

Selvstendig arbeid i Regnskapsanalyse og Verdsettelse (MRR)

Veileder: Cathrine Kleppestø, Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap

Analyse og verdivurdering av Marine Harvest ASA



av

Fredrik Mjærum, Vidar Thom Benjaminsen og Arne Marius Berg

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Som en del av mastergraden i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole (NHH), inngår et selvstendig arbeid i faget Regnskapsanalyse og Verdsettelse. Omfanget av vår utredning skal tilsvare 20 studiepoeng.

Arbeidet har vært en nyttig og lærerik prosess hvor vi spesielt har erfart sammenhengen mellom kvalitativ analyse og utarbeidet regnskapstall.

Vi tar forbehold om visse svakheter i informasjonsgrunnlaget, da vi har benyttet oss av offentlig tilgjengelig informasjon som ikke nødvendigvis er objektiv. Herunder Marine Harvest sin egen hjemmeside og årsrapporter.

Vi vil gjerne takke vår veileder Cathrine Kleppestø for gode råd og tilbakemeldinger gjennom hele arbeidsprosessen.

Bergen, Mai 2013

Fredrik Mjærum

Vidar Thom Benjaminsen

Arne-Marius Berg

Innholdsfortegnelse

1 Innledning.....	6
1.1 Valg av emne.....	6
1.2 Formål.....	6
1.3 Struktur.....	7
2 Presentasjon av bransje og virksomhet.....	8
2.1 Bransjen.....	8
2.2 Produktet.....	12
2.3 Marine Harvest.....	13
3. Strategisk analyse.....	16
3.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	16
3.2 PESTEL- analyse.....	17
3.2.1 Politiske forhold.....	17
3.2.2 Økonomiske forhold.....	18
3.2.3 Miljømessige forhold.....	19
3.2.4 Sosiokulturelle forhold.....	20
3.2.5 Teknologiske forhold.....	21
3.2.6 Juridiske forhold.....	21
3.2.7 Oppsummering PESTEL.....	22
3.3 Porters 5K.....	22
3.3.1 Rivalisering.....	23
3.3.2 Substitutter.....	27
3.3.3 Konkurransen fra nyetableringer.....	31
3.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt.....	33
3.3.5 Kunders forhandlingsmakt.....	35
3.3.6 Oppsummering Porters fem krefter.....	36
3.4 Intern ressursorientert analyse.....	37
3.4.1 KIKK – Teori.....	38
3.4.2 Anvendelse av KIKK.....	39
3.4.2.1 Kvalitet.....	39
3.4.2.2 Innovasjon.....	39
3.4.2.3 Kundeorientering.....	40
3.4.2.4 Kostnadsstruktur.....	40
3.4.3 Oppsummering av KIKK.....	42
3.4.4 SVIMA – Teori.....	42
3.4.5 Anvendelse av SVIMA.....	43
3.4.5.1 Innovasjon.....	43
3.4.5.2 Størrelse.....	44
3.4.6 Oppsummering av SVIMA.....	44
3.5 Oppsummering av den strategisk analysen.....	45

4 Regnskapsanalyse.....	46
4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	46
4.2 Presentasjon av historiske regnskap.....	47
4.3 Omgruppering for analyse.....	49
4.3.1 Omgruppering steg 1: Avsatt utbytte til egenkapital.....	50
4.3.2 Omgruppering steg 2: Dirty surplus som resultatelement.....	50
4.3.3 Omgruppering steg 3: Skille mellom normale og unormale poster...	51
4.3.4 Omgruppering steg 4: Skille mellom drift og finans.....	53
4.4 Analyse av målefeil.....	55
4.5 Omgruppert regnskap og balanse.....	57
4.6 Rammeverk for forholdstallanalyse.....	58
5 Analyse av risiko.....	59
5.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse.....	59
5.1.1 Kontantstrømanalyse.....	60
5.1.2 Likviditetsgrader.....	60
5.1.3 Rentedekningsgrad.....	62
5.1.4 Konklusjon likviditetsanalyse.....	63
5.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse.....	63
5.2.1 Egenkapitalprosent.....	64
5.2.2 Netto driftsrentabilitet.....	65
5.2.3 Konklusjon soliditet.....	66
5.3 Syntetisk rating.....	66
6 Analyse av avkastningskrav.....	67
6.1 Egenkapitalkrav.....	68
6.1.1 Risikofri rente, rf.....	68
6.1.2 Markedets risikopremie.....	69
6.1.3 Betaverdien.....	69
6.2 Netto finansielt gjeldskrav.....	71
6.2.1 Krav til finansielle eiendeler.....	72
6.2.2 Krav til finansiell gjeld.....	73
6.2.3 Krav til netto finansiell gjeld.....	74
6.3 Netto driftskrav.....	74
7 Analyse av lønnsomhet.....	75
7.1 Egenkapitalrentabilitet.....	76
7.2 Dekomponering av superrentabilitet i eksterne og interne forhold.....	77
7.2.1 Superrentabilitet i bransjen.....	77
7.2.2 Superrentabilitet internt i bedriften.....	78
7.3 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten i drift og finans.....	79
7.3.1 Analyse av netto driftsrentabilitet.....	80
7.3.2 Analyse av finansiell gearing.....	84
7.4 Konklusjon lønnsomhet.....	86
8 Framtidsregnskap.....	87

8.1	Rammeverk for fremtidsregnskap.....	87
8.2	Vekstanalyse og utvikling i budsjett drivere.....	88
8.2.1	Driftsinntekter.....	88
8.2.2	Budsjettering av netto driftseiendeler.....	90
8.2.3	Budsjettering av netto driftsresultat.....	91
8.2.4	Budsjettering av finansiell gjel og finansielle eiendeler.....	92
8.2.5	Budsjettering av netto finanskostnad.....	94
8.2.5.1	Budsjettering av risikofri rente.....	94
8.2.5.2	Budsjettering av finansiell gjeldsbeta.....	94
8.2.5.3	Kreditrisikopremie.....	95
8.2.5.4	Markedsrisikopremie.....	95
8.2.5.5	Finansiell gjeldsrente.....	95
8.2.6	Budsjettering av finansiell eiendelsrentabilitet.....	96
8.3	Fremtidsregnskap.....	97
8.3.1	Framskrivning av verd drivere.....	97
8.3.2	Presentasjon av fremtidsregnskap.....	99
8.4	Framskrivning av krav.....	101
8.4.1	Egenkapitalkravet.....	101
8.4.2	Krav til netto finansiell gjeld.....	101
8.4.3	Netto driftskapitalkrav.....	102
8.4.4	Krav til sysselsatt kapital.....	102
8.4.5	Presentasjon av fremtidskrav.....	103
9	Fundamental verdsettelse av Marine Harvest.....	103
9.1	Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	103
9.2	Verdsettelsen.....	105
9.2.1	Egenkapitalmetoden.....	106
9.2.2	Selskapskapitalmetoden.....	106
9.3	Konvergering.....	108
9.4	Sensitivitetsanalyse.....	109
9.4.1	Endringer i driftsinntektsveksten.....	110
9.4.2	Endringer i netto driftsmargin.....	110
9.4.3	Endringer i risikofri rente etter skatt.....	111
9.5	Komparativ verdsettelse.....	112
10	Oppsummering og konklusjon.....	113
11	Kildereferanser.....	115

1 Innledning

Vi vil her forsøke å forklare hvorfor vi har valgt Marine Harvest ASA og hva formålet vårt med oppgaven er. Vi vil også gi en kort forklaring til vår disposisjon.

Oppgaven vil basere seg på offentlig tilgjengelige regnskapstall fra 2008 til 2012. Da årsrapporten for 2012 ikke er offentliggjort enda vil vi her benytte kvartalsrapportene.

1.1 Valg av emne

Ved valg av emne var vi tidlig klar på at vi ønsket å skrive en oppgave i fundamental verdivurdering på 20 studiepoeng. Dette da vi ønsket å gå skikkelig i dybden av en verdsettelse og lære oss hvordan vi verdsetter ett større børsnotert selskap.

Når vi skulle velge selskap var vi klar på at vi ønsket noe som var typisk norsk. De siste tiårene har Norge blitt litt for opptatt av de vanvittige summene Norge tjener på olje. Dette har ført til at de aller fleste glemmer at det faktisk er andre mer bærekraftige eksportnæringer som også er viktige for Norge og vil være enda viktigere om vi ser langt fram i tid.

Allerede fra midten av 1800-tallet var eksport av fisk og trelast, samt bygging av skip veldig viktig for Norge. Dette sammen med Norges fokus på utvikling av bærekraftige energikilder dannet grunnlaget for vår søken etter ett foretak å skrive oppgave om. Etter litt fram og tilbake valgte vi å se nærmere på oppdrettsnæringen. Etter å ha studert markedet og de store svingningene fant vi næringen interessant og bestemte oss for å ta det største børsnoterte selskapet i bransjen, Marine Harvest ASA.

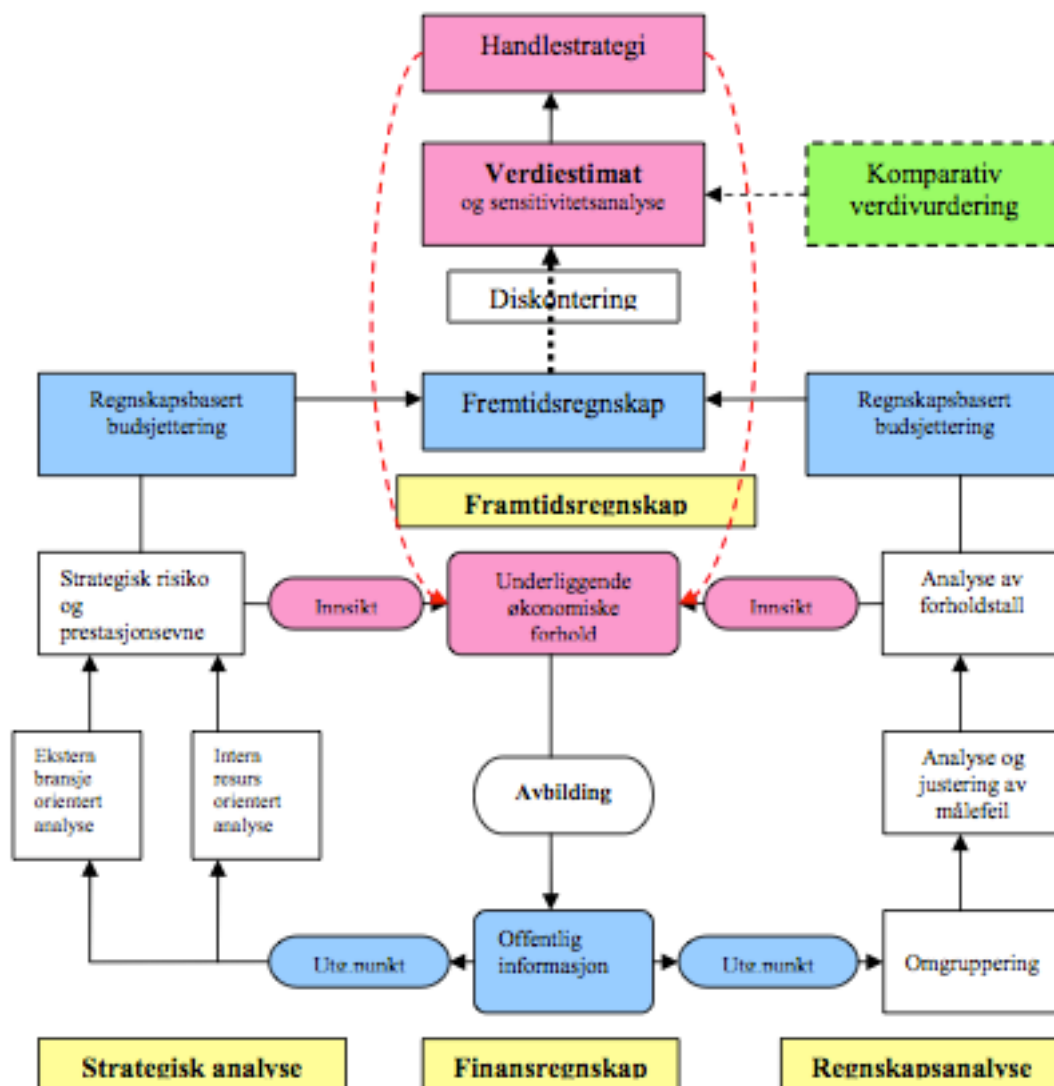
1.2 Formål

Vi vil forsøke å sette oss inn i Marine Harvest ASA fra en investors synsvinkel og finne det vi mener er en korrekt verdsettelse av selskapet. Vi vil forsøke å presentere vår oppgave på en slik måte at den er forståelig både for de mer interesserte men også for våre medstudenter og andre som kanskje ikke har like gode forkunnskaper.

