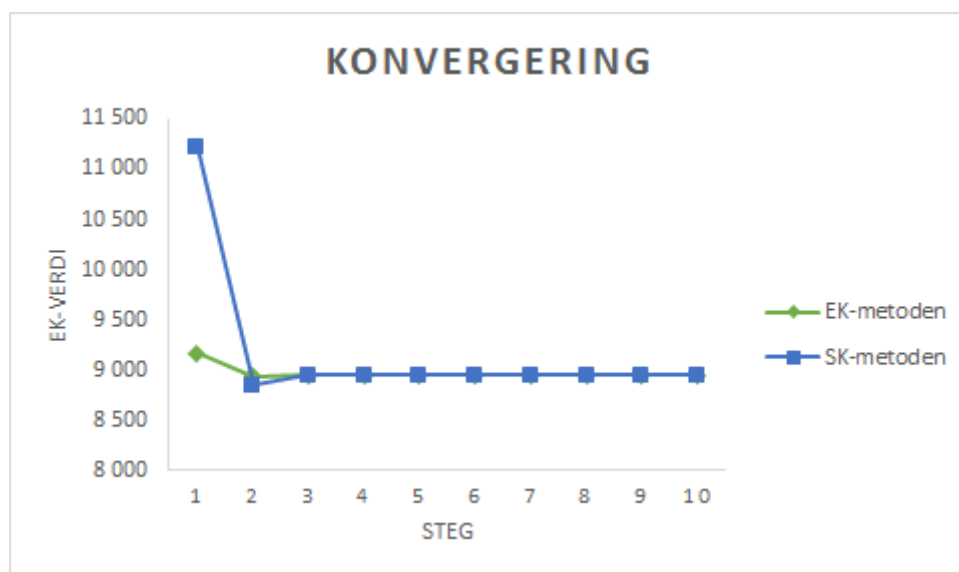
11.4 Verdikonvergens

Så langt har vi regnet ut verdiestimat basert på vekting av avkastningskrav til budsjetterte vekter. Det medførte et avvik mellom egenkapital-, sysselsatt kapital-, og netto driftskapitalmodellen. For å oppnå et felles verdiestimat på de ulike modellene vil det nå gjennomføres en verdikonvergens. Steg 1 ble gjennomført ovenfor hvor vi beregnet vårt beste estimat på verdien til egenkapital basert på budsjetterte vekter. I steg 2 lager vi en verdibalanse fremover i tid basert på verdiene beregnet i steg 1. Deretter gjennomfører vi en vekting av krav med utgangspunkt i verdiene fra steg 1. De oppdaterte kravene benyttes så for å regne ut et nytt gjennomsnittlig verdiestimat (Knivsflå, 2017p). Samme prosess gjennomføres frem til avviket mellom metodene er tilnærmet lik null og vektene er verdivektet.

I verdikonvergens har vi valgt å benytte oss av egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Vi kunne også benyttet sysselsatt kapitalmodellen, men anser det som tilstrekkelig hensiktsmessig å lage en konvergens basert på to av modellene siden verdiestimatet ikke påvirkes av antall modeller. Innad i metodene har vi valgt å konvergere basert på fri kontantstrøm til drift- og superprofittmodellen. Modellen under egenkapital- og netto driftskapitalmetodene gir samme svar og det anses derfor som tilstrekkelig å konvergere to av dem. Resultatet fra konvergeringen vil presenteres i tabell 11.12.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK-metoden	9 164,6	8 932,1	8 943,4	8 942,7	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8
SK-metoden	11 222,1	8 849,4	8 947,1	8 942,6	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8
Gjennomsnitt	10 193,3	8 890,8	8 945,3	8 942,7	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8	8 942,8
Gjennomsnittlig Aksjeverdi	200,9	175,2	176,3	176,3	176,3	176,3	176,3	176,3	176,3	176,3
Avvik %	20,18 %	-0,93 %	0,04 %	-0,0020 %	0,00009 %	-0,0000046 %	0,00000021 %	-0,000000010 %	0,0000000005 %	0,0000000000 %

Tabell 11.12: Verdikonvergens



Figur 11.1: Konvergering

For å oppnå ønsket avvik på tilnærmet lik null mellom de ulike modellene ble konvergeringsprosessen gjennomført i 10 steg. Avviket mellom modellene synker kraftig fra steg 1 til steg 2, for så å stagnere gradvis. Avviket er tilnærmet lik null i steg 5, men vi gjennomførte konvergeringen i ytterligere 5 omganger for å være sikker på at avviket var tilstrekkelig redusert. Konvergeringsprosessen resulterte i en egenkapitalverdi på 8 942,8 millioner euro og en aksjeverdi på kr 176,3 per aksje.

11.5 Usikkerhet i verdiestimatet

Verdiestimatet beregnet overfor er et punktestimat basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Vår forventning for fremtiden er et beste estimat basert på historiske regnskapstall, strategisk analyse og tilgjengelig informasjon. For å danne oss en mening om fremtiden ble mange forutsetninger tatt. Et resultat av dette er at estimatet inneholder mange usikre momenter ettersom utviklingen i fremtiden er ukjent. Det er en fare for at estimatet vårt er for positivt siden finansanalytikere gjerne ønsker å finne ut hva potensialet i selskapet er, fremfor å nøkternt vurdere fremtiden (Knivsflå, 2017q). Forhold som i realiteten vil gi liten fordel for selskapet kan eksempelvis trekkes i positiv retning. Samtidig baserer verdivurderingen seg på offentlig tilgjengelig informasjon, hvor store deler av informasjonen

er innhentet fra rapporter som er utarbeidet av Marine Harvest. Problemet med dette er at selskapet selv ofte ønsker å fremstille informasjon så positivt som mulig og det er lett å bli påvirket av deres vinkling. Dermed er det en risiko for at fremtidsregnskapet bygger på for positive forutsetninger.

For å synliggjøre denne usikkerheten vil vi gjennomføre en simulering og sensitivitetsanalyse i analyseverktøyet Crystal Ball i Excel. Før simuleringen gjennomføres vil vi imidlertid legge inn en ekstra konkurssrisiko, siden denne til tider er undervektet i praksis.

11.5.1 Konkursrisiko

Konkursrisikoen er bygd inn i kravet gjennom den syntetiske ratingen. Til tross for dette blir som nevnt konkurssrisikoen litt undervektet i praksis. Vi ønsker derfor å legge inn en ekstra konkurssrisiko. Det gjøres på følgende måte (Knivsflå, 2017q):

$$VEK = (1 - p_{kort}) * FVEK + p_{kort} * LVEK$$

FVEK = fundamental verdi av egenkapital gitt fortsatt drift, LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapital, p = sannsynlighet for konkurs kortsiktig.

En kortsiktig sannsynlighet brukes ettersom fundamental verdi av egenkapital gitt fortsatt drift i prinsippet er justert for konkurs, men ikke tilstrekkelig justert. Vi fastsatte Marine Harvest sin kredittrating til BBB for fremtiden. Det gir en konkurssannsynlighet på 0,3%.

Likvidasjonsverdien av selskapet er ofte tilnærmet lik null, det skyldes at eiendeler blir solgt ut billigere enn om fortsatt drift forutsetning holdt. Som nevnt i avsnitt 6.1.1 skyldes dette blant annet at eiendeler verdsettes under forutsetningen om videre drift, om denne forutsetningen faller bort vil mange eiendeler kreve nedskrivning. All kapital som kommer inn vil således gå med til å dekke så mye som mulig til kreditorene. Verdien vil imidlertid aldri kunne bli negativ, det er en konsekvens av ansvarsbegrensningsregelen i allmennaksjeloven §1-2, hvor det fremkommer at en aksjonær ikke kan holdes personlig ansvarlig for gjeld i et ASA. Verdiestimatet med ekstra innlagt konkurssrisiko blir som følger:

$$VEK = (1 - 0,003) * 176,3 + 0,003 * 0 = 175,7$$

Når den ekstra konkurrisikoen er inkludert får vi et verdiestimat på kr 175,7 per aksje. Endringen er minimal og utgjør kr 0,6. Selv om endringen er minimal velger å gå videre med verdiestimatet på kr 175,7 slik at en ekstra konkurrisiko er ilagt verdiestimatet.

11.5.2 Crystal Ball

Simuleringen og sensitivitetsanalysen vil som nevnt gjennomføres i analyseverktøyet Crystal Ball i Excel. Først vil en Monte Carlo simulering gjennomføres, deretter en sensitivitetsanalyse.

11.5.2.1 Simulering

Simuleringen gir oss mulighet til å analysere effekten ulike kritiske budsjett- og verdidrivere har på aksjeprisen (Oracle, u.å-a). Effekten kommer frem ved at flere kritiske budsjett- og verdidrivere endres samtidig slik at usikkerheten i verdiestimatet blir synliggjort.

Før simuleringen gjennomføres må valgte budsjett- og verdidriverne gjøres til usikre, også kalt stokastiske, variabler slik at vi får frem fordelingen i verdiestimatet fremfor i punktestimatet (Knivsflå, 2017q). De driftsrelaterte budsjett- og verdidriverne vi anser som mest kritiske for estimatet og ønsker å fokusere på i simuleringen er; driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløp til netto driftskapital. I tillegg ønsker vi å se nærmere på kritiske variabler som påvirker avkastningskravene, derunder egenkapitalbeta, risikofri rente og markedsrisikopremie. Det kan argumenteres for at alle variabler i fremtidsregnskapet og kravene bør gjøres stokastiske ettersom alle vil være usikre. Det er imidlertid omfattende å gjøre alle variabler stokastiske. Gitt vår tidsbegrensning anser vi det derfor som mest hensiktsmessig å fokusere på de valgte variablene.

Ulike fordelinger kan brukes i simuleringen. Vi vil benytte både normal- og uniformfordeling ut i fra hva som ansees som mest hensiktsmessig. På kort sikt kan standardavviket som brukes i fordelingen settes basert på Marine Harvest eller bransjens historiske standardavvik for variabelen. Alternativt kan standardavviket settes basert på skjønn om det historiske standardavviket ikke virker rimelig. På mellomlang sikt vil normalt usikkerheten øke noe

ettersom det er vanskeligere å predikere variabler lengre frem i tid. Dermed bør standardavviket på mellomlang sikt justeres noe opp fra kortsiktig standardavvik. På langt sikt vil selskapet gå inn i konstant vekst og usikkerheten vil til en viss grad reduseres. Dette skyldes at økonomisk teori gir innsikt som vil avgrense usikkerheten. (Knivsflå, 2017q).

Kritiske budsjett- og verdidrivere

Driftsinntektsvekst

Historisk standardavvik for Marine Harvest sin driftsinntektsvekst er 0,100, mens bransjens er 0,090. Standardavvikene er ganske høye noe som kan skyldes at historisk analyseperiode i hovedsak tar for seg en oppgangskonjunktur, samt at Marine Harvest opererer i en syklisk bransje. Følgelig vil variasjonen bli stor fra inngangssåret 2012 som var et bunnpunkt og 2017T som er et toppår så langt. Variasjonene ville trolig blitt noe jevnet ut om vi også hadde fått med en nedgangssyklus i analyseperioden.

Gitt vår forventning om at lakseprisene vil stabilisere seg i fremtiden er det lite sannsynlig at standardavviket vil være like stort i fremtiden. Vi anser det derfor som mest hensiktsmessig å fastsette standardavviket basert på skjønn på kort sikt. Frem til midtpunktet i 2022 har vi ikke forutsatt lineærvekst, følgelig vil vi anslå et individuelt standardavvik for hvert punkt.

Usikkerheten på kort sikt vil i hovedsak avhenge av prisen på laks ettersom produksjonsvolum begrenses av konsesjonsordningen. På kort sikt mener vi at forwardprisene gir en god indikasjon på prisutviklingen og vi har pålitelig informasjon. Usikkerheten anses derfor ikke som stor på kort sikt og standardavviket settes til 0,003 med normalfordeling i punkt 1 (2018) og punkt 2 (2019). Etter dette forventer vi imidlertid at usikkerheten vil øke noe ettersom det blir vanskeligere å forutse prisene og innhente pålitelig informasjon jo lengre frem i tid vi kommer. I punkt 3 (2020) og punkt 4 (2021) settes derfor standardavviket henholdsvis til 0,035 og 0,04 med normalfordeling.

I midtleddet 2022 forventer vi at usikkerheten øker ytterligere som følge av enda større usikkerhet knyttet til prisene og produksjonsvolum. Det er vanskelig å forutse om næringen har lyktes med å redusere de biologiske utfordringene innen denne tid og således økt produksjonsvolumet. Hvorvidt de klarer å løse disse utfordringene vil igjen påvirke

utviklingen i pris som i stor grad avhenger av produksjonsvolum. Standardavviket settes derfor til 0,045 med normalfordeling.

I terminalleddet 2028 er selskapet i konstant vekst og forventningsverdien er satt til 2% basert på forventet inflasjon og vekst i verdensøkonomien. I konstant vekst er det ikke forventet at veksten vil synke betydelig under inflasjonsforventningen på 2%. Det forventes heller ikke at den vil overstige grenseverdien for vekst i verdensøkonomien på 5%, men heller ligge noe under denne. Det anses like sannsynlig at veksten vil stige som synke i fremtiden, og vi velger derfor en uniformfordeling med grensene 1,010 – 1,030.

Driftsinntektsvekst	År	Forventning	Fordeling	Standardavvik
Budsjettpunkt 1	2018	0,970	N	0,030
Budsjettpunkt 2	2019	1,050	N	0,030
Budsjettpunkt 3	2020	1,050	N	0,035
Budsjettpunkt 5	2021	1,060	N	0,040
Budsjettpunkt M	2022	1,065	N	0,045
Budsjettpunkt T	2028	1,020	U	1,010-1,030

Tabell 11.13: Fordeling driftsinntektsvekst

Netto driftsmargin

Historisk er standardavviket til netto driftsmargin 0,052 for både Marine Harvest og bransjen. Det er i utgangspunktet ikke unormalt høyt, men gitt at lakseprisene stabiliserer seg i fremtiden forventer vi av samme grunner som for driftsinntektsveksten at også netto driftsmargin vil stabilisere seg mer enn den har gjort historisk. Netto driftsmargin settes derfor noe lavere enn historisk til 0,020 med normalfordeling i punkt 1 i 2017T. Standardavviket til netto driftsmargin settes litt lavere enn for driftsinntektsveksten siden sistnevnte historisk har variert mer. På mellomlang sikt forventer vi en økning i usikkerheten og skalerer opp usikkerheten med 1,5 for midtleddet i 2023. Den økte usikkerheten vil også her avhenge av fremtidig produksjonsvolum og prisen på laks. Standardavviket i punkt M settes dermed til 0,030 med normalfordeling. I konstant vekst fra 2028 er forventningen at netto driftsmargin har stabilisert seg på 9%. Vi forventer ikke at marginen vil synke noe særlig under nivået i 2015, samtidig tror vi ikke marginen vil være over 11% på sikt ettersom konkurransekraftene

vil virke inn og presse ned lønnsomheten. På bakgrunn av dette velger vi en uniformfordeling og setter grensen til 0,070-0,110.

Netto driftsmargin	År	Forventning	Fordeling	Standardavvik
Budsjettpunkt 1	2018	0,140	N	0,020
Budsjettpunkt M	2023	0,087	N	0,030
Budsjettpunkt T	2028	0,090	U	0,070-0,110

Tabell 11.14: Fordeling netto driftsmargin

Omløp til netto driftseiendeler

Historisk standardavvik for omløp til nettodriftseiendeler er 0,155 for Marine Harvest og 0,201 for bransjen. Begge er høye og kan, som for de to andre variablene, forklares med at de historiske tallene i stor grad bygger på en oppgangskonjunktur, samt at Marine Harvest er i en syklisk bransje. Standardavviket vil følgelig fastsettes basert på skjønn. På kort sikt i budsjettpunkt 1 (2018) nedjusteres det til 0,060 med normalfordeling. I midtpunktet 2022 vil usikkerheten øke noe som følge av dårligere informasjonsgrunnlag og vi skalerer standardavviket opp med 1,5. Standardavviket i budsjettpunkt M blir dermed 0,090 med normalfordeling. På langt sikt i konstant vekst forventer vi lavere usikkerhet og reduserer standardavviket til 0,05 med normalfordeling.

Omløp til netto driftseiendeler	År	Forventning	Fordeling	Standardavvik
Budsjettpunkt 1	2018	1,240	N	0,060
Budsjettpunkt M	2022	1,300	N	0,090
Budsjettpunkt T	2028	1,340	N	0,050

Tabell 11.15: omløp til netto driftseiendeler

Andre usikre variabler

Andre variabler vi ønsket å se nærmere på som er sentrale i fremtidsregnskapet er egenkapitalbeta, risikofri rente og markedsrisikopremie. Det er vesentlig usikkerhet knyttet opp til disse variablenes utvikling i fremtiden og eventuelle endringer i disse vil ha stor påvirkning på kravene og rentabilitet.

For å fastsette standardavvik for egenkapitalbeta brukes historisk standardavvik på 0,039 med normalfordeling. Her er formålet å se på hvordan betaen i fremtidsregnskapet vil variere om inngangsbetaen (2017T) endrer seg. Ved å gjøre denne variabelen stokastisk får vi frem hvor mye en endring i egenkapitalbeta vil påvirke estimatet gjennom at kravene endres.

Videre ønsker vi å se på hvordan risikofri rente endrer seg når forventningen til den 10-årige tyske statsobligasjonsrenten endrer seg i budsjettpunkt T (2028). På kort sikt er det lite usikkerhet knyttet opp til statsobligasjonsrenten ettersom tilgjengelig informasjon er pålitelig. På langt sikt er det imidlertid en del usikkerhet rundt hvordan statsobligasjonsrenten vil utvikle seg. Den har vært svært lav i de senere år som følge av en lav tro på fremtiden og det er usikkert om renten noensinne vil ta seg opp til det som tidligere har blitt ansett som et "normalt" nivå, eller om den vil stabilisere seg på et lavere nivå. For å se på hvilken varians en endring i statsobligasjonsrenten vil medføre vil vi se hva som skjer om den ligger et sted mellom 0,015 og 0,035 i en unifromfordeling.

Det er også stor usikkerhet knyttet til markedsrisikopremien og hva den bør være når risikofrirente er relativt lav. Vi har valgt å legge oss på det samme nivå i fremtiden som ble benyttet i den historiske analyseperioden. Hvorvidt dette estimatet vil være representativ for hele analyseperioden er usikkert ettersom vi forventer at risikofri rente vil øke. Samtidig er det usikkert hvilken verdi markedsrisikopremien faktisk vil ha. Vi velger derfor å benytte en uniformfordeling med forventningsverdien 7,1% og grenseverdiene 0,061 – 0,081 for å få frem hvor stor varians en ending vil medføre.

Andre usikre variabler	År	Forventning	Fordeling	Standardavvik
Egenkapitalbeta	2017	0,533	N	0,039
Risikofri rente	2028	0,025	U	0,015-0,035
Markedsrisikopremie	2018	0,071	U	0,061-0,081

Tabell 11.16: Fordeling andre usikre variabler

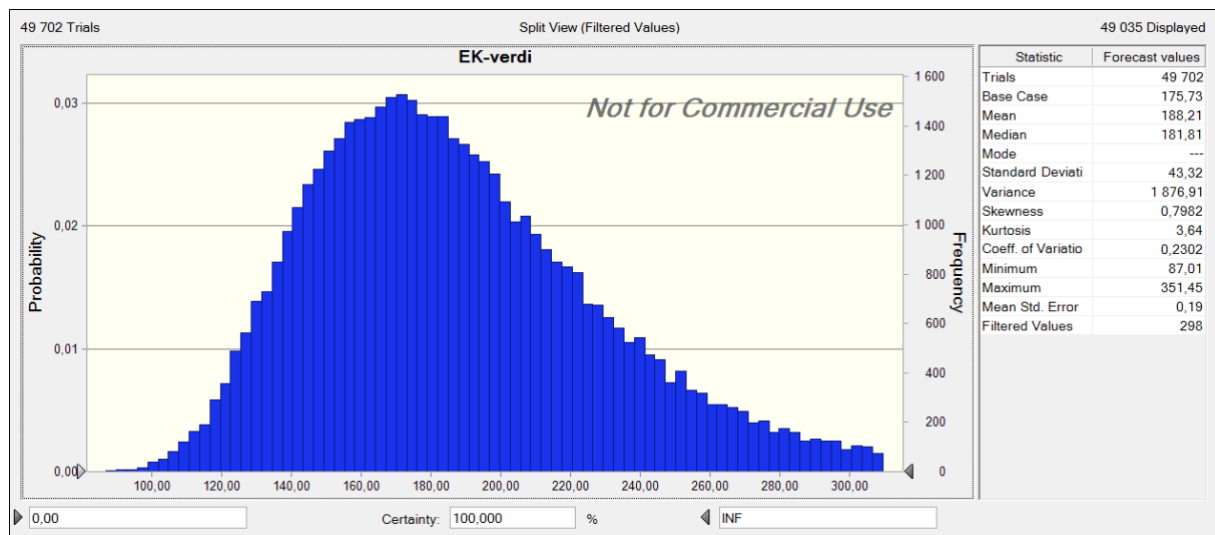
Simulering

En Monte Carlo-analyse i Crystal Ball vil nå gjennomføres med utgangspunkt i de overnevnte forutsetningene. Før analysen gjennomføres er det imidlertid viktig å vurdere om trekningene kan være korrelerte. Knivsflå (2017q) anfører at det innebærer at utfallet av en trekning kan

påvirke utfallet av en eller flere andre trekninger. Korrelasjoner bør være basert på økonomisk teori eller kjente empiriske sammenhenger. Visse sammenhenger er kjent, som blant annet; at selskaper med høy driftsmargin tenderer til å ha lavt omløp på netto driftskapital og at selskaper med høy driftsmargin er mer tilbøyelige for å ta en høyere finansiell risiko.

Som vi har sett av tidligere analyser, har Marine Harvest hatt en høy netto driftsmargin i store deler av analyseperioden. Noe som ifølge overnevnte indikerer at den kan ha et lavt omløp på netto driftseiendeler. Av lønnsomhetsanalysen i avsnitt 8.2.2 og tabell 8.6 så vi at omløpet til netto driftseiendeler i enkelte år øker i takt med netto driftsmargin, mens den i andre år synker når netto driftsmargin øker. Det vil si at de to faktorene ikke nødvendigvis korrelerer, men beveger seg uavhengig av hverandre. Med utgangspunkt i dette blir det vanskelig å fastsette om det er en negativ korrelasjon mellom disse, og vi velger derfor å ikke legge inn en korrelasjon i analysen.

For å unngå at simuleringen inkluderer ekstremverdier settes visse begrensninger for utgangsverdien. Vi setter en nedre- og øvre grense for aksje verdien på henholdsvis kr 0 og kr 351,5. Minimumsverdien settes til null ettersom det er den laveste verdien aksjeeiere kan oppnå om selskapet skulle gå konkurs jf. tidligere diskusjoner i avsnitt 11.5.1. Øvre grense settes basert på skjønn til det dobbelte av estimert verdi siden vi ikke anser det som sannsynlig at estimatet vårt vil mer enn dobles. Ved å sette disse kriteriene unngår vi at ekstremverdier som ikke gjenspeiler virkeligheten påvirker resultatet. Simuleringen kjøres 50 000 ganger og presenteres i figur 11.2 under. Som følge av kriteriene vi satte ser vi at 298 trekninger blir filtrert bort.