1.3 Struktur

Oppgaven vår vil i all hovedsak følge disposisjonen foreslått av Kjell Henry Knivsflå. Oppgaven deler se da inn i 3 hoveddeler. Strategisk analyse, regnskapsanalyse og en verdsettelse av selskapet. Vi vil innlede med 3 kapitler som tar for seg Marine Harvest ASA og bransjen og gjennomføre en strategisk analyse. Del 2 inneholder en regnskapsanalyse hvor vi omgrupperer regnskapet, en analyse av risikoen, bestemmelse av avkastningskrav og en analyse av eventuelle strategiske fordeler. I del 3 skal vi forsøke å sette sammen ett framtidsbudsjett og gjøre en verdsettelse av selskapet.

Den forventede progresjonen i oppgaven er godt vist i figur 1



Figur 1. Rammeverk for fundamental verdsettelse

2 Presentasjon av bransje og virksomhet

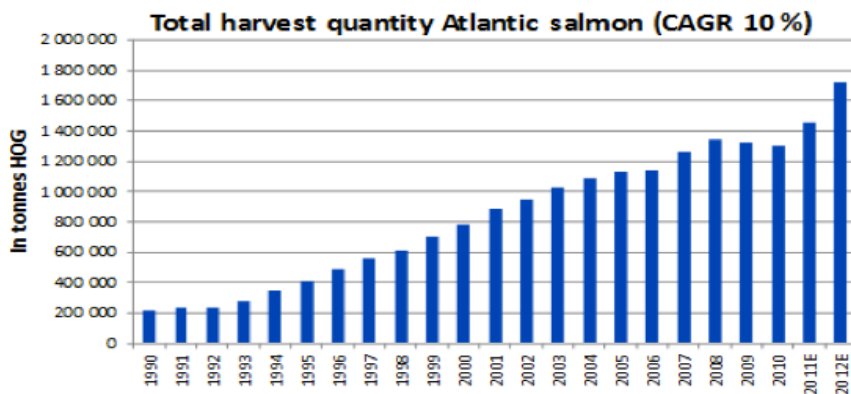
I dette hovedkapittelet og det neste vil vi bli kjent med selskapet. Dette er steg 1 i vårt rammeverk for fundamental verdsettelse og gir oss grunnlag for den strategisk analysen senere.

Vi starter dette hovedkapittelet med presentere bransjen i delkapittel 2.1 med hensikt å få en forståelse av industrien, markedet, prisutviklingen, konkurransesituasjonen og produksjonsprosessen. Dernest vil vi i delkapittel 2.2 se på hovedproduktet til oppdrettsbransjen og hvordan produksjonsprosessen utvikler seg. Til slutt vil vi i delkapittel 2.3 presentere konsernet Marine Harvest ASA og deres nåværende økonomiske posisjon, samt de valgte konkurrentene.

2.1 Bransjen

Vi vil i dette avsnittet ta for oss oppdrettsbransjens historiske utvikling og se på andre makroøkonomiske forhold. Fiskeoppdrett har lange tradisjoner i orientalske land, og fra Kina foreligger det dokumenter om fiskeoppdrett fra 4000 – 5000 år tilbake. Hovedproduktet i oppdrettsbransjen er atlantisk laks, men de siste årene har det blitt større satsning på nye arter som torsk og kveite. Næringen satser også betydelig på forskning og utvikling, blant annet på fôr, avl og vaksiner (regjeringen 2013).

De siste 20 årene har global lakseoppdrett hatt en enorm vekst. Figuren under viser totalt årlig slaktevolum på verdensbasis til og med 2011, med et estimat for 2011 (marineharvest.com 2013). Som vi ser viser den en gjennomsnittlig årlig økning (CAGR) på 10% siden 1990.

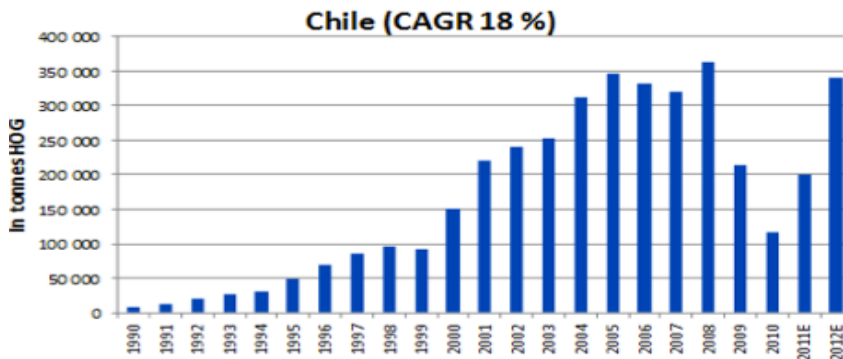


Figur 2. Totalt årlig slaktevolum av atlantisk laks på verdensbasis, 1990-2012.

Geografisk har oppdrettsmarkedet alltid vært dominert av noen få områder: Norge, Chile, Scotland, Canada og New Zealand. Grunnen er at produksjonsanleggene må med

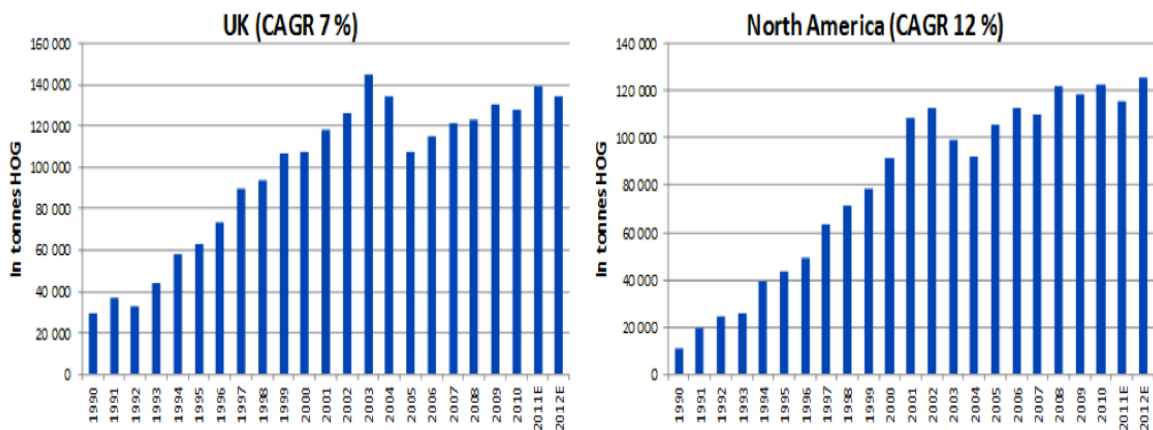
nødvendighet lokaliseres til fjordområder langs hele kysten for å utnytte produksjonskapasiteten i sjøen, og lokaliseringen vil på den måten fortsatt ha en distriktsprofil (Marine Harvest 2012).

Chile har den mest optimale kystlinjen og har økt produksjonen kraftig det siste tiåret. I 2007 ble den chilenske oppdrettsindustrien rammet av et virusutbrudd, som har preget bransjen i flere år. Siden 2010, har den chilenske industrien vært underlagt en enorm gjenoppbygging.



Figur 3. Årlig slaktevolum av atlantisk laks i Chile, år 1990 – 2012.

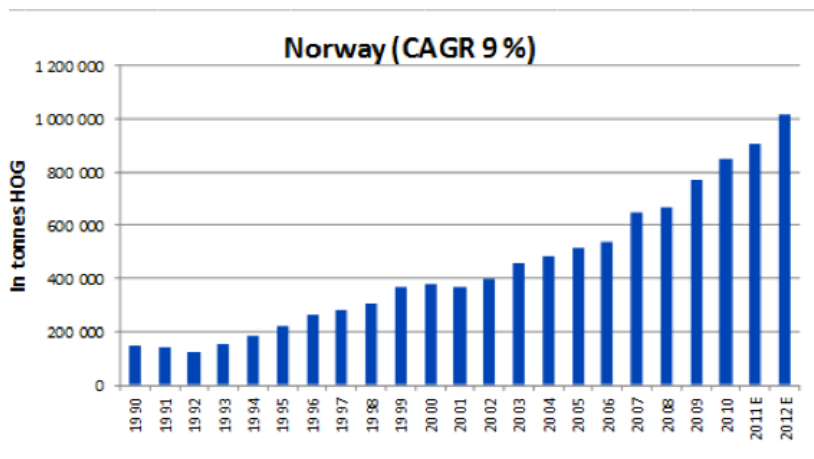
Produksjonen i Canada og Scotland har holdt et stabilt nivå de siste 5 årene og har ifølge Marine Harvest minimalt potensial for vekst (Marine Harvest 2012).



Figur 4. Årlig slaktevolum av atlantisk laks i Storbritannia og Nord-Amerika, år 1990 – 2012.

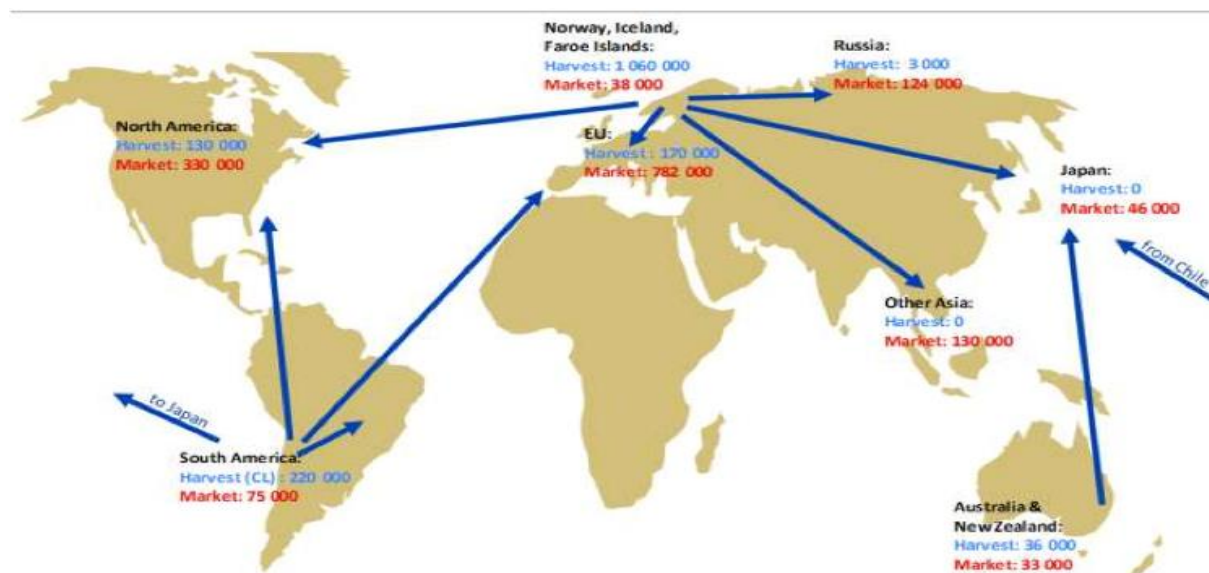
Norsk fiskeoppdrett begynte i liten skala i 1970-årene, og næringen har vokst de siste tiårene. En av årsakene til denne veksten var en endring av oppdrettsloven i 1991 som gjorde det mulig for én eier å ha flere konsesjoner. Det medførte videre endringer i bedriftsstrukturen fra en dominans av mindre enkeltforetak til større sammenslutninger organisert som aksjeselskap. I de nye bedriftsstrukturene integreres ofte flere deler av driftssyklusen fra settefisk via matfisk til slakteri, foredling og eksport. Tilknytningene kan være medeierskap, samarbeidsavtaler eller strategisk allianser (Marine Harvest 2012).

Norge er nå verdens største eksportør av oppdrettslaks. I 2010 ble det solgt rundt 1 million tonn laks og regnbueørret, dette tilsvarer rundt 200 kg fisk per nordmann (miljostatus.no 2010). De største aktørene i Norge er Marine Harvest, Lerøy Seafood, Salmar og Cermaq. Senere vil vi se på produksjonsvolumet for Marine Harvest og deres største konkurrenter (se figur 18).



Figur 5. Årlig slaktevolum av atlantisk laks i Norge, år 1990 -2012

Figuren nedenfor viser de globale handelsstrømmene av oppdrettslaks. Som vi ser av figuren eksporterer Marine Harvest det aller meste til Europa men også Russland, Asia og Nord Amerika er viktige markeder. Oseania er i stor grad selvforsynt.