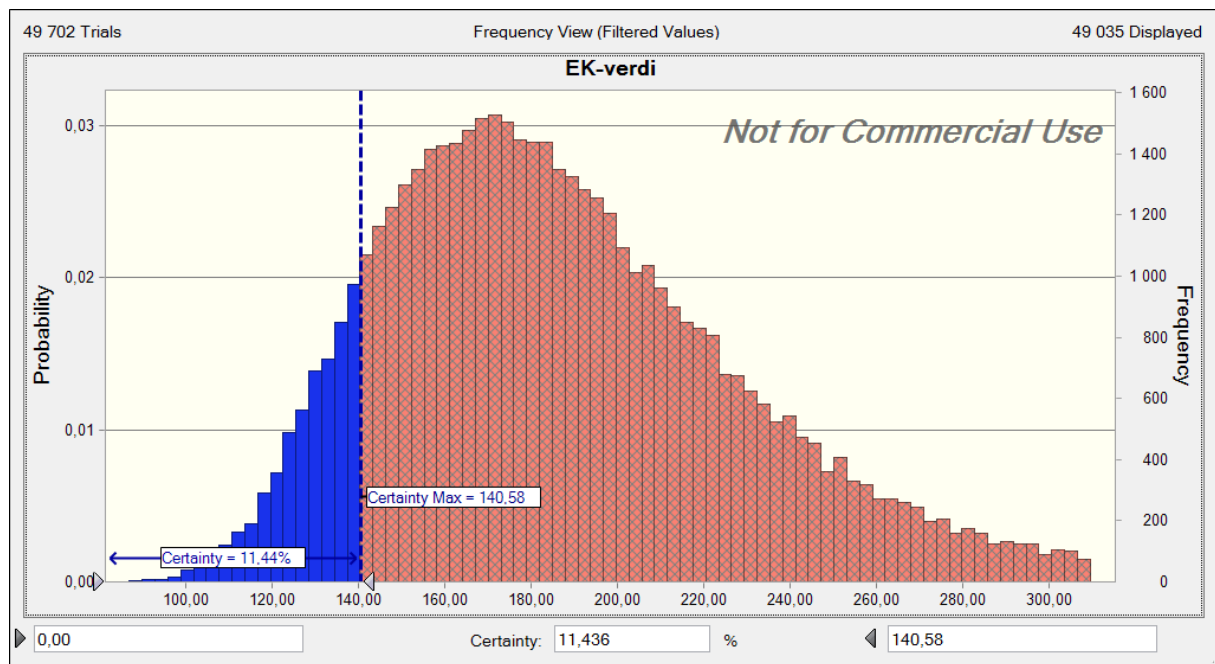


Figur 11.2 Monte Carlo simulering

Av figur 11.2 ser vi at simuleringen gir en gjennomsnittlig aksjeverdi på kr 188,2 og en medianverdi på kr 181,8. Begge er følgelig høyere enn vår prediksjon på kr 175,7. Figuren er relativt normalfordelt, men har en litt høyretung hale. Dette bekreftes av en skewness på 0,7982 og kurtosis på 3,6. Der skewness representerer avviket mot en høyere eller lavere verdi enn estimert. Her er skewness positiv noe som vil si at det er større sannsynlighet for at aksjeverdien ligger over vårt estimat, fremfor under. Kurtosis på sin side måler formen på distribusjonens hale, der en tykkere hale fører til høyere kurtosis. Denne måler altså tendensen aksjen har til å hoppe i verdi. Nullpunktet for kurtosis er 3, følgelig har vi en noe positiv kurtosis som altså indikerer at aksjen har en tendens til å hoppe opp i verdi. (Damodaran, 2012, p. 60). Variasjonskoeffisienten er 23,02% og sier noe om hvor mye estimert verdi varierer i forhold til gjennomsnittsverdien. Den kan brukes til å sammenligne variansen til to eller flere estimat (Oracle, u.å-b). En variasjonskoeffisient på 23,02% bekrefter dermed mistanken om at det er en del usikkerhet i verdiestimatet.

Nedsiderisiko

Simuleringen vi har gjennomført kan brukes til å finne nedsiderisikoen for Marine Harvest. Nedsiderisikoen viser sannsynligheten for at verdien av en aksje er lavere enn estimert verdi (Knivsflå, 2017q). Vi velger å sette vår grense til 80% av forventet verdi, slik at alle verdier som ligger 20% eller mer under forventet verdi tas med.



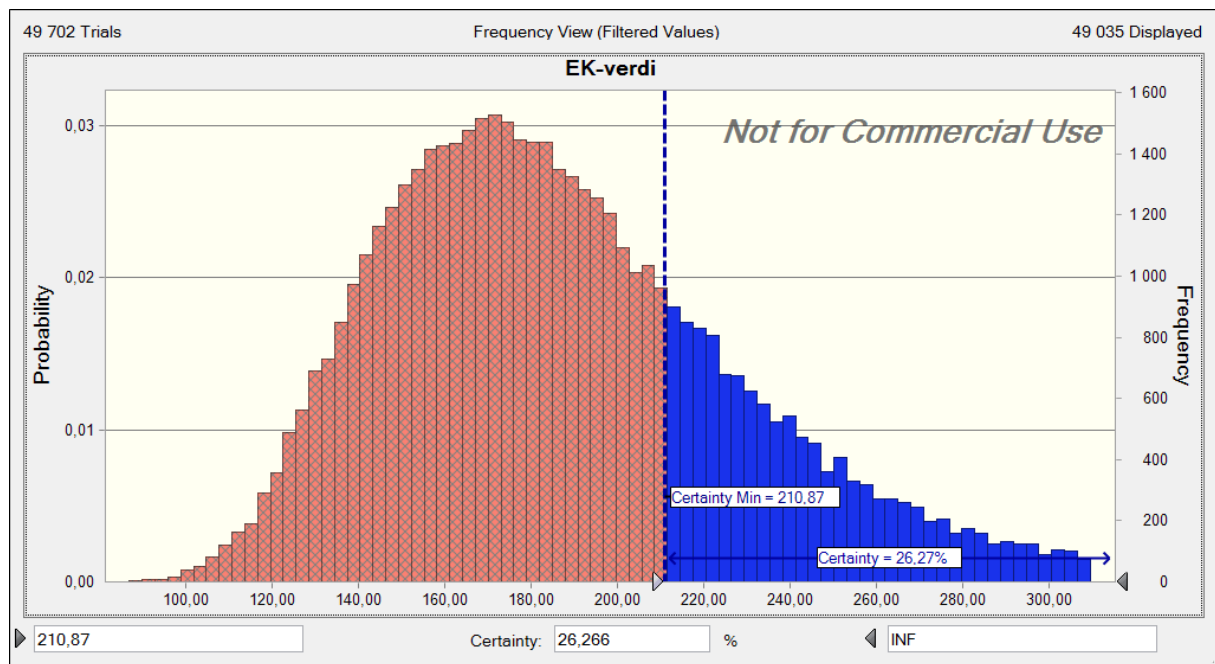
Figur 11.3 Monte Carlo simulering – nedsiderisiko

Av figur 11.3 ser vi at det er 11,44% sannsynlighet for en verdi under kr 140,6.

Nedsiderisikoen i aksjen er dermed ikke spesielt høy og det anses som lite sannsynlig at aksjens verdi ligger under denne grensen.

Oppside potensiale

Det er også interessant å se på oppside potensialet i selskapet. Oppside potensialet sier noe om sannsynligheten for at aksjens verdi er høyere enn estimert verdi (Knivsflå, 2017q). Vi setter grensen til 120% av forventet verdi, slik at alle verdier som er 20% eller mer over forventet verdi inkluderes.



Figur 11.4 Monte Carlo simulering – oppside potensiale

Av figur 11.4 ser vi at det er 26,27% sannsynlighet for at verdien ligger over kr 210,9. Oppside potensialet til Marine Harvest er dermed betraktelig større enn nedsiderisikoen. Totalt ser vi at det er rundt 60% sannsynlighet for at aksjens verdi ligger innenfor et intervall på +/- 20% av estimert verdi.

Sensitivitet i simuleringen

Det er også interessant å se nærmere på hvilke variabler i simuleringen som tilfører verdiestimatet mest varians. Ved å se på simuleringens sensitivitet får vi et innblikk i hvor mye av variasjonen i verdiestimatet som skyldes variasjonen i den enkelte usikre variabel (Knivsflå, 2017q). Resultatet fra Crystal Ball presenteres i tabellen under.

Budsjett variabler	Sensitivitet
Netto driftsmargin i budsjettpunkt T	22,00 %
Risikofri rente T	-20,20 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M	12,60 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt T	10,80 %
Markedsrisikopremie	-9,70 %
Egenkapitalbeta	-7,60 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt M	6,00 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 1	1,70 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 4	1,10 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 1	1,00 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 3	1,00 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 2	0,80 %
Omløp til netto driftseiendeler i budsjettpunkt T	0,40 %
Omløp til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 1	0,00 %
Omløp til netto driftseiendeler i budsjettpunkt M	0,00 %

Tabell 11.17: sensitivitet i simuleringen

Av tabell 11.17 ser vi at variasjonen i verdiestimatet i stor grad avhenger av netto driftsmargin i konstant vekst og hvordan risikofri rente utvikler seg i budsjettpunkt T. Videre ser vi også at driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M og T vil ha en vesentlig innvirkning på verdiestimatet. Disse fire variablene utgjør til sammen 65,6% av variasjonen i verdiestimatet. Vi ser også at de variablene som har minst påvirkning på variasjonen i verdiestimerer er omløp til netto driftseiendeler som har en virkning tilnærmet lik null.

At netto driftsmargin i konstant vekst tilfører verdiestimatet så stor varians understreker hvor viktig det er at denne budsjettdriveren estimeres rett. En liten feilestimering i denne variabelen vil ha vesentlig effekt på vårt endelige verdiestimat. Videre får simulering frem viktigheten av at Marine Harvest klarer å være kostnadseffektive og utnytte de fordelene vi i den strategiske analysen fant at de var i besittelse av. Om de klarer det vil netto driftsmargin øke og gi et positivt utslag på egenkapitalverdien. Dette er noe Marine Harvest selv sier de jobber kontinuerlig med, blant annet ved å gjøre seg til et helintegrert selskap og være mindre avhengig av spotprisene gjennom terminkontrakter. Hvorvidt de klarer dette i fremtiden er vanskelig å forutsi, noe som resulterer i stor usikkerhet rundt denne variabelen.

Risikofri rente er den variabelen som tilfører nest mest varians til verdiestimatet. Dette til tross for at den ikke endrer selskapsverdien direkte, men indirekte gjennom kravene. Det er

som diskutert tidligere vanskelig å forutse hvilket nivå den vil stabilisere seg på i fremtiden, men det er forventet at den vil øke. Hvorvidt vi har klart å beregne denne rett vil være utslagsgivende på verdiestimatet. Er den satt for lavt overvurderer vi verdien, motsatt om den er satt for høyt. Således tilfører denne variabelen stor usikkerhet i estimatet siden variansen er stor og det er vesentlig usikkerhet rundt vår antakelse om fremtidig rente.

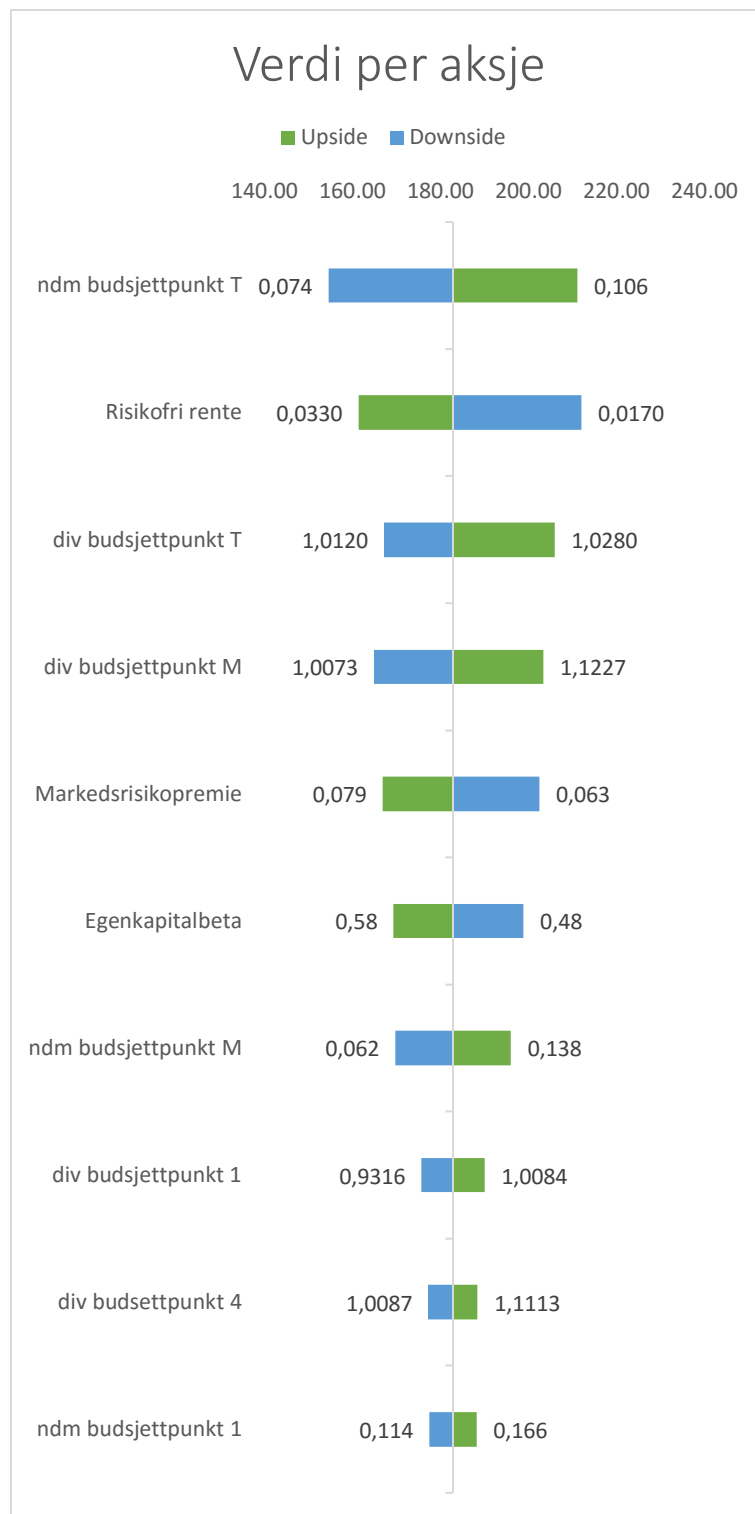
Driftsinntektsveksten både i budsjett punkt M og T tilfører også betydelig varians til verdiestimatet. En endring i forventet driftsinntektsvekst vil dermed kunne gi betydelig utslag på verdiestimatet. Det er imidlertid ikke knyttet like stor usikkerhet opp til utviklingen av denne variabelen på langt sikt som for de to overfor nevnte variablene, ettersom økonomisk teori begrenser usikkerheten i estimatet på langt sikt. En viss usikkerhet er det imidlertid som følge av den lave veksten i økonomien. Det er usikkerhet knyttet til om denne vil ta seg opp til nivået den har vært på før eller ikke. Dermed tilfører også denne variabelen betydelig usikkerhet til vårt estimat.

Det er stor usikkerhet knyttet til vårt prisestimat og verdsettelsen vil således avhenge av om våre forventninger knyttet til de mest kritiske faktorene holder på lang og mellomlag sikt.

11.5.2.2 Sensitivitet

Tornadoanalyse

Vi gjennomfører også en Tornadoanalyse for å se hvordan aksjeprisen utvikler seg når kritiske variabler endres og alt annet holdes likt. På den måten får Tornadoanalysen frem variansen i den enkelte variabel og hjelper oss med å bestemme hvilke variabler som er viktigst (Oracle, u.å-b). I tornadoanalysen valgte vi å skille ut alle variabler som var under 1% i sensitivitetsanalysen ovenfor, ettersom disse ikke antas å ha en vesentlig virkning på verdiestimatet ved en endring innenfor de gitte standardavvikene. Resultatet presenteres i figur 11.5.



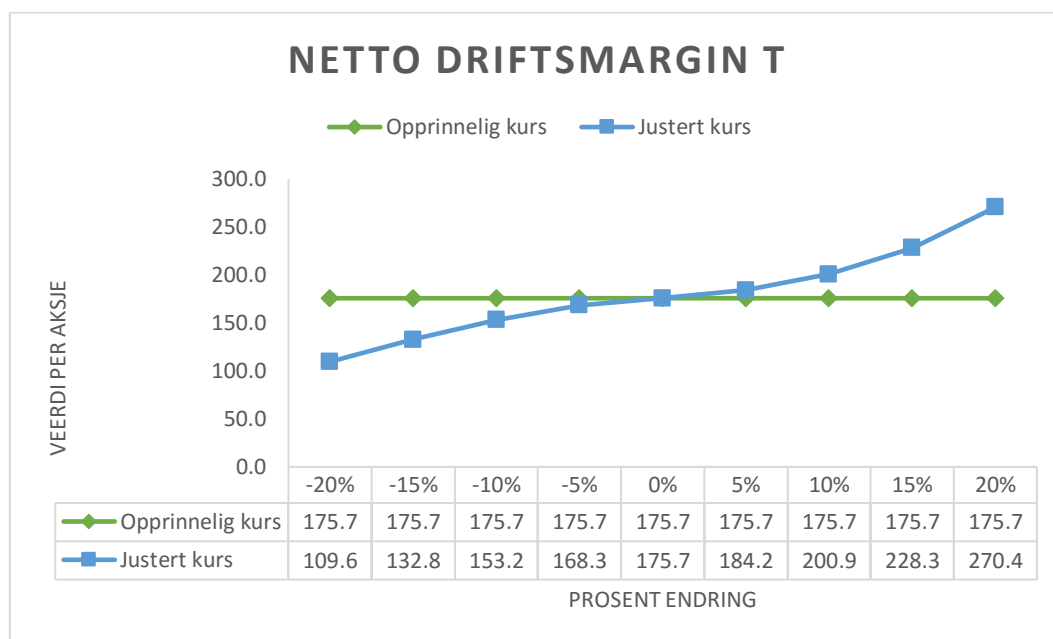
Figur 11.5 Tornadoanalyse

Av figur 11.5 ser vi at det er de samme variablene som hadde størst varians i sensitivitetsanalysen som vil tilføre størst varians til verdiestimatet her også.

I figuren representerer oppsiden den øvre grensen i variablene og nedside den nedre grensen. Det vil si at dersom eksempelvis netto driftsmargin i T øker til 10,6% øker aksjeverdien til omtrent kr 211,0. Motsatt om nettodriftsmargin faller til 7,4%. Da vil aksjeverdien falle til omtrent kr 154,0. For risikofri rente ser vi motsatt effekt; når 10-årig tysk statsobligasjon øker til 3,3% synker aksjeverdien til kr 161,0 og motsatt effekt om renten synker. Tornadoanalysen viser dermed hvordan estimatet endrer seg fra vårt estimat gitt at en av variablene endrer seg.

Simuleringen og Tornadoanalysen har gitt oss en god innsikt i hvilke kritiske variabler som tilfører verdiestimatet mest varians. Vi ønsker derfor å se litt nærmere på hvordan verdiestimatet endres når den enkelte variabel endres innenfor et +/- 20% intervall. Ved å gjøre dette får vi frem effekten en endring i den enkelte variabel har på verdiestimatet når alt annet holdes likt. Vi ønsker å se nærmere på de to mest kritiske faktorene netto driftsmargin i budsjett punkt T og risikofri rente.

Netto driftsmargin i budsjett punkt T

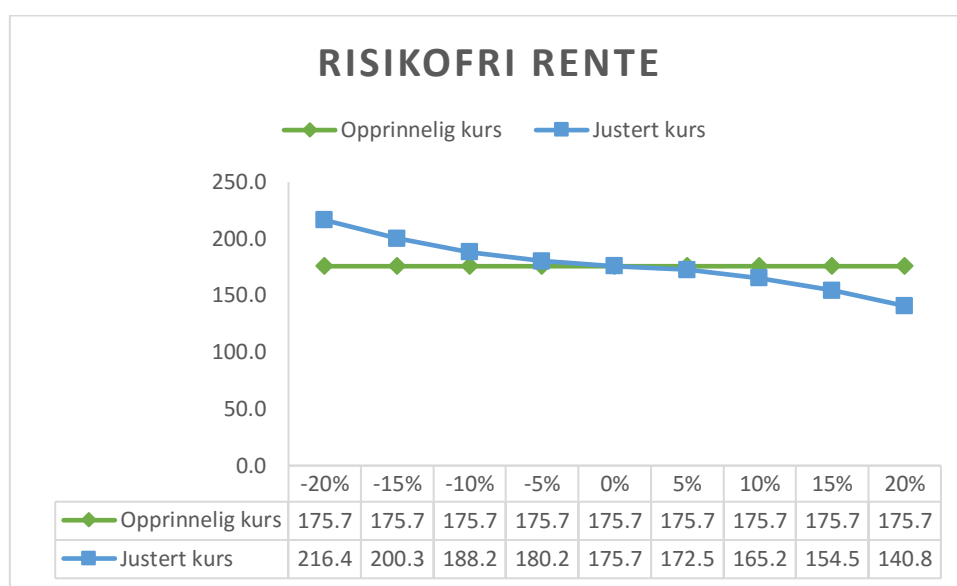


Figur 11.6 Effekt av endring i netto driftsmargin

Av figur 11.6 ser vi at en endring i netto driftsmargin i budsjett punkt T innenfor et +/- 20% intervall vil ha en betydelig innvirkning på verdiestimatet per aksje. Om netto driftsmargin

synker med 20% (ndm T = 5,2%) fra forventet verdi vil aksjeverdien bli så lav som kr 109,6 per aksje. Noe som understreker hvor viktig det er for Marine Harvest å opprettholde en så høy netto driftsmargin som mulig. Samtidig ser vi at om effekten går motsatt vei og netto driftsmargin øker med 20% (ndm T = 14,3%) fra forventet verdi vil aksjeverdien øke til kr. 270,4 per aksje. Vi ser også av figur 11.6 at en økning i netto driftsmargin T får større utslag enn en tilsvarende reduksjon.

Risikofri rente



Figur 11.7 Effekt av endring i netto driftsmargin

Av figur 11.7 ser vi at også en endring innenfor et +/- 20% intervall for den 10-årige statsobligasjonsrenten i budsjettpunkt T vil ha en stor innvirkning på verdiestimatet per aksje. Virkningen er imidlertid mindre enn for en verdiendring i netto driftsmargin i budsjettpunkt T. Dersom den 10-årige tyske statsobligasjonsrenten avviker med -20% fra forventet verdi vil den reduseres til 1,5% og verdiestimatet øker til kr 216,4 per aksje. Motsatt om faktisk verdi avviker med 20% fra forventet verdi vil renten øke til 4,0%. Dermed reduseres verdiestimatet til kr 140,8 per aksje. Her ser vi altså at en reduksjon i renten vil ha større utslag på verdiestimatet enn en økning i renten.

11.5.2.5 Oppsummering Crystal Ball og sensitivitetsanalyse

Simuleringen i Crystal Ball og sensitivitetsanalysen viser at det er stor varians i verdiestimatet. Små endringer i enkelt variabler vil kunne føre til en relativt stor endring i verdiestimatet. Vi ser også at flere av de variablene det er knyttet størst usikkerhet til i fremtiden er de som inneholder størst varians. Crystal Ball får således frem usikkerheten knyttet til verdiestimatet.

Simuleringen presenterte tre ulike aksjeverdier, vårt beste estimat på kr 175,7, en gjennomsnittsverdi på kr 188,2 og en median på kr 181,8. Den viste også at oppsidepotensialet er større enn nedsiderisikoen. Dermed er sannsynligheten større for at aksjeverdien ligger et sted over vårt verdiestimat enn under. Det kan således argumenteres for at medianen er et bedre estimat enn vårt opprinnelige. Simuleringen ble imidlertid gjennomført for å vise usikkerheten i verdiestimatet samt at avviket fra vårt estimat ikke er betydelig. Vi velger derfor å beholde vårt opprinnelige konkursjusterte estimat på kr 175,7 per aksje. Det er imidlertid viktig å ha med seg fra sensitivitetsanalysen og simuleringen at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet.

12. Komparativ verdsettelse

Som tidligere nevnt, vil vi i tillegg til den fundamentale verdsettelsen foreta en komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatormodeller. I kapittel 3 valgte vi å benytte oss av disse to metodene ut i fra hvor selskapet befinner seg i livssyklusen.

Multiplikatormodeller innebærer at man sammenligner egenkapitalen eller selskapskapitalen relativt til andre komparative selskap. Vi vil videre presentere de to metodene.

Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsetter man egenkapitalen direkte ved å multiplisere en verdimultiplikator med en basis, som eksempelvis egenkapital eller fortjeneste (Knivsflå, 2017r).

$$\text{Verdi av egenkapital} = m_K * \text{basis}$$

Hvor m_K er den komparative multiplikatoren

Ved bruk av selskapskapitalmetoden verdsetter man egenkapitalen indirekte ved å trekke netto finansiell gjeld fra selskapskapitalens verdi (Knivsflå, 2017r).

$$\text{Verdi av egenkapital} = VSK - NFG = m_K * \text{basis} - NFG$$

Hvor VSK er lik verdien av selskapskapital og NFG er netto finansiell gjeld.

For alle modellene er det krav om at basis må være positiv, samt at den må være konsistent med telleren. Dette vil si at dersom fortjenesten per aksje er negativ så må man finne en annen basis for den videre verdsettelsen, samt at hvis telleren er aksjekurs så må basis være et mål på resultat til egenkapital per aksje, kontantstrøm til egenkapital per aksje (Knivsflå, 2017r).

For beregning av de ulike multiplikatorne vil vi benytte oss av både selskapskapitalmetoden Egenkapitalmetoden vil ikke bli benyttet ettersom den er svært sensitiv for selskapets kapitalstruktur.