Figur 6. Globale handelsstrømmer av atlantisk oppdrettslaks for 2011.

En ny trend siden begynnelsen av dette årtuset har vært at den norske fersklaksen har møtt stor konkurranse fra chilensk frossenlaks i det europeiske markedet. Dette, sammen med sterk konkurranse mellom norsk og chilensk laks i det japanske markedet, og økt eksport fra

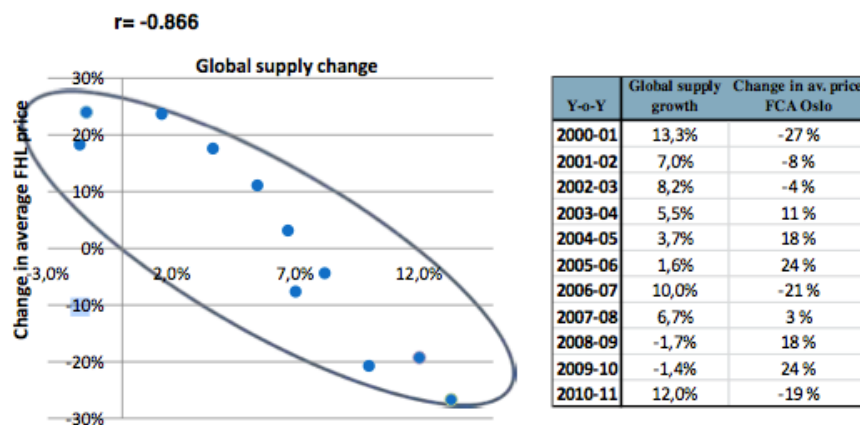
Scotland og Norge til USA, har ført til at markedet blir mer globalisert. Likevel vil det fortsatt være regionale markeder for fersk laks (Marine Harvest 2012).

Ettersom fersk laks må forbrukes i samme periode som produksjonen vil det på kort sikt være vanskelig å justere produksjonsnivået. Dette fører til at markedstilbudet blir svært uelastisk på kort sikt, og sammen med en sesongvarierende etterspørsel gir dette en høy prisvolatilitet i markedet. De viktigste faktorene som påvirker markedsprisen for laks er (Marine Harvest 2012):

- Tilbud (absolutt og sesongmessige variasjoner)
- Etterspørsel (absolutt og sesongmessige variasjoner)
- Globalisering av markedet (arbitrasjemuligheter mellom regionale markeder)
- Fleksibilitet av markedskanaler
- Kvalitet

Vekst i det globale tilbudet er estimert til totalt 119 % i perioden 2000-2012.

Regresjonsanalysen under viser at årlig tilbudsending forklarer 86,6 % av de årlige lakseprisendringene i denne perioden (Marine Harvest 2012). Dette viser at tilbudet har en stor innflytelse på prisen i markedet for laks.



Figur 7. Regresjonsanalyse. Estimering av tilbudskurve for atlantisk laks

2.2 Produktet

Fiskeoppdrett inngår i begrepet akvakultur, og omfatter kunstig befruktning, klekking, yngelpleie og oppfôring av fisk i fangenskap. I Norge forbinder vi fiskeoppdrett først og fremst med oppdrett av laks og regnbueørret (snl.no 2003).

Oppdrettslaksens livssyklus starter som villaksen, i ferskvann. Fisken går gjennom flere utviklingsstadier før fisken kan settes i sjøen. Den første delen av fiskens livssyklus skjer i et settefiskanlegg. Rogn fra hunnlaksen blandes med melke fra hannlaksen, og man får befruktede egg. Etter klekking lever fisken av næringen som finnes i en pose på magen – en plommesekk. Etter 10 – 15 måneder i ferskvannstanker, er laksen klar til å leve i saltvann, og kan settes ut i merder i havet (Marine Harvest 2012). Den kalles da smolt, og mengden av smolt regnes som et godt signal på fremtidig tilbud av laks. Ved oppdrettsanleggene føres fisken med pellets. Fiskefôr lages av både marine råvarer og planteråvarer, som blandes sammen slik at fisken får det den trenger av næringsstoffer (matportalen.no 2010).

Når fisken har nådd rundt 5 kg fraktes den med brønnbåt til slakteriet (snl.no 2003). Mesteparten av norskprodusert fisk sløyes, legges på is i kasser og eksporteres med lastebil eller fly, der den tilberedes videre (Marine Harvest 2012).

2.3 Marine Harvest

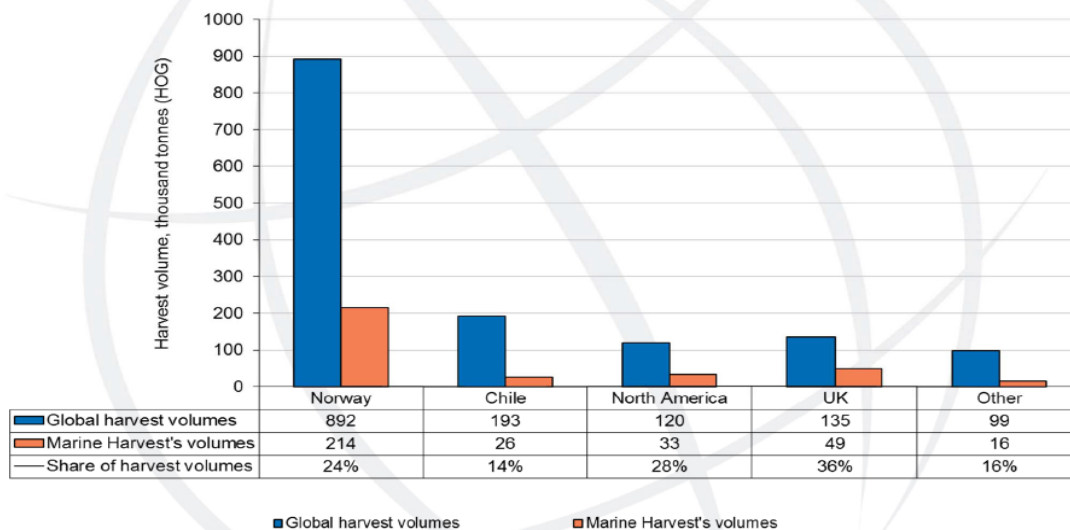
I juni 2005 kjøpte John Fredriksen gjennom sitt selskap, Geveran Trading Ltd, det norske oppdrettsselskapet Pan Fish ASA. Utover høsten fortsatte Geveran Trading Ltd sine oppkjøp ved å kjøpe Fjord Seafood ASA og Marine Harvest N.V. I 2006 valgte Geveran Trading Ltd å fusjonere Fjord Seafood ASA og Marine Harvest N.V inn i Pan Fish ASA. Det nye selskapet tok navnet Marine Harvest ASA og er registrerte på Oslo Børs med hovedkontor i Bergen. John Fredriksen eier i dag 17,63% av aksjene i Marine Harvest ASA. Nest største eier er folketrygdfondet med sin eiendel på 5,1%. (purehelp.no 2013)

Figur 8. Utvikling i aksjekursen for Marine Harvest

Grafen ovenfor viser kursutviklingen til Marine Harvest ASA de siste 5 årene. Aksjekursen er som vi ser svært volatil. Fra en toppnotering på 7,0 28.april 2011 til bunnotering på 0,97 24.november 2008. Bunnoteringen er historisk sett den dårligste noteringen av selskapet. Historisk sett er toppnoteringen for selskapet 8,3 fra 14.februar 2007. I løpet av 2012 har aksjekursen steget jevnt, fra 2,61 ved årets start til 5,12 ved årets slutt. Trenden har fortsatt også i 2013. Bunnoteringen fra november 2008 kommer i stor grad fra store tap vedrørende driften i Chile hvor hele næringen slet stort med problemer knyttet til lakselus.

Marine Harvest ASA er i dag verdens største aktør innenfor oppdrettsnæringen og kontrollerer omtrent 20% av verdensmarkedet. De har totalt 6200 ansatte fordelt over 22 land. I Norge har Marine Harvest ASA en markedsandel på 24% og totalt 1270 ansatte. I Norge har vi akvakulturloven som regulerer markedsandelen for produksjon av oppdrettsfisk. «Erverv av inntil 25 prosent av biomassen kun foretas på nærmere vilkår og etter tillatelse fra departementet. Erverv utover en fjerdedel av den totale biomassen er ikke tillatt». Denne regelen ble erklært ugyldig av ESA-domstolen i juli 2012 så Marine Harvest ASA kan i framtiden bli enda større her i Norge.

Marine Harvest - Global farming network



Figur 9. Produksjonsandeler for Marine Harvest ASA i 2011

Selskapet har i stor grad plassert sin produksjon til Norge, Chile, Skottland, Canada, Irland og Færøyene. Som vi ser at figuren over har Marine Harvest betydelige produksjonsvolum i flere av de største markedene i verden. Marine Harvest Norge er størst. Verdiforedling finner også sted i USA, Frankrike, Belgia, Nederland og Polen. Marine Harvest har ett bredt salgsnettverk over store deler av verden. Dette illustreres av figuren nedenfor.



Figur 10. Salgsnettverk for Marine Harvest ASA

Marine Harvest ASA fokuserer på å ha full kontroll over hele verdikjeden. Fra produksjon av stamfisk, rogn, smolt, matfisk og prosessering, til distribusjon og salg. Salg foregår til om lag 50 forskjellige land. Marine Harvest produserer både fersk og frossen fisk og videreforedlede produkter. MH VAP Europe (Value added processing) med hovedkontor i Brugge Belgia står for produksjonen av videreforedlet fisk. De produserer blant annet panert fisk, røkt laks, diverse fingermat og ferdigmåltider. Ca 70 % av all videreforedling er basert på laks.

Den økonomiske situasjonen i Marine Harvest ASA er god. I en bransje som er svært syklisk vil det alltid variere fra år til år da salgsprisen på laks kan bevege seg ganske kraftig opp og ned på kort tid. I 2011 var omsetningen på 16 133 millioner NOK mens resultatet var på 1 120 millioner NOK før skatt. Dette gir en resultatgrad på 7,5 % som er helt greit. Tilsvarende resultatgrad i 2010 var på 21,67% (Marine Harvest 2012). Vi kan dog ikke se på resultatet i regnskapet her da dette vil svinge veldig fra år til år basert på prisendringer i laksen og den videre verdivurderingen av varer i arbeid. Dette vil vi komme tilbake til i omgruppert regnskap.

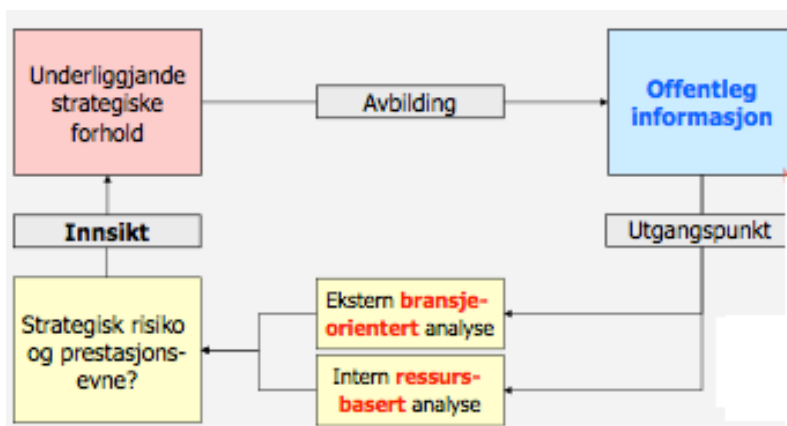
Kapitalen i Marine Harvest ligger som for de fleste i bransjen rundt 50%. Marine Harvest ASA har de siste årene redusert andelen innskutt egenkapital fra 11 621 millioner NOK i 2009 til 2 740 millioner NOK i 2011. Dette er gjort i stedet for å betale ut utbytte og har medført en reduksjon i egenkapitalandel fra 56 % i 2009 til 47 % i 2011. Opptjent egenkapital er på 8 0250 millioner NOK pr.2011 og ser bra ut (Marine Harvest 2012). Den finansielle situasjonen i Marine Harvest ASA er ved første øyekast bra. Vi vil komme mer tilbake til dette i vår analyse og kan forhåpentligvis i slutten av oppgaven konkludere bedre på selskapets framtidsutsikter.