Vi vil benytte de mest brukte multiplene pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBIT (Damodaran, 2012, p. 468), samt en ikke-finansiell multippel som vi anser som relevant for oppdrettsnæringen, EBIT/Kg.

Vi vil videre benytte regnskapstall fra 2017T. Det optimale ville vært å benytte fremtidsestimater (Kaldestad & Møller, 2016, p. 237), men ettersom vi kun har projisert fremtidige regnskapstall for Marine Harvest og ikke har tilgjengelige fremtidsestimater for de komparative selskapene, blir dette vanskelig å gjennomføre. De komparative virksomhetene vil bestå av de samme som ble representert i delkapittel 2.6. Dette inkluderer SalMar, Grieg Seafood, Lerøy Seafood og Norway Royal Salmon.

12.1 Pris/Bok-forholdet

Fordelen med denne metoden er at den er lett å anvende. Forholdet mellom pris/bok kan si oss noe om selskapets evne til å skape verdi. Dersom selskapet har et høyt pris/bok-forhold betyr dette at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler. Er verdien av forholdet under 1 vil dette imidlertid indikere at selskapet har en svært svak lønnsomhet som

ikke vil skape verdier for aksjonærene. Ulempen med dette forholdet er at man kan få ulike multiplikatorer på bakgrunn av regnskapsmessige effekter som eksempelvis at kostnader blir kostnadsført og ikke balanseført. For vår del kan dette gi utslag ettersom vi ikke har justert for forskning og utvikling fordi informasjonsgrunnlaget var for dårlig. I tillegg vil det være en viss forskjell mellom selskaper som har hatt en naturlig vekst og selskaper som har vokst på grunn av oppkjøp og fusjoner. Forskjellen ligger i at selskaper med en naturlig vekst vil ha bokført sine eiendeler til historisk kost, mens selskaper som har basert sin vekst på oppkjøp og fusjoner vil ha bokført eiendelene til virkelig verdi. Denne ulike bruken av regnskapsprinsipper vil reflekteres i ulik egenkapital. (Kaldestad & Møller, 2011). Vi har sett at Marine Harvest har foretatt flere oppkjøp av andre aktører på markedet, noe som ser ut til å ikke være et like stort tilfelle hos de komparative virksomhetene. Det kan således hende at det blir forskjeller i egenkapitalen som følge av dette.

Etter selskapskapitalmetoden vil multiplikatoren, m_K , vil bli beregnet på følgende måte (Knivsflå, 2017r):

$$P/B = \frac{\text{markedsverdi av egenkapital} + \text{balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{netto driftskapital}}$$

Hvor markedsverdien av egenkapitalen blir beregnet ved å multiplisere antall aksjer med aksjekursen.

	Marine Harvest	Lerøy	Grieg	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
VEK	7 754,3	3 155,9	872,8	2 617,0	760,4	
+NFG	715,9	333,9	178,9	241,8	62,0	
/NDK	2 980,7	1 630,0	451,7	807,9	213,9	
VNDK/NDK	2,8	2,1	2,3	3,5	3,8	3,0

Tabell 12.1: Pris/bok-forholdet til Marine Harvest og de komparative virksomhetene

Vi ser av tabell 12.1 at det er Norway Royal Salmon (NRS) som har det høyeste pris/bok forholdet. Lavest er forholdet til Grieg Seafood på 2,33. Som tidligere nevnt, indikerer dette at Norway Royal Salmon har bedre evne til å skape verdi enn det Grieg Seafood har. Gjennomsnittlig ser vi et pris/bok-forhold på 2,96.

For å beregne verdiestimatet i delkapittel 12.5 vil vi benytte følgende formel (Knivsflå, 2017r):

$$VEK = m_k * NDK - NFG$$

12.2 Pris/fortjeneste-forholdet

Denne multiplikatoren er den som er mest brukt i praksis (Damodaran, 2012, p. 468). Spesielt for selskaper som er i en relativt stabil vekstfase vil resultatet være en god indikator på kontantstrømmen til egenkapitalen. Ulempen med denne multiplikatoren er derimot at den ikke medregner sentrale faktorer som risiko og behovet for kapitalinnskudd. I tillegg er det en stor ulempe knyttet til kapitalstruktur dersom man beregner multiplikatoren etter egenkapitalmetoden, ettersom to selskaper med lik virksomhetsverdi likevel kan ha et ulikt pris/fortjeneste-forhold fordi de har ulik gjeldsgrad eller ulike lånebetingelser (Kaldestad & Møller, 2016, p. 229). Multiplikatoren, m_K , vil etter selskapskapitalmetoden bli beregnet på følgende måte:

$$m_K = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

	Marine Harvest	Lerøy	Grieg	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
VEK	7 754,3	3 155,9	872,8	2 617,0	760,4	
+NFG	715,9	333,9	178,9	241,8	62,0	
/NDR	676,4	396,3	90,6	274,4	59,3	
VNDK/NDR	12,5	8,8	11,6	10,4	13,9	11,2

Tabell 12.2: Pris/fortjeneste-forholdet til Marine Harvest og de komparative virksomhetene

Vi ser av tabell 12.2 at det er et stort sprik mellom de ulike selskapene, hvor høyeste og laveste verdi er henholdsvis 13,87 og 8,80.

For å beregne verdiestimatet i neste delkapittel vil vi benytte følgende formel (Knivsflå, 2017r):

$$VEK = m_K * NDR - NFG$$

12.3 EV/EBIT-forholdet

Fordelen med denne multiplikatoren er at den tar hensyn til selskapets investeringsbehov og inkluderer avskrivninger. Metoden tar derimot ikke hensyn til risiko, og kapitalbehovet blir heller ikke hensyntatt dersom man antar at framtidige avskrivninger og investeringsbehov ikke er lik dagens. For å få et helhetlig bilde av virksomheten anbefales det å benytte multiplikatoren sammen med andre multipler (Kaldestad & Møller, 2016, p. 229). Multiplikatoren blir etter selskapskapitalmetoden beregnet som følger:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{driftsresultat}}$$

	Marine Harvest	Lerøy	Grieg	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Langsiktig rentebærende gjeld	486,6	520,9	152,4	206,6	56,8	
+Kortsiktig rentebærende gjeld	130,4	72,7	74,7	22,6	23,1	
-Kontanter	66,1	260,3	47,5	23,4	17,9	
=Netto rentebærende gjeld	550,9	333,3	179,6	205,7	62,1	
+ VEK (markedsverdi)	7 754,3	3 155,9	872,8	2 617,0	760,4	
=EV	8 305,2	3 489,2	1 052,4	2 822,8	822,5	
/Driftsresultat (EBIT)	947,8	481,8	120,7	314,9	68,2	
EV/EBIT	8,8	7,2	8,7	9,0	12,1	9,2

Tabell 12.3: EV/EBIT-forholdet til Marine Harvest og de komparative virksomhet

Som vi ser av tabell 12.3 har Lerøy Seafood det laveste EV/EBIT-forholdet på 7,24, mens Norway Royal Salmon har det høyeste forholdet på 12,06. Gjennomsnittet mellom de 5 selskapene ligger på 9,25.

I delkapittel 12.5 vil verdien av egenkapitalen bli beregnet ved bruk av følgende formel (Knivsflå, 2017r):

$$Pris = m_K * EBIT - (NFG + VMI)$$

12.4 EBIT/Kg-forholdet

I motsetning til de foregående multiplene er dette en såkalt ikke-finansiell multiplene hvor vi ser på forholdet mellom selskapets EBIT (driftsresultat) og slaktevolum. Fordelen med en slik metode er at man ikke har behov for noen regnskapstall (Kaldestad & Møller, 2016, p. 235). Kaldestad og Møller påpeker imidlertid at en slik type metode bør brukes varsomt og kun legges til grunn dersom det er mangel på andre metoder.

Vi ser på denne metoden som et mulig supplement til de foregående metodene. Dersom vi skal kunne beregne dette forholdet må vi imidlertid ta utgangspunkt i svært usikre estimater. Dette skyldes at vi ikke er kjent med endelig slaktevolum for 2017 siden året ikke er omme. Eventuelle verdier vil således bare være basert på hva de enkelte selskapene selv forventer eller våre egne antakelser. Vi ønsker å være konsistent ved beregningen av de ulike multiplene og det er derfor ikke ønskelig å benytte slaktevolum for 2016 som et estimat for 2017. På bakgrunn av overnevnte velger vi derfor å ikke beregne EBIT/Kg-forholdet.

12.5 Komparativt verdiestimat

Som vi ser av tabell 12.4 er verdiestimatene fra de ulike multiplene etter selskapskapitalmetoden relativt lik. Det er et avvik mellom laveste og høyeste verdi på kr 25,29, men dette anses som relativt lite. Sammenlignet med den fundamentale verdivurderingen er verdiestimatet etter den komparative verdivurderingen en del lavere, men nærmere aksjekursen per 05.10.17 på kr 159,9. Med utgangspunkt i de ulike multiplene får vi et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 152,4, noe som indikerer at aksjekursen per 05.10.17 er noe overvurdert.

Verdiestimat	
P/B	161,3
P/F	136,0
EV/EBIT	159,9
Snitt	152,4

Tabell 12.4: Oppsummering

Det er derimot en del ulemper knyttet til å bruke multiplikatormodeller. For det første er det ulikheter i de sammenlignbare selskapene knyttet til faktorer som størrelse, avkastningskrav, framtidig investeringsbehov og strategi (Kaldestad & Møller , 2016, pp. 237-238), som kan føre til at verdierestimatet er over- eller undervurdert. Marine Harvest har blant annet etablert en fôrdivisjon, noe de andre komparative selskapene ikke har. I tillegg har Marine Harvest en stor del av produksjonen sin plassert i Chile, hvor utfordringene knyttet til lakselus og biologiske utfordringer har vært større enn i blant annet Norge. For det andre kan regnskapsmessige effekter gi utslag i multiplene, samt at verken P/F-forholdet eller EV/EBIT-forholdet medregnet risiko og behov for kapitalinnskudd. På den andre siden er estimatet vårt mindre sensitivt for selskapets kapitalstruktur ettersom vi kun har valgt å vektlegge selskapskapitalmetoden.

Vi har på bakgrunn av overnevnte valgt å ikke benytte verdierestimatet fra den komparative verdieredderingen i handelsstrategien i kapittel 13.

13. Oppsummering og handelsstrategi

Avslutningsvis vil vi oppsummere funnene i oppgaven og komme med en handelsstrategi.

13.1 Oppsummering

Innledningsvis gjennomførte vi en strategisk analyse hvor det blant annet kom frem at næringen er sterkt kontrollert av myndighetene gjennom konsesjonsordningen, samt at det er store utfordringer knyttet til lakselus og rømming som både bransjen og myndighetene forsøker å løse. Videre indikerte internanalysen at Marine Harvest er i besittelse av flere midlertidige fortrinn, men at kostnadseffektiviteten derimot er dårligere enn for resten av bransjen.

I kapittel 8 så vi på selskapets lønnsomhet i forhold til bransjen hvor vi fant at selskapet hadde en strategisk fordel på 11%. Den strategiske fordelene besto i hovedsak av en bransjefordel.

Ressursfordelen utgjør derimot et "rødt flagg" for selskapet ettersom den var negativ i hele analyseperioden.

I framtidsregnskapet ble driftsinntektsveksten fastsatt til 2% i "steady state" som følge av en forventning om at selskapet på sikt vil ha en vekst mer likt antatt inflasjonsnivå. Videre så vi i analysen av historiske regnskapstall at netto driftsmargin i analyseperioden har vært svært høy. For framtiden valgte vi derimot å fastsette den til 9% i "steady state". Dette skyldes en forventning om høyere grad av rivalisering mellom aktørene i bransjen på grunn av ny teknologi. For bransjefordelen forventet vi at selskapet ville klare å opprettholde denne, men reduseres på sikt som følge av økt rivalisering. Ressursfordelen forventes imidlertid å øke på grunn av høyere effektivitet og bedre utnyttelse av stordriftsfordeler på sikt.

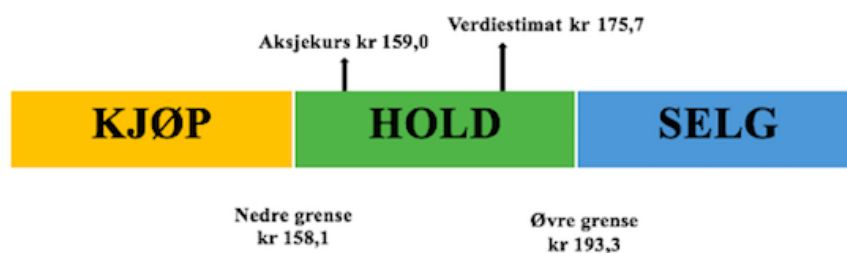
I kapittel 11 gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse som viste at det er stor usikkerhet knyttet til vårt verdiestimat fordi det i stor grad påvirkes av våre forventninger om fremtidig netto driftsmargin. Selv små endringer i netto driftsmargin kan føre til store endringer i verdiestimatet. Usikkerheten i våre antakelser knyttet til netto driftsmargin vil således ha stor påvirkning på usikkerheten i verdiestimatet. Verdiestimatet avhenger derfor av hvorvidt våre antakelser inntreffer.

Av den fundamentale verdivurderingen med et konkursrisikotillegg kom vi fram til et verdiestimat på kr 175,7. Gjennom en simulering og sensitivitetsanalyse ble det avdekket at usikkerheten rundt verdiestimatet er stor og at oppsidepotensialet er større enn nedsiderisikoen. Vi valgte imidlertid å beholde vårt estimat på kr 175,7. Som et tillegg valgte vi å gjennomføre en komparativ verdivurdering ved bruk av multiplikatormodeller. Verdivurderingen ga oss et verdiestimat på kr 152,4. Som vi nevnte kan dette estimatet derimot både være under- og overvurdert som følge av at de sammenlignbare selskapene er ulike.

Vi har valgt å ikke vekte verdiestimatet fra den komparative- og fundamentale analysen Dette som følge av at det er en del ulemper knyttet til bruken av multiplikatormodeller. Multiplikatorene kan blant annet bli ulik som følge av regnskapsmessige effekter, og ettersom vi har valgt å ikke justere for forskning og utvikling kan dette slå negativt ut.

13.2 Handelsstrategi

Vi vil i dette delkapittelet komme med en anbefalt handelsstrategi basert på det justerte verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen av Marine Harvest, og børskurs per 05.10.17. Etter justering av verdiestimatet kom vi frem til en verdi på kr 175,7. Dette er kr 16,7 over børsverdien på kr 159,0. På grunn av stor usikkerhet rundt verdiestimatet har vi valgt å benytte et avvik på +/- 10 prosent fra vårt verdiestimat i handelsanbefalingen. Det vil si at om børskursen er under nedre grense så anbefales kjøp og dersom børskursen er over øvre grense så anbefales salg. Dersom børskursen er innenfor nedre- og øvre grense, anbefales hold.



Figur 13.1: Handelsstrategi

I følge vår analyse kan det virke som verdien av Marine Harvest er undervurdert, men aksjekursen ligger innenfor intervallet og vi anbefaler derfor hold.

Bibliografi

Aspaker, E., 2014. *En forutsigbar og bærekraftig vekst i havbruksnæringen* [Internett].

Oslo: Regjeringen.no. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/En-forutsigbar-og-barekraftig-vekst-i-havbruksnaringen/id2342489/>>

[Funnet 14. september 2017].

Barney, J. B., 2011. *Gaining and sustaining competitive advantage*. 4. utg. Boston: Pearson.

Berge, A., 2013. Raskt økende lus-problemer i Chile. *Ilaks.no* [Internett], 2. april. Tilgjengelig fra: <<http://ilaks.no/raskt-okende-lusproblemer-i-chile/>> [Funnet 04. desember 2017].

Berge, A., 2016. Marine Harvest satser på "Egget". *Ilaks.no* [Internett], 11. februar.

Tilgjengelig fra: <<https://ilaks.no/marine-harvest-satser-pa-egget/>>

[Funnet 25. september 2017].

Berge, A., 2017. Må Marine Harvest skrinlegge "Egget"? *Hitra-Frøya* [Internett], 12. april.

Tilgjengelig fra: <<http://www.hitra-froya.no/havbruk/2017/04/12/M%C3%A5-Marine-Harvest-skrinlegge-Egget-14584845.ece>> [Funnet 15. september 2017].

Bernhoft, A.-C. & Fardal, A., 2007. IFRS og fiskeoppdrett. *Magma* [Internett], juni.

Tilgjengelig fra: <<https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>> [Funnet 01. oktober 2017].

Bjørklund, O., Skallerud, K., Sogn-Grundvåg, G. & Grønhaug, K., 2005.

Produktdifferensiering: hva og hvorfor?. *Magma* [Internett], mai. Tilgjengelig fra:

<<https://www.magma.no/produktdifferensiering-hva-og-hvorfor>>

[Funnet 25. september 2017].

Bloomberg, u.å. *Germany Generic Govt 10Y Yield* [Internett]. Bloomberg. Tilgjengelig fra:

<<https://www.bloomberg.com/quote/GDBR10:IND>> [Funnet 28. oktober 2017].

Breivik, S. R., 2016b. Kom som lyn fra klar himmel. *E24* [Internett], 15. august.

Tilgjengelig fra: <<https://e24.no/naeringsliv/russland/mandag-er-det-to-aar-med-sanksjoner-mot-russland-kom-som-lyn-fra-klar-himmel/23762783>> [Funnet 25. august 2017].

Dahl, G., u.å-a. *Likviditetsgrad 2 (Acid test)* [Internett]. Oslo: Lederkilden. Tilgjengelig fra: <<https://www.lederkilden.no/tema/likviditetsgrad-2-acid-test>> [Funnet 10. oktober 2017].

Dahl, G., u.å-b. *Rentedekningsgrad* [Internett]. Oslo: Lederkilden. Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/rentedekningsgrad> [Funnet 10. oktober 2017].

Dahl, G., u.å-c. *Egenkapitalandel* [Internett]. Oslo: Lederkilden. Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/egenkapitalandel-bokfort> [Funnet 10. oktober 2017].

Damodaran, A., 2006. *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2. utg. New York: John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3 utg. New York: John Wiley & Sons Inc.

Danske Bank, 2017. *Yield Outlook, Central bank exit but only modestly higher long yields* [Internett]. Tilgjengelig fra: <[http://danskeresearch.danskebank.com/Link/YieldForecastUpdate/\\$file/YieldForecastUpdate.pdf](http://danskeresearch.danskebank.com/Link/YieldForecastUpdate/$file/YieldForecastUpdate.pdf)> [Funnet 16. desember 2017].

Deloitte, u.å-a. *IAS 1 - Presentation of Financial Statements* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1>> [Funnet 3. oktober 2017].

Deloitte, u.å-b. *IAS 8 - Accounting policies, Changes in Accounting Estimates and Errors* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias8>> [Funnet 6. oktober 17].

Euribor-rates, 2017. *Euriborrates* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.euribor-rates.eu/>> [Funnet 10. november 2017].

Eurofinancials, 2017. *Marine Harvest - Beta* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.eurofinancials.com/fe-en/30184SN/Marine-Harvest-ASA/Beta>> [Funnet 25. oktober 2017].

Fishpool, 2017. *Fishpool.eu* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://fishpool.eu/> [Funnet 23. oktober 2017].

Fiskeridirektoratet, 2017a. *Tildelingsprosessen* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> [Funnet 25. august 2017].

Fiskeridirektoratet, 2017b. *Grønne tillatelser* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oorret-og-regnbueoorret/Groenne-tillatelser> [Funnet 13. september 2017].

Fiskeridirektoratet, 2017c. *Rømmingsstatistikk* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk> [Funnet 09. oktober 2017].

Fiskeridirektoratet, 2017d. *Oversikt over søknader om utviklingstillatelser* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse> [Funnet 09. oktober 2017].

Fiskeridirektoratet, 2017e. *Utviklingstillatelser* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser> [Funnet 04. september 2017].

Fondenes, E., 2010. 35 millioner måltider norsk sjømat hver dag. *TV 2* [Internett], 05. januar. Tilgjengelig fra: <http://www.tv2.no/a/3088323/> [Funnet 30. august 2017].

Framtid i Nord, 2017. Kina stenger fortsatt for norsk laks. *Framtid i Nord* [Internett], 17. august. Tilgjengelig fra: <http://www.framtidinord.no/nyheter/2017/08/17/Kina-stenger-fortsatt-for-norsk-laks-15163125.ece> [Funnet 04. desember 2017].

Gjesdal, F., 2007. Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans* [Internett], 23 (2), s. 3-17. Tilgjengelig fra: <https://www.idunn.no/> [Funnet 05. oktober 2017].

Grieg Seafood, 2013. *Årsrapport 2012* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/08/GSF2012_NORSK.pdf>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, 2012. *Annual Report 2011* [Internett]. Tilgjengelig fra:
https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2014/12/GSF_annualreport_2011.pdf>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, 2014. *Årsrapport 2013* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2014/12/GSF2013-NORSK-FINAL.pdf>>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, 2015. *Årsrapport 2014* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, 2016. *Årsrapport 2015*. [Internett] Tilgjengelig fra:
<<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/06/GSF2015aarsrapportNO3.pdf>>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, 2017. *Årsrapport 2016* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, 2017. *Kvartalsrapport Q1* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/05/GSF-Q1-2017-rapport-NO.pdf>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, 2017. *Kvartalsrapport Q2* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/08/GSF-Q2-2017-Rapport-NO.pdf>>
[Funnet 20. september 2017].

Grieg Seafood, u.å. *Investor*. [Internett] Tilgjengelig fra:
<<https://www.griegseafood.no/invest/invest/>> [Funnet 25. september 2017].

Grønli, K., 2004. Er oppdrettsnæringa bærekraftig?. *Forskning.no* [Internett], 04. oktober. Tilgjengelig fra: <<https://forskning.no/hav-og-fiske-fisk-oppdrett-miljoern-naturvern-okologi/2008/02/er-oppdrettsnaeringa-baerekraftig>> [Funnet 04. desember 2017].

Hauge Aqua, u.å. *Technology for sustainable growth in aquaculture* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.haugeaqua.com/Technology/>> [Funnet 10. september 2017].

Helsedirektoratet, 2017. *Utvikling i norsk kosthold 2017* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://helsedirektoratet.no/Lists/Publikasjoner/Attachments/1414/Utviklingen-i-norsk-kosthold-2017-IS-2680.pdf>> [Funnet 12. desember 2017].

Hill, C. W. & Jones, G. R., 2009. *Theory of Strategic Management*. 8. utg. Canada: Cengage Learning.

Hoemsnes, A., 2017. Slik blir skatten din i 2018. *Dagens Næringsliv* [Internett], 12. oktober. Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/nyheter/2017/10/12/1005/Privatokonomi/slik-blir-skatten-din-i-2018>> [Funnet 10. november 2017].

Hosteland, L. T. S., 2016. Marine Harvest etablerer seg på østkysten av Canada. *Kyst.no* [Internett], 19. desember. Tilgjengelig fra: <<https://kyst.no/nyheter/marine-harvest-etablerer-seg-pa-ostkysten-av-canada/>> [Funnet 09. oktober 2017].

Hvamstad, E., 2015. Lusa er det desidert største problemet. *Hegnar.no* [Internett], 29. oktober. Tilgjengelig fra: <<http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2015/10/Lusa-er-det-desidert-stoerste-problemet>> [Funnet 05. september 2017].

Jensen, P. M., 2008. Svak krone gir økt laksepris, men dyrere utstyr. *Kyst* [Internett], 17. november. Tilgjengelig fra: <<https://kyst.no/nyheter/svak-krone-gir-kt-laksepris-men-dyrere-utstyr/>> [Funnet 09. oktober 2017].

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2016. *Verdivurdering - teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y., 2017. Typiske fallgruver i verdsettelse. *Magma* [Internett], mars, s. 20-27.

Tilgjengelig fra: <<https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>>

[Funnet 02. september 2017].

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1. utg. Oslo: Revisorforeningen.

Kinserdal, F., 2017a. Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi. *Magma* [Internett], mars,

s. 54-66. Tilgjengelig fra: <<https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>>

[Funnet 02. september 2017].

Kinserdal, F., 2017b. Hva blir avkastningskrav og vekstforventninger når renten er lav?.

Magma [Internett], mars, s. 16-19. Tilgjengelig fra: <<https://www.magma.no/hva-blir-avkastningskrav-og-vekstforventninger-nar-renten-er-lav1>>

[Funnet 02. september 2017].

Knivsflå, K. H., 2017a. *Forelesning 1: Læremål* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2001%20-%202017p.pdf>

[Funnet 20. august 2017].