3 Strategisk analyse

Den strategiske analysen skal støtte opp under regnskapsanalysen, og sammen danner de grunnlaget for fremtidsregnskapet. Vår strategiske analyse består av tre deler, en analyse av makroøkonomiske forhold, en bransjeanalyse og en intern analyse. I delkapittel 3.1 vil vi kort gjøre rede for rammeverket for den strategiske analysen. Deretter vil PESTEL analysen i delkapittel 3.2 avdekke makroøkonomisk forhold som kan påvirke lønnsomheten i bransjen. Videre vil vi i delkapittel 3.3 benytte Porters fem krefters modell til å kartlegge de eksterne omgivelsene og identifisere trusler mot lønnsomheten i bransjen. Til slutt vil SVIMA-testen og KiKK i delkapittel 3.4 kartlegge eventuelle interne ressurser og kapabiliteter, som kan danne grunnlag for varige konkurransefortrinn og mulig tilstedeværelse av superprofitt for bedriften.

3.1 Rammeverk for strategisk analyse

Utgangspunktet for den strategiske analysen er offentlig informasjon. Dette brukes som input i både den eksterne bransjeanalysen og den intern ressusbaserte analysen. Resultatet av den strategiske analysen vil gi oss virksomhetens strategiske presentasjonsevne, dvs. evnen til å generere en strategisk fordel. Dette vil videre gi oss innsikt i de underliggende strategiske forhold, og senere knyttes opp mot regnskapsanalysen. Rammeverket for den strategiske analysen kan du se av figuren under (Knivsflå, 2012).



Figur 11. Rammeverk for strategisk analyse

3.2 PESTEL-analyse

Vi begynner den strategiske analysen med å se på ulike makroøkonomiske forhold som kan påvirke lønnsomheten i oppdrettsbransjen. Til dette formålet har vi altså valgt å gjennomføre en PESTEL-analyse. PESTEL-analysen er en engelsk videreutvikling av den mye brukte PEST-analysen. PESTEL står for Political, Economica, Social, Technological, Environmental og Legal. På norsk er dette oversatt til Politiske forhold, Økonomiske forhold, Miljømessige forhold, Sosiokulturelle forhold, Teknologiske forhold og juridiske forhold.

Modellen kan brukes som en del av den eksterne analysen eller som en enkeltstående analyse av makroøkonomiske forhold. Ofte brukes modellen i markedsundersøkelser og som her, i en strategisk analyse. Analysen kan gi viktige svar på markedsutvikling, markedsposisjon, potensiale og i hvilken retning organisasjonen bør rette sine framtidige prosjekter.

Modellen under er hentet fra den norske læreboken, Strategi – en innføring (Roos, Von Krogh, Roos og Fernstrøm, 2005). Figuren viser de 6 delene og hvilke faktorer som kan fokuseres på for hver enkelt kategori.

Politiske forhold	Økonomiske forhold	Miljømessige forhold
Skattepolitikk	Sykluser	Forurensnings- og utslippskvoter
Privatiseringspolitikk	Trender i BNP	Påvirkning på naturen
Valutapolitikk	Rentenivå	Gjenvinningsmuligheter
Stabilitet hos myndigheter	Inflasjon	Ressursmangel
	Disponibel inntekt	Økte energikostnader
	Energitilgang og -kostnad	Kundenes holdninger til miljøvern
Sosiokulturelle forhold	Teknologiske forhold	Juridiske forhold
Demografi	Offentlig forskning	Monopollovgivning
Inntektsfordeling	Fokus på teknologi	Miljøvernlovgivning
Sosial mobilitet	Nye oppdagelser	Handelsreguleringer
Holdninger til arbeid	Teknologioverføring	Arbeidsreguleringer
Konsum	Mislykkede prosjekter	
Utdanningsnivå		

Figur 12. Ulike faktorer i PESTEL-analysen

3.2.1 Politiske forhold

Ved politiske forhold tenker vi først og fremst på politiske beslutninger som kan medføre endrede markedsforhold for bedriften og bransjen. I Norge har vi i utgangspunktet et ganske stabilt politisk miljø og en endring i regjering vil ikke nødvendigvis medføre endrede forutsetninger for oppdrettsnæringen.

Det er likevel flere faktorer som er verdt å nevne.

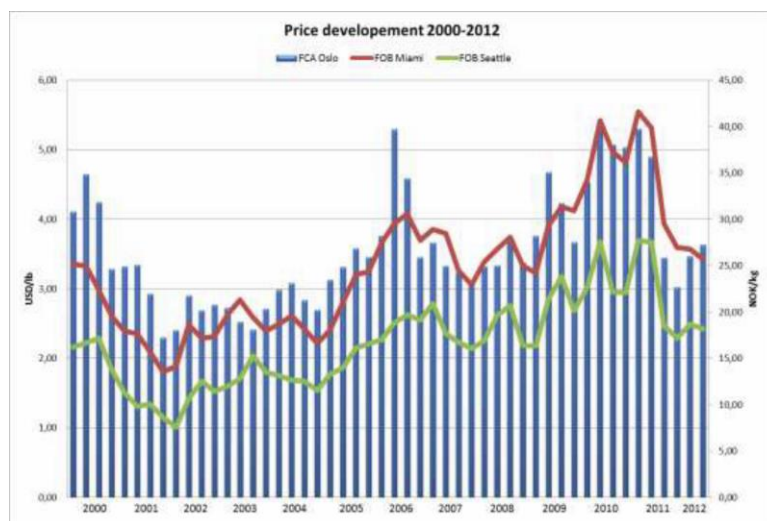
- I 2010 ble den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo tildelt Nobels fredspris. Den kinesiske regjeringen mente at den norske nobelkomiteen og den norske regjeringen går for det samme og har siden dette vært svært negativ til alt som har med Norge å

gjøre. Enkelte ting som at nordmenn er de eneste i Vest-Europa som må ha visum for å komme inn i Kina er mer for å understreke ett poeng men fiskeeksporten til Kina ble ilagt særdeles strenge krav fra kinesiske myndigheter i 2010. Dette har i følge eksperter endret seg noe men er fortsatt ikke på hva som regnes for normalnivå (e24.no 2010).

- Norge er den siste Sovjetstat er hva lederskribent Eric Erfors i en kronikk hos svenske Expressen sier om Norge. Utsagnet er kanskje ikke helt korrekt men kritikken er likevel relevant. Norge økte i 2013 tollsatsene på importert kjøtt og ost til ett slikt nivå at det har skapt reaksjoner i EU. Om dette medfører reaksjoner vil dette mest sannsynlig bety økte tollsatser for vår eksport av laks, noe som igjen vil gjøre det vanskelig for Marine Harvest sitt salg til det Europeiske markedet (e24.no 2013).

3.2.2 Økonomiske forhold

Med økonomiske forhold mener vi makroøkonomiske aspekter som kan påvirke bransjen. Det kan være endringer i rente, endring i BNP for importlandet, kraftig inflasjon, endringer i råstofftilgang/pris eller en endring i etterspørsel/pris av produktet. Disse faktorene er alle viktige for å kunne forutsi og være klar for eventuell lavkonjunktur i markedet.



Figur 13. Prisutvikling for atlantisk laks 2000-2012

De siste årene har tilbudet av laks vært høyt i forhold til forbruket, dette har medført en relativt lav laksepris men ringvirkninger både for inntjening og aksjepris. Prisen er derimot nå på vei opp og trenden i markedet tyder på at flere og flere kjøper laks. Laks er sunt og trenden i dag er «sunt er godt». Oppdrettsnæringen er avhengig av å utvikle seg videre og nå nye markeder for å kunne ekspandere. Fiskerieringen har alltid vært veldig konjunkturutsatt,

både for oppdrettsnæringen og vanlig havfiske. Fiskeren i Lofoten får faktisk mindre pr.kg torsk nå enn for 15 år siden. Det samme gjelder også for laksen. Produsert volum av laks går jevnt opp og derfor er det viktig å skape nye markeder å sørge for at etterspørselen øker tilsvarende eller mer en tilbudet.

Som vi ser av figur 5 er det store deler av verden som ikke er omfattet av markedet til Marine Harvest, for å kunne utvikle seg videre og sikre enda bedre priser på laks er de avhengige av å penetrere disse markedene og enten stjele markedsandeler fra konkurrenter eller skape ny etterspørsel selv. Med utvikling i tradisjonelle "u-land" vil det skapes nye markeder, Asia er allerede på vei opp og med tiden vil også Afrika være ett mulig marked.

Marine Harvest baserer seg i stor grad på eksport, dette gjør de i utgangspunktet svært sårbar for valutasvingninger. Spesielt ovenfor Euroen som er den valutaen de handler mest i. Denne risikoen har Marine Harvest delvis sikret seg for gjennom omfattende valutasikring.

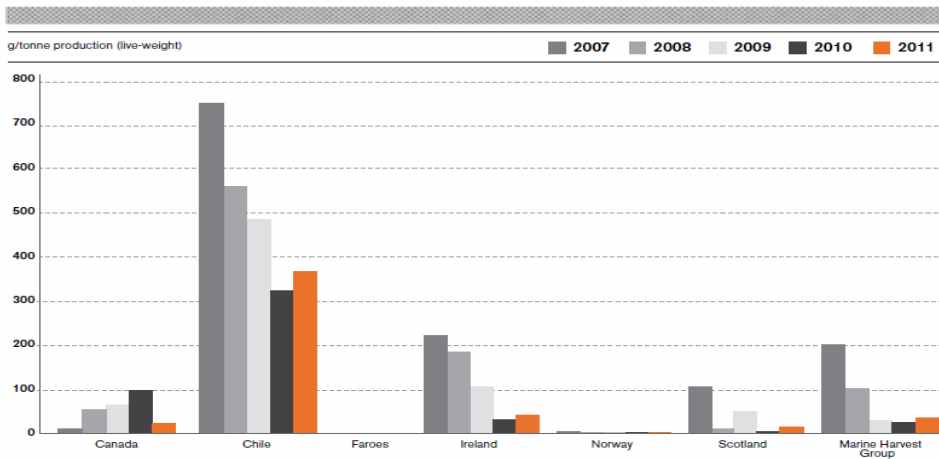
3.2.3 Miljømessige forhold

Oppdrettsnæringen sine miljømessige utfordringer, som lakselus og rømming av laks, er tidkrevende og koster mye penger. Blant annet er oppdrettere er pålagt å holde nøye kontroll med mengden av lus i anlegget, og hvis konsentrasjonen kommer over et vist nivå er oppdretteren pålagt å gjøre tiltak. Man bruker da biologisk bekjemping som leppefisk eller legemidler som er godkjent av Statens Legemiddelverk (mattilsynet.no 2010).

I 2011 var det i alt registrert 7 tilfeller i verden hvor Marine Harvest mistet fisk ut i havet. Antallet fisk er estimert til å være 71 500. Dette er under halvparten av antallet rømte fisk i 2010. Visjonen til Marine Harvest er å ha 0 rømte fisk, dette samstemmer med myndighetenes krav til oppdrettsnæringen og er innen rekkevidde (Marine Harvest 2012).

I media hører vi ofte om den berømte lakselusen. Dette sammen med diverse sykdommer som IPN (infeksiøs pankreasnekrose) er viktige fokusområder for Marine Harvest. I følge årsrapporten til Marine Harvest var det i 2011 ikke store problemer med lakselus eller sykdom. Den eneste sektoren med over 1 lus pr fisk i snitt var Chile. Chile har for øvrig vært en stor utfordring for alle aktører siden 2007 (Marine Harvest 2012).

ANTIBIOTICS USE BY COUNTRY 2007–2011



Figur 14. Marine Harvests bruk av antibiotika i ulike land for 2007-2011

En annen miljømessig utfordring er utslipp av næringssalter og kjemikalier. Næringssalter er helt naturlig og fungerer som gjødsling av havbunnen. Problemet er da overgjødsling som medfører unormalt store mengder av alger. Kjemikalier som brukes til blant annet bekjemping av lakselus kan påvirke livet for planter og andre sjødyr på havbunnen, men dette er det enda ikke forsket tilstrekkelig på.

Den største utfordringen er altså oppdrettslaksens påvirkning av villaks og sjørørret. Det er derfor viktig å holde nivået av lakselus på ett minimalt nivå samt å redusere antall rømminger til ett tilnærmet nullnivå.

3.2.4 Sosiokulturelle forhold

Med sosiokulturelle forhold tenker vi på hvilke trender og utvikling som kan antas å gjelde for fremtiden.

Konsumet av fisk er på vei opp, det er en sterk trend i det vestlige samfunnet at vi spiser sunnere. Laksen er sett på som selve symbolet på å spise sunt og fokuset på omega 3 er virkelig på vei inn i det europeiske markedet. Laks er både godt og sunt og den viktigste bidragsyteren til «gratis» omega 3. For å dekke dagsbehovet med omega 3 må du faktisk bare spise 12 gram laks, så en god laksemiddag dekker fort hele omega 3-behovet for hele uken.

Laks var tidligere mer sett på som «luksusmat» men har nå fått status som hverdagsmat som alle har råd til. Selv i Norge hvor det tradisjonelt har vært veldig god tilgang til hvit fisk er nå

laks hverdagsfiske de fleste velger og de skal ha en enkel fiskemiddag. Laksen blir også mer og mer brukt av yngre mennesker.

3.2.5 Teknologiske forhold

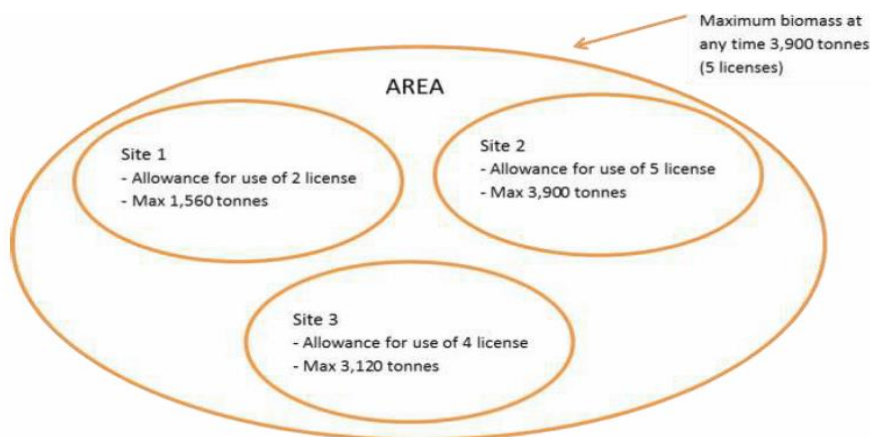
Oppdrettsnæringen er i utgangspunktet ikke av de mest teknologiske industriene, det meste av produksjonen skjer uten store nyvinninger. Det satses dog hardt på forskning for å minske sykdom, mengde av lakselus og sikring av laks mot rømming. Dette gir gode utsikter for framtiden og antagelsene våre er at antall store rømminger vil fortsette å gå ned. Utsiktene for sykdom på fisken er slik det ser ut i dag gode men hvordan sykdomsbildet kan utvikle seg framover i tid er vanskelig å spå.

Den teknologiske delen kommer mest inn ved videreforedlingen, det er ikke lengre slik at det står en mann på bryggen og fileterer for hånd. Store fileteringsmaskiner har tatt over hele denne prosessen og disse er i dag så effektive at det ikke finnes store rom for mer effektiv jobb.

Utviklingen ligger i smolten som det finnes flere prosjekter for å øke størrelsen på. Så fremt myndigheter tillater det vil det i framtiden komme flere prosjekter på genmanipulering av fisken for å øke størrelse og minske veksttid.

3.2.6 Juridiske forhold

I Norge er oppdrett av laks strengt regulert. Marine Harvest har i flere år kontrollert i underkant av 25% av det norske markedet og ikke hatt muligheten til å ekspandere utover dette grunnet særnorske regler som forbyr en enkelt aktør å eie mer enn 25 %. Det har heller ikke vært mulig å kontrollere mer enn halvparten av produksjonskapasiteten i en enkelt sone. 11.07.12 tok EFTAs overvåkingsorgan ESA en avgjørelse og erklærte at disse særnorske reglene var ulovlige. Dette er en stor seier for Marine Harvest og det er ventet at de vil starte oppkjøp av mindre norske selskap innen for næringen så snart denne regelen er fjernet helt.



Figur 15. KONSEJONSTILDDELING FOR FISKERINÆRINGEN I NORGE

Alle produksjonsregionene har regler for maksimal tillatt biomasse, i Norge er denne grensen på 780 tonn biomasse pr. lisens (900 i Troms og Finnmark). De fleste Norske oppdrettsanlegg har et maksimalt tillatt antall på 2340 til 3120 (se figur ovenfor).

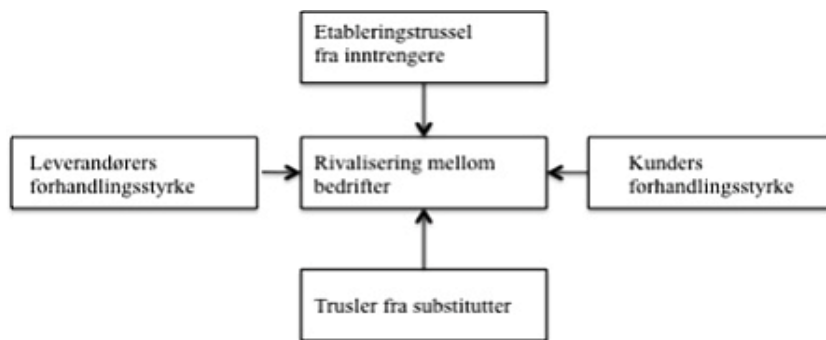
3.2.7 Oppsummering av PESTEL

Etter å ha gått gjennom de makroøkonomiske forholdene så ser vi at framtidsutsiktene for Marine Harvest virker ganske bra. De viktigste faktorene er:

- Verden spiser stadig mer fisk.
- Eksportproblemene til Kina har avtatt noe men er fortsatt ikke helt overstått.
- Problemene med sykdom for laksen er avtagende og virker å være under kontroll
- Restriksjoner på markedsandel i det norske produksjonsmarkedet kan endres eller fjernes og vil medføre økt mulighet for ekspansjon.

3.3 Porters 5K

Vi vil i denne delen analysere eksterne omgivelsene til Marine Harvest ASA. Det finnes flere faktorer som påvirker en bransjes konkurranse og lønnsomhet. For å kunne klassifisere og analysere slike faktorer har Michael E. Porter utviklet et kjent rammeverk kalt Porters 5K modell (Porters Five Forces Framework, se figur. 16). Dette rammeverket bygger på tanken om at en bransjes lønnsomhet bestemmes av fem ulike krefter. Disse fem kreftene er henholdsvis rivalisering, konkurranse fra substitutter, kunders forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt, og konkurransen fra nyetableringer (Porter, 2008).



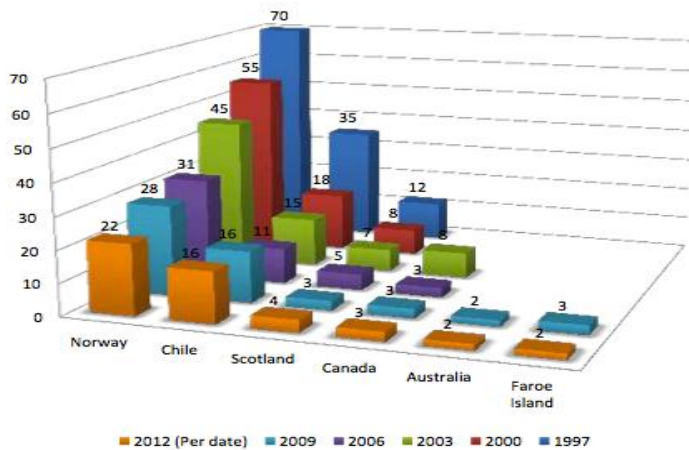
Figur 16. Porters 5 krefter

3.3.1 Rivalisering

Rivalisering bygger på konkurransen fra bedriftens direkte konkurrenter. Kjentetegn på høy rivalisering kan være hyppig priskutting, hyppig introduksjon av nye produkter, og/eller intense reklamekampanjer. Eksempler på faktorer som påvirker rivaliseringen mellom bedrifter i bransjen kan være konsentrasjonen av selgere, konkurransestrukturen, vekstmuligheter, produkt differensiering og etterspørselsforhold (Porter, 2008).

I Norge er de fire største selskapene Marine Harvest, Lerøy Seafood, Salmar og Cermaq. Disse har i 2011 produksjonsandeler på henholdsvis 24%, 12,9 %, 10,3 % og 4,2 % (Marine Harvest 2012).

Historisk sett har oppdrettsbransjen vært preget av mange små selskaper. Spesielt i Norge har dette vært tilfellet, hvor en har favorisert en mer desentralisert organisasjonsstruktur og lokale eierstrukturer. Etter opphevingen av konsesjonseierbegrensningen i 1991, har imidlertid eierstrukturen endret seg, fra en lang rekke små bedrifter tilknyttet et fåtalls konsesjoner, til internasjonale selskaper med en flere hundretalls konsesjoner (regjeringen.no 2012). Eksempel på den økende konsolideringen i oppdrettsnæringen kan vi tydelig se av figuren under:



Source: Kontali Analyse

Figur 17. Antall store produsenter i ulike produksjonsland

Figuren viser antall store produsenter i hver av de seks produksjonslandene. En stor produsent defineres som et selskap som produserer over 80 % av oppdrettslaksen i sin region. I 1997 var det i Norge, Chile og Skottland til sammen 117 store konkurrerende produsenter av oppdrettslaks. Per dags dato har antall store produsenter i de samme landene, blitt redusert med 64 % til 42 (Marine Harvest 2012).

Figuren under viser antall tonn produsert oppdrettslaks for de største selskapene i 2011.

tonnes HOG								
	Top 10 Norway	H.Q.	Top 10 UK	H.Q.	Top 10 North America	H.Q.	Top 10 Chile	H.Q.
1	Marine Harvest	217 500	Marine Harvest	50 100	Cooke Aquaculture	34 200	Marine Harvest	26 800
2	Lerøy Seafood	117 000	The Scottish Salmon Company	23 000	Marine Harvest	33 900	Salmones Multiexport	25 200
3	Salmar	93 000	Scottish Seafarms	21 800	Cermaq	21 300	Pesquera Los Fiordos	22 500
4	Cermaq	37 900	Morpol (Meridian Seafood)	20 800	Grieg Seafood	12 200	Australis Seafood	18 000
5	Grieg Seafood	31 500	Grieg Seafood	14 800	Northern Harvest	9 000	Cermaq	15 400
6	Nordlaks	26 100	*	*			Salmones Cupquellan (Cooke)	13 500
7	Nova Sea	25 200					Empresas Aquachile	12 900
8	Alsaker Fjordbruk	24 800					Invertec	11 200
9	Bremnes Seashore	21 000					Aquinova (Pesca Chile)	8 100
10	Norway Royal Salmon	18 800					Salmones Friosur	7 200
	Top 10	612 800	Top 10	130 400	Top 10	110 600	Top 10	160 700
	Others	292 200	Others	8 800	Others	4 900	Others	38 200
	Total	905 000	Total	139 200	Total	115 500	Total	198 900

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

Source: Kontali Analyse

Figur 18. Antall tonn produsert oppdrettslaks for de største selskapene i 2011

Som vi ser av figuren er Marine Harvest det desidert største selskapet, og står for hele en fjerdedel av produksjonen i Norge, og en tredjedel av produksjonen i Nord- Amerika. Vi ser videre at de 10 største aktørene står for hoveddelen av markedet. Totalt sett kan vi si at markedet er noe fragmentert, men viser en klar trend mot økende konsolidering. Konkurransestructuren er monopolistisk konkurranse.

Som nevnt i delkapittel 2.1 var vekst i det globale tilbudet estimert til 119 % i perioden 2000-2012 (Marine Harvest 2012). Aktørene i oppdrettsnæringen kan konkurrere ved å utvide i stedet for å kapre markedsandeler fra hverandre, noe som svekker rivaliseringen i bransjen. Likevel er det ikke ubegrenset vekstmuligheter.

Eierskap av konsesjoner til oppdrett av laks og ørret har siden 2005 vært regulert i en egen forskrift av akvakulturloven. I følge forskriften må man søke Fiskeri- og Kystdepartementet om tillatelse til å tilegne seg eller eie mer enn 15 prosent av konsesjonsmassen og det er ikke tillatt å erverve mer enn 25 prosent av konsesjonsmassen (lovdata.no 2010). Siden 2009 har det ikke vært delt ut nye konsesjoner (Marine Harvest 2012).

Antall tildelte matfiskkonsesjoner

- o 2007: 929
- o 2008: 916
- o 2009: 988
- o 2010: 991
- o 2011: 990
- o 2012: 990

Figur 19. Antall tildelte matfiskkonsesjoner 2007-2012

Mangel på konsesjoner gjør oppkjøp til den mest attraktive vekststrategien for oppdrettsprodusentene. Dette vil videre senke utgangsbarrierene generelt i bransjen og redusere rivaliseringen mellom bedriftene.