Knivsflå, K. H., 2017b. *Forelesning 2: Strategi, rekneskap og verdi* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2002%20-%202017p.pdf>

[Funnet 15. august 2017].

Knivsflå, K. H., 2017c. *Forelesning 3: Rekneskapsanalyse - ramme og "trailing"* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2003%20-%202017p.pdf>

[Funnet 15. august 2017].

Knivsflå, K. H., 2017d. *Forelesning 4: Omgruppering for analyse* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2004%20-%202017p.pdf>

[Funnet 20. august 2017].

Knivsflå, K. H., 2017e. *Forelesning 5: Omgruppering - balanse og kontantstraum*. [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2005%20-%202017p.pdf>

[Funnet 20. august 2017].

Knivsflå, K. H., 2017f. *Forelesning 6: Rekneskapsbasert måling og målefeil* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2006%20-%202017p.pdf>

[Funnet 20. august 2017].

Knivsflå, K. H., 2017g. *Forelesning 7: Justering av målefeil* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2007%20-%202017p.pdf>

[Funnet 10. september 2017].

Knivsflå, K. H., 2017h. *Forelesning 8: Kredittvurdering - syntetisk rating* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2008%20-%202017p.pdf>

[Funnet 29. september 2017].

Knivsflå, K. H., 2017i. *Forelesning 9: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet*

[Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2009%20-%202017p.pdf>

[Funnet 01. oktober 2017].

Knivsflå, K. H., 2017j. *Forelesning 10: Strategisk rentabilitetsanalyse* [Internett].

Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2010%20-%202017p.pdf>

[Funnet 20. oktober 2017].

Knivsflå, K. H., 2017k. *Forelesning 11: Strategisk driftsanalyse* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2011%20-%202017p.pdf>

[Funnet 29. oktober 2017].

Knivsflå, K. H., 2017l. *Forelesning 13: Framtidsrekneskap - ramme og driftsinntekter*
[Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2013%20-%202017p.pdf>
[Funnet 02. november 2017].

Knivsflå, K. H., 2017m. *Forelesning 14: Framtidsrekneskap - andre budsjettdriverar*
[Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2014%20-%202017p.pdf>
[Funnet 02. november 2017].

Knivsflå, K. H., 2017n. *Forelesning 15: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*
[Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2015%20-%202017p.pdf>
[Funnet 10. november 2017].

Knivsflå, K. H., 2017o. *Forelesning 16: Fundamental verdivurdering - Eigenkapitalmetoden*
[Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2016%20-%202017p.pdf>
[Funnet 20. november 2017].

Knivsflå, K. H., 2017p. *Forelesning 17: SK-metoden og verdikonvergens* [Internett].
Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2017%20-%202017p.pdf>
[Funnet 20. november 2017].

Knivsflå, K. H., 2017q. *Forelesning 18: Uvisse i verdiestimatet og "some topics in valuation"*
[Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2018%20-%202017p.pdf>
[Funnet 25. november 2017].

Knivsflå, K. H., 2017r. *Forelesning 21: Komparativ verdivurdering* [Internett].
Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%2021%20-%202017p.pdf>
[Funnet 30. august 2017].

Knivsflå, K. H., 2017s. *Forelesning 22: Opsjonsbasert = supplement til fundamental verdivurdering* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440%20-%202022%20-%202017p.pdf>
[Funnet 30. august 2017].

Laksefakta, 2017. *Laksefakta* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://laksefakta.no/>>
[Funnet 02. oktober 2017].

Lerøy Seafood , 2013. *Årsrapport 2012* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2012.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood , 2016. *Årsrapport 2015* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2015.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood, 2012. *Årsrapport 2011* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2011.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood, 2014. *Årsrapport 2013* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2013.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood, 2015. *Årsrapport 2014* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2014.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood, 2017. *Årsrapport 2016* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2016.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood, 2017. *Delårsrapport - 1. kvartal* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q12017.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood, 2017. *Delårsrapport - 2. kvartal* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q22017.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

Lerøy Seafood, u.å-a. *Vår historie* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>> [Funnet 02. oktober 2017].

Lerøy Seafood, u.å-b. *Aksjekurs* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.leroyseafood.com/no/investor/aksjen/aksjekurs/>> [Funnet 25. september 2017].

Lilleby, J., 2016. Den chilenske katastrofen tørker opp markedet. *E24* [Internett], 15. mai.
Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/boers-og-finans/marine-harvest/massiv-fiskedoed-skaper-kaos-i-chile-og-prisbonanza-paa-laks/23683478>> [Funnet 04. desember 2017].

Lovdata, 2005. *Akvakulturloven* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79?q=akvakulturloven>>
[Funnet 04. desember 2017].

Lovdata, 2005. *Laksetildelingsforskriften* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>> [Funnet 13. september 2017].

Lovdata, 2017a. *Produksjonsområdeforskriften* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2017-01-16-61?q=produksjonsomr%C3%A5de>>
[Funnet 15 September 2017].

Lovdata, 2017. *Skatteloven* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14>> [Funnet 08 November 2017].

Marine Harvest, 2012. *Annual Repport 2011* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/1608160/510268.pdf>> [Funnet 10. august 2017].

Marine Harvest, 2013. *Annual Repport 2012* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/1696633/558857.pdf>> [Funnet 10. august 2017].

Marine Harvest, 2014. *Annual Report 2013* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/1781099/609198.pdf>> [Funnet 10. august 2017].

Marine Harvest, 2015. *Annual Report 2014* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/1915630/684760.pdf>> [Funnet 10. august 2017].

Marine Harvest, 2016. *Integrated Annual Report 2015* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>> [Funnet 10. august 2017].

Marine Harvest, 2017. *Integrated Annual Report 2016* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>> [Funnet 10. august 2017].

Marine Harvest, 2017. *Industry Handbook* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://marineharvest.no/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>> [Funnet 08. august 2017].

Marine Harvest, 2017. *Kvartalsrapport Q1* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/2103270/797810.pdf>> [Funnet 15. september 2017].

Marine Harvest, 2017. *Kvartalsrapport Q2* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://hugin.info/209/R/2128919/813087.pdf>> [Funnet 15. september 2017].

Marine Harvest, 2017. *Share and bond info* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://marineharvest.com/investor/share-and-bond-info/shareholders/>>
[Funnet 25. september 2017].

Marine Harvest, u.å-a. *"Leading the blue revolution"* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://marineharvest.no/planet/the-blue-revolution/>> [Funnet 01. september 2017].

Marine Harvest, u.å. *Brands* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://marineharvest.com/product/brands/>> [Funnet 05. august 2017].

Marine Harvest, u.å. *Investor* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://marineharvest.com/investor/landing-page/>> [Funnet 07. oktober 2017].

Marine Harvest, u.å. *Spreadsheets* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<http://marineharvest.no/investor/spreadsheets/>> [Funnet 15. august 2017].

Mattilsynet, 2016. *Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766> [Funnet 09. oktober 2017].

Miljødirektoratet, 2012. *Rømt oppdrettsfisk* [Internett]. Miljøstatus.no. Tilgjengelig fra:

<<http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/romt-oppdrettsfisk/>>

[Funnet 10. september 2017].

Nofima, u.å. *Emballering*. [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<https://nofima.no/forskningsomrade/trygg-og-holdbar-mat/emballering/>>

[Funnet 23. oktober 2017].

Nordea, 2016. *Nordea Markets* [Internett]. Tilgjengelig fra: <[https://e-](https://e-markets.nordea.com/api/research/attachment/39483)

[markets.nordea.com/api/research/attachment/39483](https://e-markets.nordea.com/api/research/attachment/39483)> [Funnet 10. november 2017].

Nordea, u.å. *Håndtering av valutarisiko* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<https://www.nordea.no/bedrift/vare-produkter/handel-med-utlandet/valutasikring.html>>

[Funnet 10. oktober 2017].

Norges Bank, 2017. *Valutakurs for Euro* [Internett]. Tilgjengelig fra: <[http://www.norges-](http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR)

[bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR](http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR)> [Funnet 01. september 2017].

Norges Bank, 2017. *Styringsrenten uendret på 0,50 prosent* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2017/2017-09-21-pressemelding-rente/>> [Funnet 03. september 2017].

Norges Sjømatråd, 2017a. *Hva skjer når Russland ikke har norsk laks* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/hva-skjer-nar-russland-ikke-har-norsk-laks/>> [Funnet 02. september 2017].

Norges Sjømatråd, 2017b. *Markedsinnsikt* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>> [Funnet 15. september 2017].

Norges Sjømatråd, 2017. *Forbrukerne må betale mer for laksen i fremtiden* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://seafood.no/aktuelt/fisketanker/forbrukerne-ma-betale-mer-for-laksen-i-fremtiden/>> [Funnet 05. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2013. *Årsrapport 2013* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/%C3%85rsberetning_2013-NRS_NO.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2012. *Årsrapport 2011* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2011.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2013. *Årsrapport 2012* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2012.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2015. *Årsrapport 2014* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2016. *Årsrapport 2015* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2017. *Årsrapport 2016* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2017. *Kvartalsrapport Q1 2017* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q1_med%20link.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, 2017. *Kvartalsrapport Q2 2017* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q2_med%20link.pdf> [Funnet 20. september 2017].

Norway Royal Salmon, u.å-a. *Norway Royal Salmon* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie>> [Funnet 02. oktober 2017].

Norway Royal Salmon, u.å-b. *Aksjen* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Aksjen>> [Funnet 25. september 2017].

Oracle, u.å-a. *Introduction* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://docs.oracle.com/cd/E52437_01/en/crystal_ball_users_guide/frameset.htm?index.html> [Funnet 01. desember 2017].

Oracle, u.å-b. *Tornado analysis tool* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://www.oracle.com/technetwork/middleware/crystalball/overview/tornado-analysis-tool-131028.pdf>> [Funnet 01. desember 2017].

Oracle, u.å-b. *Coeffivient of Variation* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://docs.oracle.com/cd/E57185_01/CBREG/ch03s02s02s03.html>
[Funnet 02. desember 2017].

Oslo Børs , 2017b. *Markedsaktivitet Lerøy Seafood Group* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<http://oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>>
[Funnet 30. september 2017].

Oslo Børs , 2017c. *Markedsaktivitet Grieg Seafood* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GSF.OSE/overview>>
[Funnet 30. september 2017].

Oslo Børs, 2017a. *Markedsaktivitet Marine Harvest* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/MHG.OSE/overview>>
[Funnet 30. september 2017].

Oslo Børs, 2017. *Markedsaktivitet Norway Royal Salmon* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NRS.OSE/overview>>
[Funnet 30. september 2017].

- Oslo Børs, 2017. *Markedsaktivitet SalMar* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview>> [Funnet 30. september 2017].
- Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek, E., 2013. *Business Analysis and Valuation - IFRS Edition*. 3. utg. Andover: Cengage Learning.
- Pareto Securities, 2017. *Episode 10: Fisk*. [Lyddoptak].
- Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis & Security Valuation*. 5. utg. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Petersen, C., Thomas, P. & Finn, K., 2017. *Financial Statement Analysis*. 1. utg. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, M. E., 1985. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://books.google.no/>> [Funnet 14. september 2017].
- Porter, M. E., 2008. The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review* [Internett], 86 (1), s. 78-93. Tilgjengelig fra: <<http://www.ebsco.com>> [Funnet 14 September 2017].
- Proff, u.å. *Nova Sea AS* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.proff.no/selskap/nova-sea-as/lovund/fiskeoppdrett-og-utstyr/PN4824244I10128/>> [Funnet 06. oktober 2017].
- PwC, 2016. *Risikopremien i det norske markedet* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>> [Funnet 30. oktober 2017].
- Radar Digital, 2011. *Regnskapsanalyse* [Internett]. Cappelen Damm. Tilgjengelig fra: <<http://radardigital.cappelendamm.no/c479735/artikkel/vis.html?tid=503044>> [Funnet 10. oktober 2017].

Regjeringen, 2015. *Bærekraftig og forutsigbar vekst for laks* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/barekraftig-og-forutsigbar-vekst-for-laks/id2401801/>> [Funnet 14. september 2017].

Regjeringen, 2016. *Skattesatser 2017* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>> [Funnet 05. oktober 2017].

Regjeringen, 2017a *Nye oppdrettsregler trer i kraft i oktober* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/na-kommer-reglene-for-trafikklyssystemet/id2573185/>> [Funnet 15. november 2017].

Regjeringen, 2017b. *Nytt forslag om laksevekst* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-forslag-om-laksevekst/id2577815/>> [Funnet 15. november 2017].