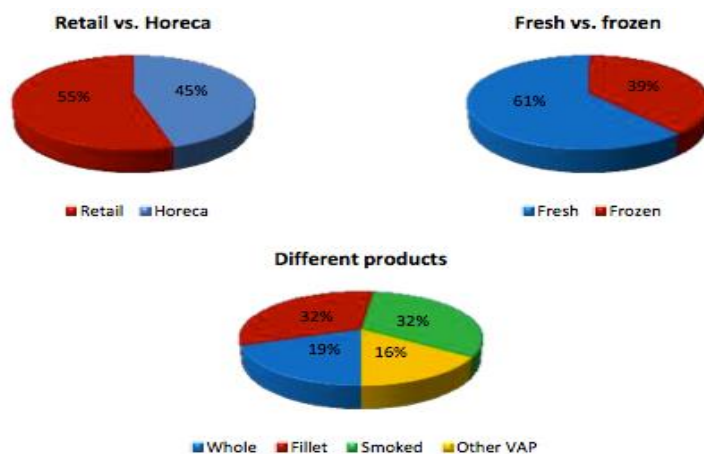
Marine Harvest klaget i oktober 2010 den gjeldene eierskapsbegrensningen inn til ESA (EFTAs overvåkningsorgan), som videre hevder at de norske reglene strider mot EØS-reglene. Fiskeridepartementet har nå forslått endringer i eierskapsreglene for havbruksnæringen, og har åpnet for at enkeltselskaper kan eie mer enn 25 % av produksjonskapasiteten i lakseoppdrettsnæringen (e24.no 2010). Oppdrettsbransjens fremtid vil trolig bli preget av ytterligere konsolidering, med hyppige oppkjøp og store kapasitetsutvidelser.

En annen faktor som påvirker rivaliseringen mellom bedrifter i en bransje er graden av produktdifferensiering. Michael E. Porter definerer en differensieringsstrategi som: *en strategi hvor et firma forsøker å være unikt innen sin bransje, langs noen dimensjoner som verdsettes av kundene. Den velger en eller flere attributter som mange kjøpere innen bransjen oppfatter som viktig, og posisjonerer seg for å møte disse preferansene. Klarer man å tilføre produktet sitt andre kvaliteter enn sine konkurrenters produkt, vil man kunne oppnå en høyere pris* (Porter, 2008).

Oppdrettslaks er imidlertid en svært homogen vare, og produsentene har begrensede muligheter til å differensiere sine produkter. De fleste produsentene velger å satse på store volum av standardprodukter, noe som medfører at konkurransen i bransjer er mer eller mindre prisbasert. Dette gir en sterkere rivalisering enn om konkurransen var basert på produkt differensiering.

Det finnes imidlertid bedrifter som har innsett at de ikke er i stand til å konkurrere på pris, og at de for å kompensere for sine kostnadsulempene har blitt tvunget til å fokusere på andre egenskaper enn lav pris. For å se nærmere på hvordan produsentene forsøker å differensiere sine produkter, kan vi skille mellom fysiske og abstrakte produkt egenskaper. Eksempler på fysiske egenskaper er emballasjen, vekt, fersk eller frossen, røykt eller ikke, hvordan laksen er filtrert osv.

Figuren under viser fordeling av ulike markedssegmenter av oppdrettslaks i EU (Marine Harvest 2012).



Source: Kontali Analyse

Figur 20. Fordeling av ulike markedssegmenter for oppdrettslaks i EU

Den vanligste måten oppdrettere differensierer seg på er salgskombinasjonen mellom fersk eller frossen laks. Fisk solgt i frossen tilstand gir mulighet til å nå det globale markedet på grunn av lavere transportkostnader og fordi det kan fraktes over lengre avstander. På den annen side får man ikke like god pris for frossen fisk som fersk fisk. Per 04.02.2013 var eksportprisen for fersklaks 34,84 kr/kg, mens for frossen laks var eksportprisen 33,27 kr/kg (ssb.no 2013). Prisen for fersk og frossen laks svinger mye som følge av høy prisvolatilitet, og evne til å variere tilbudet mellom disse vil kunne gi redusert prisrisiko og økonomiske fordeler ved at man hele tiden kan tilby det produktet kundene etterspør. Dermed vil man til

enhver tid få den mest effektive prisen.

Abstrakte egenskaper kan være service, kvalitet, merkevarenavn eller om den er økologisk produsert eller ikke. Myndighetenes høye krav til distribusjon, næringsinnhold og miljø- og matsikkerhet gjør det imidlertid vanskelig for oppdrettere å differensiere seg innenfor service og kvalitet, spesielt i Norge (fiskedir.no, 2012). Produsenter som ønsker å tilby bedre kvalitet eller service må trolig gjøre dette på bekostning av kostnadsnivået.

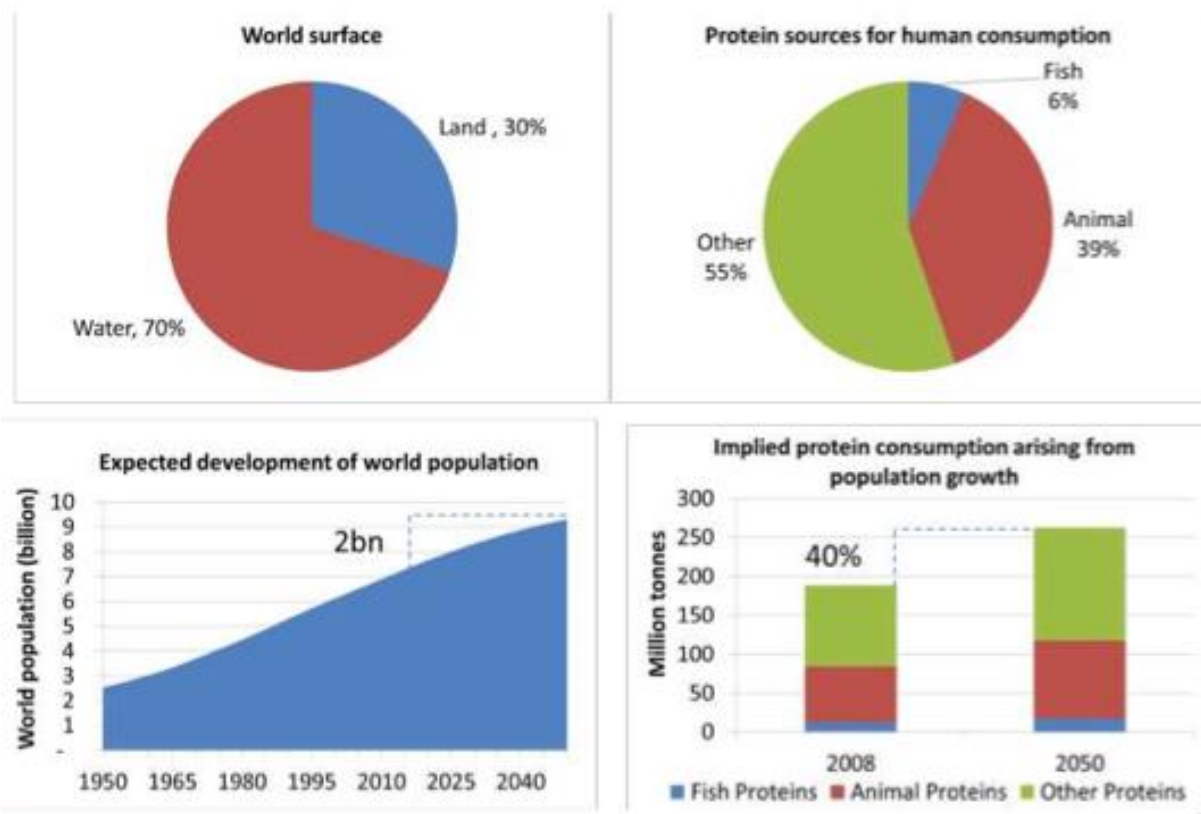
Noen selskaper har imidlertid forsøkt å bygge egne merkevarer og produkter med distinkte egenskaper. Et eksempel er Lerøy Seafood Group ASA. Lerøy har i en årrekke fokusert på sin merkevare og har den siste tiden satset stort innenfor dagligvarebransjen med sine sjømatpålegg (Lerøy 2012). Et annet eksempel er Salma, som posisjonerer seg i luksussegmentet og dermed oppnår en høyere pris.

Summert opp synes produktdifferensiering å være lite fokusert i oppdrettsbransjen. Laksen har tradisjonelt vært sett på som en råvare alle hadde tilgang til, og økende etterspørselsforhold har gjort slik at alle har fått solgt sin produksjon uten å true de andres markedsandeler. Høy etterspørsel og lave utgangsbarrierer er med på redusere rivaliseringen, mens fravær av produktdifferensiering og mange konkurrenter medfører økt priskonkurranse og økt rivalisering. Totalt vurderer vi trusselen fra rivalisering som moderat til høy.

3.3.2 Substitutter

Substitutter er produkter som utfører samme funksjon eller dekker samme behov som bransjens produkt. Dersom trusselen fra substitutter er høy, svekkes potensiell lønnsomhet i bransjen ettersom substituttene setter et pristak for bransjens produkt (Porter, 2008).

Hovedproduktet for oppdrettsbransjen er atlantisk laks. Som følge av den økende sunnhetstrenden vil substitutter til laks i prinsippet være andre proteinkilder som storfekjøtt, lam, svin, kylling og annen sjømat. Av figuren under ser vi at selv om 70 % av jordens overflate er dekket med vann, blir bare 6 % av verdens proteinkilder konsumert fra dette elementet per dags dato. Laks utgjør 4 % av sjømatforbruket.



Source: FAO, Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat, World Population Prospects: The 2010 Revision

Figur 21. Analyse av fremtidig etterspørsel etter proteiner

Jordas populasjon er forventet å vokse med 2 milliarder, til mer en 9 milliarder, ved 2050. Dersom vi forventer at konsum per person holder seg konstant, betyr dette en økning i etterspørselen for proteiner med 40 % (Marine Harvest 2012).

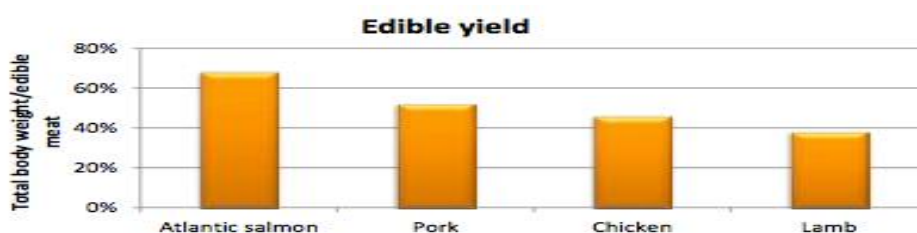
Når vi vurderer trusselen fra substitutter må vi se nærmere på følgende (Porter, 2008):

- Pris/ytelse i substituttmarkedet vs. vår konkurransearena. Hvor attraktive er substituttene?
- Byttekostnader.
- Produktdifferensiering og kundelojalitet
- Konkurranseforhold på substituttens konkurransearenaer.

Når det gjelder ytelse skiller laksen seg fra de andre proteinkildene når det gjelder næringsinnhold. Den inneholde mye omega-3 fettsyrer og er rik på de fettløselige vitaminene A og D. I tillegg har den høyt innhold av de vannløselige vitaminene B12 og pyridoksin (fiskeri.no 2012). Flestparten av befolkningen vil imidlertid mest sannsynlig foretrekke billigere kjøtt, kombinert med omega -3 kapsler, enn flere lakseretter i uken.

Produktiviteten av produksjonen til de ulike proteinkildene kan måles ved hjelp av den såkalte fôr konversjonsraten (FCR). Den forteller oss antall kilogram fôr som er nødvendig for å øke dyrets kroppsvekt med 1 kg. Produksjon av oppdrettslaks er mest effektivt, mens produksjon av storfe er minst effektivt. Dette skyldes at laksen er kaldblodsdyr, og trenger dermed ikke å bruke energi for å varme kroppen sin (Marine Harvest 2012).

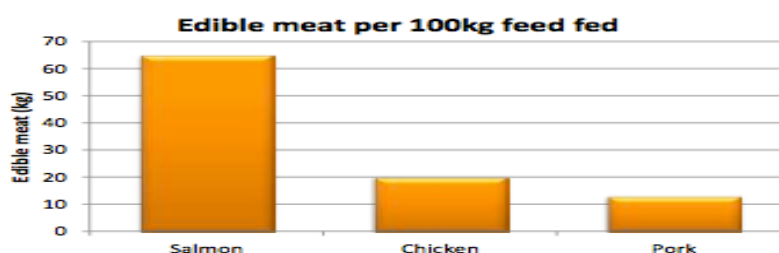
Det meste av laksen er spiselig (68 %), mens andre proteinkilder har et høyere nivå av kjøtt som må kastes. Diagrammet under viser andelen av spiselig kjøtt for laks, svin, kylling og lam.



Source: Bjørkl, J., Norwegian University and Life Sciences, Norway (2002).

Figur 22. Andel av spiselig kjøtt for laks, svin, kylling og lam

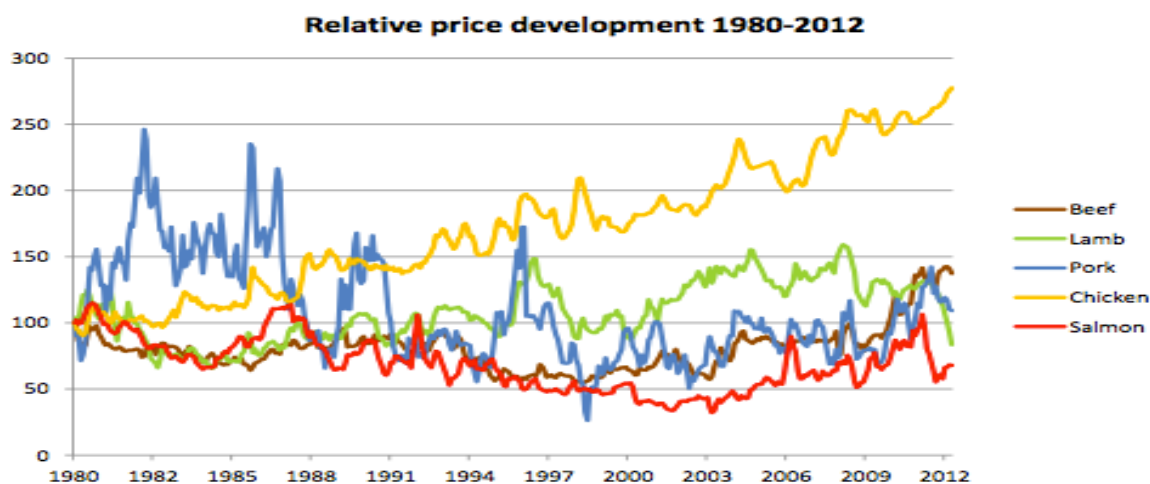
Dette kombinert med fôr konversjonsraten, gir laks et fortrinn foran sine substitutter når det kommer til volumet av spiselig kjøtt per kg fôr, slik grafen under viser.



Source: FHL

Figur 23. Andel av spiselig kjøtt per 100 kg fôr for laks, svin, kylling og lam

Når det kommer til pris har laks sammenlignet med annen proteinrik mat blitt vesentlig billigere de siste tiårene. Figuren under viser relativprisutviklingen for laks og andre proteinkilder fra 1980 til i dag.



Source: International Monetary Fund, Marine Harvest, Norwegian Seafood Council
 Figur 24. Relativ prisutvikling 1980-2012 for laks-, kylling-, svin-, lam- og oksekjøtt

Selv om laks har blitt relativt billigere over tid, er det fremdeles en svært dyr vare i butikkhyllene. Tabellen nedenfor viser prisforhold mellom laks og andre proteinkilder i utvalgte markeder for 2012 (Marine Harvest 2012).

	Salmon/Beef	Salmon/Chicken	Salmon/Pork
UK	0.8	1.4	1.8
US	1.3	2.4	1.9
Belgium	1.2	1.9	1.6
Japan	1.0	2.2	2.0

Tabell 1. Prisforhold mellom laks og andre proteinkilder i utvalgte markeder for 2012

Laksens høye pris i forhold til annen proteinrik mat stammer fra laksens rolle som kvalitetsprodukt, forbeholdt de mer kjøpesterke kundene. Dette gir laksen kundelojalitet i forhold til noen av sine substitutter og reduserer trusselen fra disse.

Byttekostnader defineres som kostnaden kundene pådrar seg ved å skifte leverandør, merke eller produkt (Porter, 2008). Byttekostnader i forbindelse med bytte mellom substitutter i matmarkedet må sies å være fraværende. Dette betyr i prinsippet at trusselen fra substitutter øker.

Eksterne hendelser kan også påvirke en bransje og vri etterspørselen bort fra et produkt. Det har vært mye fokus på negative miljøpåvirkninger ved fiskeoppdrett. Laks har blant annet blitt anklaget for å inneholde for høye nivåer av visse miljøgifter. I tillegg har hovedutfordringene for oppdrettsnæringen i Norge, lakselus og rømming, fått mye negativ medieomtale de siste årene (havbruksenteret.no 2011). Dette er faktorer som kan få store konsekvenser for etterspørselen i fremtiden og øke trusselen fra substitutter.

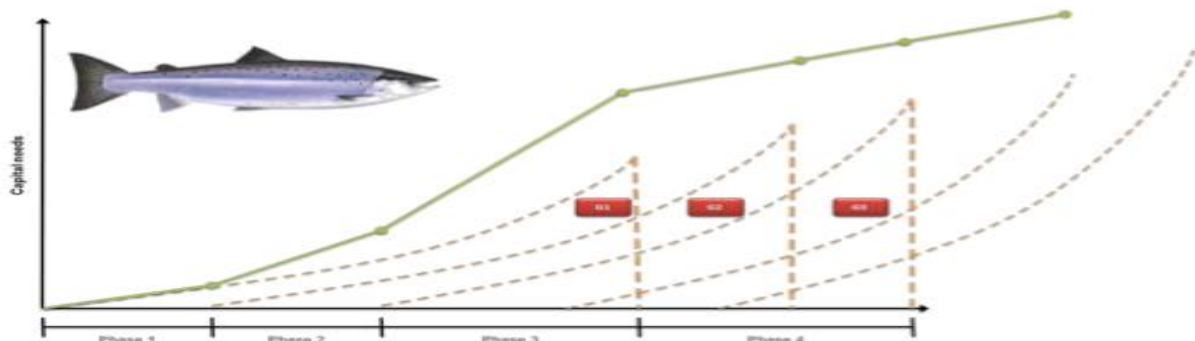
Oppsummert har laksen fordelaktige egenskaper i forhold til sine substitutter, prisen på laks har sunket relativt til sine substitutter, det er fravær av byttekostnader i matmarkedet og laksen har fremdeles et kvalitetsstempel som gir den en viss kundelojalitet i matmarkedet. Trusselen fra substitutter vurderes dermed totalt sett som lav.

3.3.3 Konkurransen fra nyetableringer

Dersom det er høy lønnsomhet i en bransje vil nye bedrifter etablere seg, dette vil fortsette helt til lønnsomheten er konkurrert ut og på linje med resten av økonomien. For at en ny bedrift vil etablere seg vurderer den kostnader ved etablering mot forventet fremtidig fortjeneste (Porter, 2008).

Kostnadene ved etablering kan variere fra bransje til bransje, desto høyere de er desto mindre er trusselen om nyetableringer i bransjen. Barrierer for å etablere seg i en industri kan være: Kapitalbehov, økonomiske stordriftsfordeler, produktdifferensiering, tilgang til distribusjonskanaler, statlige og juridiske barrierer, utkonkurrering av etablerte firmaer, og effektiviteten av etableringshinder (Grant, 2010).

For å starte et oppdrettsanlegg trenger du bur (stål eller plastikk), fortøyninger, nett, kameraer, fôr og båter. For et normalt oppdrettsanlegg i Norge (850 000 smolt) ligger kapitalbehovet mellom 25 – 30 millioner kroner (Marine Harvest 2012). Illustrasjonen under viser hvordan kapitalbehovet typisk utvikler seg når en skal etablere en biomasse. Produksjonsprosessen er delt inn i 4 faser, hvor den grønne linjen viser totalt kapitalbehov i hver fase. Av figuren ser vi ganske klart at oppdrettsbransjen er kapitalintensiv.



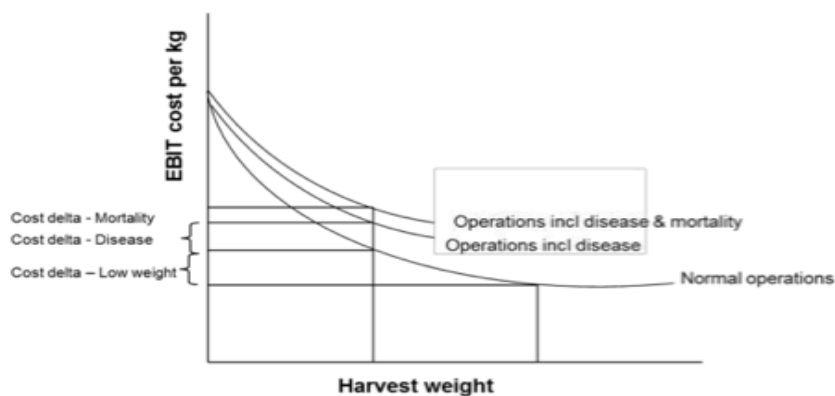
Source: Marine Harvest

Figur 25. Kapitalbehov ved etablering

En annen nødvendighet for å etablere seg i oppdrettsbransjen er konsesjoner. Det er myndighetene som tildeler konsesjoner i de ulike produksjonslandene, og bestemmer dermed til en viss grad omfanget av lakseoppdrett. I tillegg finnes det strenge retningslinjer og

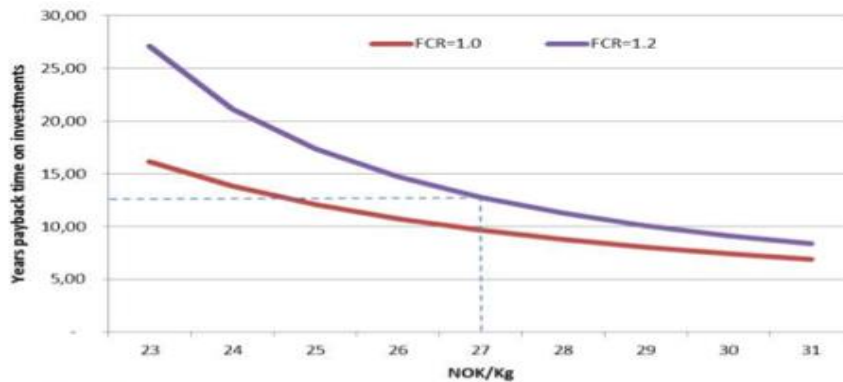
kvalitetskrav som oppdrettere må følge for å drive et oppdrettsanlegg. Dette er som nevnt tidligere med på å redusere differensieringspotensialet i oppdrettsbransjen. I Norge har det siden 1982 kun blitt delt ut et begrenset antall nye lisenser. Ved slutten av 2011 finnes det totalt 990 konsesjoner i Norge. Denne begrensede tilgangen på konsesjoner fra myndighetenes side, fører til at nyetablerte oppdrettere må kjøpe sine konsesjoner i annenhåndsmarkedet fra etablerte aktører til en svært høy pris. Dette er et stort etableringshinder for nyetablerte i oppdrettsbransjen. I 1993 ble konsesjoner handlet for rundt 200 000 kroner, mens dagens pris ligger normalt rundt 20-70 millioner kroner (Marine Harvest 2012).

Som tidligere nevnt utgjør markedet i dag noen store aktører som for eksempel Marine Harvest, og en del mellomstore og små aktører. I en del bransjer kan bedrifter som er store i forhold til sine konkurrenter dra fordel av sin størrelse på ulike måter. Mikroøkonomisk teori definerer produksjon med avtakende grensekostnader som stordriftsfordeler. I dette ligger det at kostnadene blir mindre per produserte enhet når antall produserte enheter øker (Pindyck & Rubinfeld, 2008). Av figuren under ser vi at enhetskostnaden synker ved økende slaktevolum. Dersom sykdommer og andre faktorer, medfører at slaktevolumet blir lavere enn optimalt, vil kostnad per kg ligge på et høyere nivå (Marine Harvest 2012).



Figur 26. EBIT kostnad per kg

Som følge av høye inngangsbarrier, i form av kapitalbehov og stordriftsfordeler, vil inntrengere i oppdrettsbransjen ha en høyere produksjonskostnad en bransjegjennomsnittet. Diagrammet under viser resultatet av en tilbakebetalingsanalyse for oppdrettsbransjen. Med en salgspris lik historisk gjennomsnittlig nivå (27 kr), vil tilbakebetalingstiden for investering være rundt 12-13 år (Marine Harvest 2012).



Source: Marine Harvest

Figur 27. Tilbakebetalingsanalyse for oppdrettsbransjen.