Regjeringen, 2017c. *Regjeringen skurrer på trafikklyset* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset/id2577032/>> [Funnet 10. november 2017].

Regjeringen, 2017d. *Norge og Kina undertegnet avtale om import og eksport* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/norge-og-kina-undertegnet-avtale-om-import-og-eksport-av-matvarer/id2550199/>> [Funnet 04. desember 2017].

Regjeringen, 2017e. *Skattesatser 2018* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>> [Funnet 15. november 2017].

Riis & Moen, 2011. *Moderne mikroøkonomi*. 1. utg. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.

Risbråthe, M., 2015. Kinesisk boikott av norsk laks virker ikke. *Forskning.no* [Internett], 24. august. Tilgjengelig fra: <<https://forskning.no/fisk-naeringsliv-utenrikspolitikk/2015/08/kinesisk-boikott-av-norsk-laksenaering-har-ikke-lyktes>> [Funnet 02. september 2017].

Roll, R., 1977. A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics* [Internett], 4 (2), s. 129-176. DOI: 10.1016/0304-405X(77)90009-5

Rydning, H. & Haider, S., 2017. *Avkastningskrav i lavrentetider* [Internett]. BDO. Tilgjengelig fra: <https://www.bdobloggen.no/2017/07/11/avkastningskrav-i-lavrentetider/> [Funnet 02. november 2017].

Rønning, B., 2014. *Hvilket lakseselskap er billigst* [Internett]. Nordnetbloggen. Tilgjengelig fra: <<https://blogg.nordnet.no/hvilket-lakseselskap-er-billigst/>> [Funnet 04. desember 2017].

SalMar, 2012. *Årsrapport 2011* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/1607522/559614.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, 2013. *Årsrapport 2012* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/1697772/559610.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, 2014. *Årsrapport 2013* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/1781478/609515.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, 2015. *Årsrapport 2014* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, 2016. *Årsrapport 2015* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, 2017. *Årsrapport 2016* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, 2017. *Kvartalsrapport - Andre kvartal 2017* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/2129188/813260.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, 2017. *Kvartalsrapport - Første kvartal 2017* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/2103157/797719.pdf>> [Funnet 20. september 2017].

SalMar, u.å-a. *SalMar i dag* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>> [Funnet 02 Oktober 2017].

SalMar, u.å-b. *Aksjekurs* [Internett]. Tilgjengelig fra: <[https://www.salmar.no/investor/fakta-](https://www.salmar.no/investor/fakta-om-salmar-aksjen/aksjekurs/)

[om-salmar-aksjen/aksjekurs/](https://www.salmar.no/investor/fakta-om-salmar-aksjen/aksjekurs/)> [Funnet 25. september 2017].

Schølberg, O., 2009. Finanst teori anvendt i praksis, *Magma* [Internett], august.

Tilgjengelig fra: <<https://www.magma.no/finans-teori-anvendt-i-praksis>>

[Funnet 03. november 2017].

Sellæg, F. E. 2012. *IFRS-håndboken 2012* [Internett]. Ernst & Young. Tilgjengelig fra:

<[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IFRS-haandboken-2012/\\$FILE/EY-IFRS-Haandboken-2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IFRS-haandboken-2012/$FILE/EY-IFRS-Haandboken-2012.pdf)> [Funnet 08. november 2017].

SSB, 2017. *Eksport av laks* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&MainTable=EksLaksUke&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&KortNavnWeb=laks&StatVariant=&checked=true>> [Funnet 01. oktober 2017].

Store norske leksikon, 2017. *SWOT-analyse* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<https://snl.no/SWOT-analyse>> [Funnet 30 September 2017].

Stortinget, 2006. *Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<<https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2006-2007/inns-200607-228.pdf>> [Funnet 30. oktober 2017].

Stranden, A. L., 2016. Liten vits å markedsføre laks som sunn. *Forskning* [Internett], 29.

mars. Tilgjengelig fra: <<https://forskning.no/fisk-mat-mat-og-helse-naeringsliv-okonomi-bedriftsokonomi-ressursokonomi/2016/03/bortkastet>> [Funnet 04. desember 2017].

Strømme, L., 2017. Marine Harvest leiar har tru på femdobla produksjonsvolum. *Tunnelsyn*

[Internett], 07. juni. Tilgjengelig fra: <<https://tunnelsyn.no/2017/06/07/marine-harvest-leiar-har-tru-pa-femdobla-produksjonsvolum/>> [Funnet 10, november 2017].

Trading Economics, u.å. *Tyskland – 10-årig statsobligasjon* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://no.tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield>>
[Funnet 07. november 2017].

Veterinærinstituttet, u.å. *Lakselus* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<<https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>> [Funnet 09. oktober 2017].

Whittington, R., Scholes, K. & Johnson, G., 2012. *Fundamentals of Strategy*. 2. utg. Harlow: Pearson Education.

WWF, u.å-a. *ASC-Miljøsertifisering av havbruk* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/havbruk/miljostandard/asc/>
[Funnet 15. september 2017].

WWF, u.å-b. *Samarbeidspartnere* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://www.wwf.no/bedriftssamarbeid/samarbeidspartnere/marine_harvest/>
[Funnet 25. september 2017].

Appendiks

Marine Harvest:

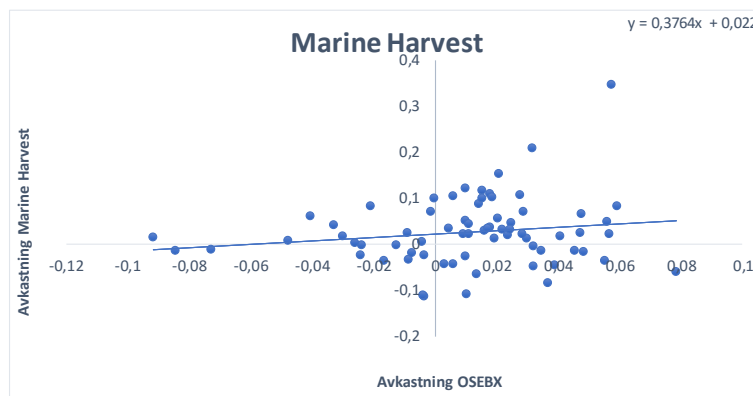
SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,1672669
R-kvadrat	0,0279782
Justert R-kvadrat	0,0136838
Standardfeil	0,0721149
Observasjoner	70

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,010178933	0,0101789	1,9572789	0,166349501
Residualer	68	0,353637626	0,0052006		
Totalt	69	0,36381656			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,0220111	0,009076615	2,4250335	0,0179683	0,003898992	0,040123199	0,003898992	0,040123199
X variabel	0,3763704	0,269022783	1,3990279	0,1663495	-0,16045624	0,913196971	-0,16045624	0,913196971



Lerøy

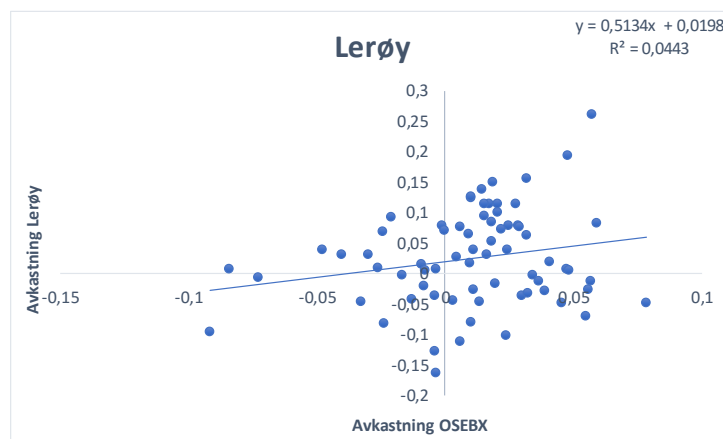
SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,21036552
R-kvadrat	0,04425365
Justert R-kvadrat	0,03019856
Standardfeil	0,07755571
Observasjoner	70

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,0189384	0,01894	3,14858	0,080469016
Residualer	68	0,4090124	0,00601		
Totalt	69	0,4279507			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,0197834	0,0097614	2,02669	0,04662	0,000304792	0,039262	0,00030479	0,039262003
X-variabel 1	0,5133762	0,2893197	1,77443	0,08047	-0,06395232	1,09070472	-0,0639523	1,09070472



SalMar

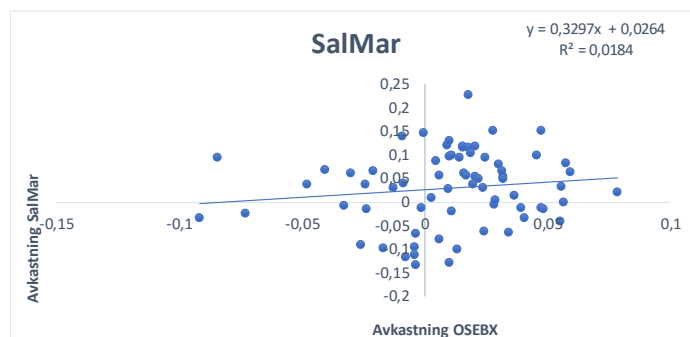
SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk

Multipel R	0,13574272
R-kvadrat	0,01842609
Justert R-kvadrat	0,00399118
Standardfeil	0,0782355
Observasjoner	70

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,0078132	0,0078132	1,2764947	0,262521473
Residualer	68	0,416214	0,0061208		
Totalt	69	0,4240272			



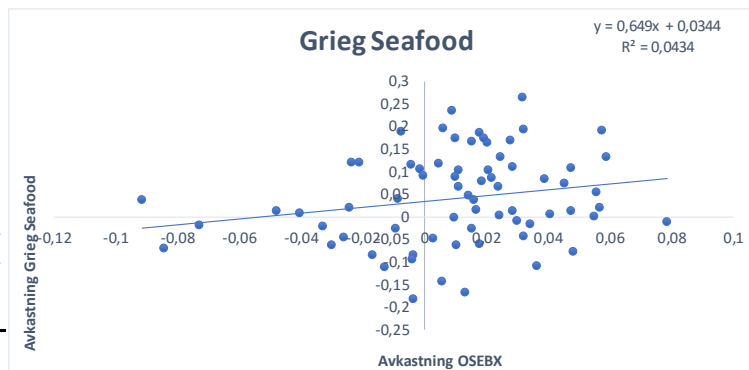
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,0264383	0,009847	2,6849143	0,009106	0,006788955	0,046087637	0,00678895	0,046087637
X-variabel 1	0,32974458	0,2918557	1,1298206	0,2625215	-0,252644382	0,91213355	-0,25264438	0,91213355

Grieg Seafood

Multipel R	0,2084261
R-kvadrat	0,0434414
Justert R-kvadrat	0,0293744
Standardfeil	0,0990053
Observasjoner	70

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,03027042	0,0302704	3,08817249	0,083364286
Residualer	68	0,66653927	0,009802		
Totalt	69	0,69680969			



	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,0343567	0,01246113	2,7571067	0,00748114	0,009490871	0,059222481	0,009490871	0,059222481
X-variabel 1	0,649043	0,3693369	1,7573197	0,08336429	-0,087957303	1,386043312	-0,0879573	1,386043312

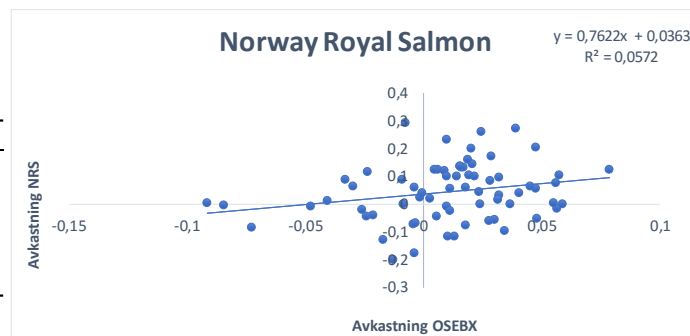
Norway Royal Salmon

Regresjonsstatistikk

Multipel R	0,23910618
R-kvadrat	0,05717176
Justert R-kvadrat	0,04330664
Standardfeil	0,10061447
Observasjoner	70

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,04174253	0,0417425	4,1234234	0,046206328
Residualer	68	0,68838244	0,0101233		
Totalt	69	0,73012497			



	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,03628759	0,01266367	2,8654876	0,0055354	0,011017629	0,06155755	0,011017629	0,061557548
X-variasel 1	0,76217321	0,37533989	2,0306214	0,0462063	0,013194131	1,51115229	0,013194131	1,511152294