Totalt sett gjør et stort kapitalbehov, stordriftsfordeler, begrenset tilgang på lokaliteter og konsesjoner, og få differensieringsmuligheter at trusselen fra nyetableringer i sum er veldig lav.

3.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører med høy forhandlingsmakt kan være med på å senke lønnsomheten i bransjen, dersom bransjen ikke kan øke prisene når kostnadene øker. Maktbalansen i forholdet til leverandørene påvirkes av følgende faktorer (Porter, 2008):

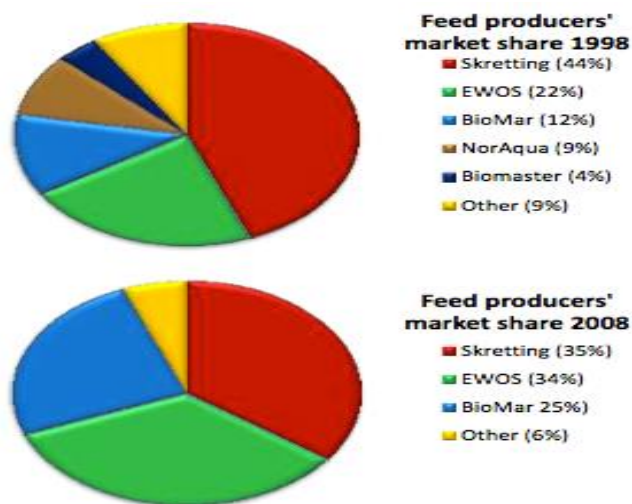
- Antall leverandører
- Størrelse på leverandører
- Andel av totalt kjøp
- Byttekostnader^[11]_{S&EP}
- Produktdifferensiering^[11]_{S&EP}
- Muligheter for vertikal integrasjon

Det er her naturlig å fokusere på leverandører av fôr ettersom fôrkostnaden utgjør den største andelen av totale kostnader. Av figuren under seg vi at fôr utgjør omtrent halvparten av kostnadene i oppdrettsbransjen (Marine Harvest 2012).

	Norway (NOK)	Canada (CAD)	Scotland (GBP)	Chile (USD)
Feed	11,24	2,16	1,39	2.00
Primary processing	2,30	0,52	0,25	0.06
Smolt	2,08	0,56	0,25	0.46
Salary	1,31	0,52	0,14	0.10
Maintenance	0,70	0,17	0,07	0.25
Well boat	0,92	0,20	0,16	0.25
Depreciation	0,62	0,25	0,10	0.12
Sales & Marketing	0,44	0,03	0,05	0.16
Mortality	0,47	0,12	0,01	0.04
Other	2,56	0,94	0,38	1.04
Total*	22,64	5,47	2,80	4.50

Tabell 2. Kostnadsfordeling for oppdrettsbransjen.

Leverandørmarkedets konkurransestruktur påvirke deres forhandlingsmakt. Et marked preget av få og store aktører gir leverandørene markedsrett, ettersom det blir vanskeligere for oppdrettsselskapene å skifte leverandør. Dersom markedet består av flere små leverandører, vil leverandørenes handlinger ikke påvirke prisen. De må med andre ord ta prisen for gitt. Figuren under viser markedsandelene for fiskefôrbransjen i 1998 og 2008 (Marine Harvest 2012).



Source: Skretting annual report, EWOS annual report, BioMar
Figur 28. Markedsandeler for fiskefôrbransjen i 1998 og 2008.

Av figuren ser vi at fiskefôrbransjen har blitt mer konsolidert, og fra 2008 er det tre selskaper som har det meste av markedet. Dette gir leverandørene stor forhandlingsmakt.

De siste årene har vi sett en rekke vertikale integrasjoner mellom oppdrettere og fiskefôr selskaper. Fôrprodusenten EWOS eies av det børsnoterte selskapet Cermaq, mens Marine Harvest har inngått avtaler med Nofirma og Felleskjøpet Rogaland Agder, som åpner muligheten for å etablere et ledende laksefôr selskap (dn.no 2012). Oppdrettsbransjens evne til å integrere nedover reduserer forhandlingsmakten til leverandørene.

Fiskefôrprodusentene har tradisjonelt sett operert med kost-pluss-kontrakter. På denne måten overlates usikkerheten med råvareprisene til fôringredienser til oppdrettsselskapene selv (Marine Harvest 2012).

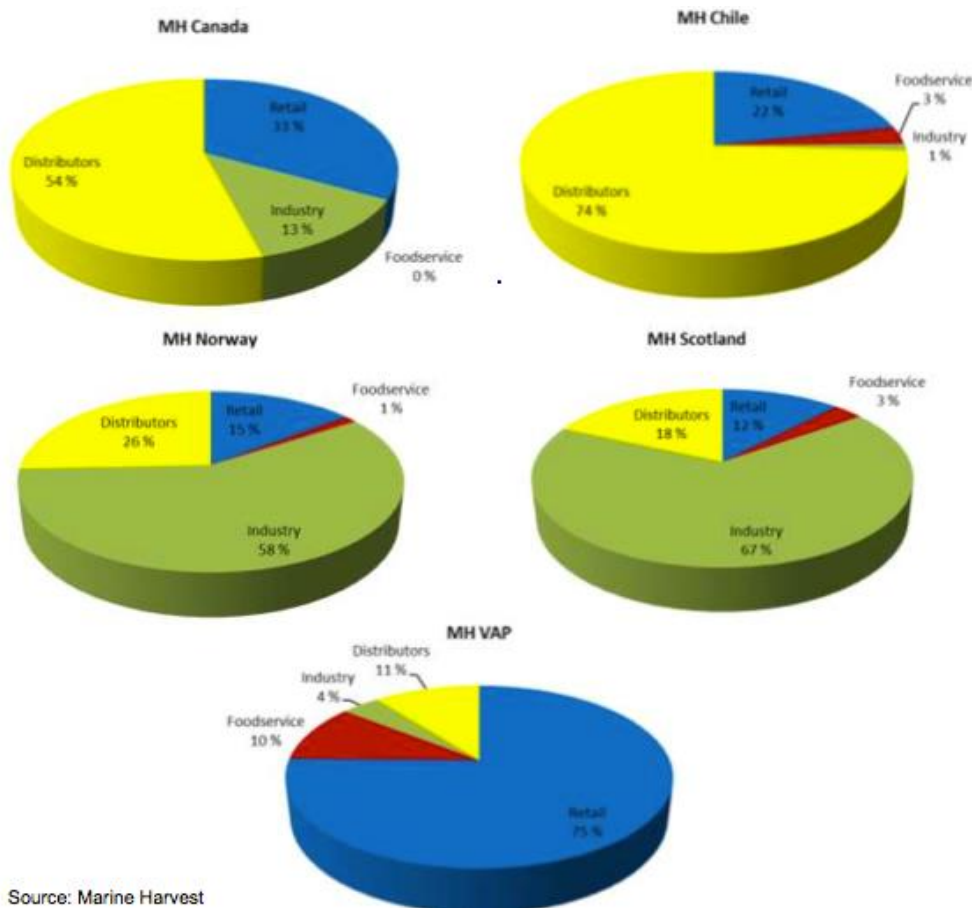
Totalt sett trekker en sterkt konsolidert fôrbransje i retning av høy forhandlingsmakt for leverandørene, mens oppdrettsbransjens evne til å integrere nedover redusere denne trusselen noe. Alt i alt vurderer vi leverandørenes forhandlingsmakt som moderat.

3.3.5 Kunders forhandlingsmakt

Kunder med høy forhandlingsmakt kan bidra til å senke lønnsomheten i bransjen ved å presse ned prisene, kreve høyere kvalitet eller service, eller ved å sette aktører i bransjen opp mot hverandre. Maktforholdet kan blant annet bli påvirket av dette (Marine Harvest 2012):

- Antall kunder
- Størrelse på kundene
- Andel av omsetningen
- Antall tilbydere
- Byttekostnader
- Produktdifferensiering
- Muligheter for vertikal integrasjon

Marine Harvest selger produktene sine gjennom flere ulike distribusjonskanaler. Disse kan deles inn i matvarekjeder, hoteller, restauranter, bedrifter som videreforedler osv. Figuren under viser andelen av ulike distribusjonskanaler til Marine Harvest sine avdelinger . Marine Harvest Norway sine kunder selger stort sett sine produkter til andre distributører som videreforedler produktet og selger dette videre.



Source: Marine Harvest
 Figur 29. Fordeling av distribusjonskanaler for Marine Harvest.

Byttekostnadene bør ikke være store for kundene i denne bransjen, gitt at man ikke har inngått lange leveransekontrakter som det koster å bryte ut av. Det er flere aktører i oppdrettsbransjen, og det er rimelig å anta at bytte av leverandører ikke medfører altfor store kostnader i denne bransjen, med tanke på det homogene produktet og de markedsbestemte prisene.

Totalt sett vurderer vi kundenes forhandlingsmakt i denne bransjen som moderat.

3.3.6 Oppsummering Porters fem krefter

Som vi har sett gjennom drøftelsen av Porteranalysen over er det flere krefter som påvirker Marine Harvest. Ser vi det fra dagens marked med konjunkturedgang og et presset nasjonalt marked, kan det virke som den største trusselen for Marine Harvest er de andre norske produsentene. Mangel på konsesjoner og nåværende eierskapsbegrensninger hindrer Marine Harvest å vokse på det norske markedet. I tillegg har vi sett at oppdrettsbransjen fortsetter å konsolidere, noe eierskapsbegrensningene hindrer Marine Harvest å ta del i. Marine Harvests

vekstmuligheter i fremtiden avhenger mye av resultatet av de foreslåtte endringene i eierskapsreglene, som åpner for at enkeltselskaper kan eie mer enn 25 % av produksjonskapasiteten i oppdrettsbransjen.

Når det gjelder produktet har laksen fordelaktige egenskaper i forhold til sine substitutter. Den har fremdeles et kvalitetsstempel som gir den en viss kundelojalitet i matmarkedet.

Vi har sett at kapitalbehovet ved å etablere seg i oppdrettsbransjen er stort. Nye aktører vil også få det vanskelige å konkurrere mot de etablerte aktørene, da vi har sett at synkende enhetskostnader gjør at stordriftsfordeler er til stede i bransjen. I tillegg vil begrenset tilgang på lokaliteter og konsesjoner gjøre at trusselen fra nyetableringer i sum er lav.

Marine Harvest står ovenfor en reell trussel fra en sterkt konsolidert fôrbransjen. De aktører som klarer å integrere nedover vil kunne redusere denne trusselen, og dermed øke sin lønnsomhet i forhold til sine konkurrenter.

Hovedkonklusjonen fra Porteranalysen er at det finnes betydelige muligheter for høy lønnsomhet i oppdrettsbransjen, for de aktørene som klarer å benytte sine ressurser til å skape varige konkurransefortrinn. Dette vil vi drøfte videre i den interne ressursorienterte analysen.

3.4 Intern ressursorientert analyse

I delkapittel 3.3 fant vi som sagt ut at lønnsomheten i oppdrettsbransjen er stor for de aktører som klarer å utnytte sine ressurser optimalt. I dette avsnittet vil vi bruke to analyseverktøy med det formål å identifisere om Marine Harvest kan inneha spesielle egenskaper som kan gi dem et konkurransefortrinn og i hvilken grad man kan forvente at disse vil være varige eller ikke.

Først vil vi presentere teorien for dernest å vise vår anvendelse av analysen og tilslutt komme med en konklusjon på analysene. Resultatet i KIKK vil dog bli brukt igjennom SVIMA-testen.

3.4.1 KIKK-Teori

KIKK er et verktøy for å identifisere områder en bedrift *kan* ha et konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter. Modellen peker på disse fire områdene: **K**ostnadsstruktur, **I**nnovasjon, **K**valitet og **K**undeorientering.

Kostnadsstruktur er hvordan selskapet er organisert, er det effektivt og hensiktsmessig eller er det ineffektivt med rutiner og slikt som øker kostnadene.

Hvis bedriften er hensiktsmessig organisert kan man oppnå fordeler som igjen kan bli et komparativt fortrinn. Dette kan avhenge av hvilken strategi Marine Harvest har lagt opp til, skal de for eksempel utvikle et nytt produkt eller videreføre et allerede eksisterende produkt.

Innovasjon er hvor rask er Marine Harvest med å implementere ny teknologi eller ta i bruk nye miljøbaserte transportskip i markedet for å oppnå kostnadsminimerende tiltak.

Hvor godt følger man med i timen *kan* være avgjørende for fremtiden.

Innovasjon kan sees i sammenheng med hvordan man endrer adferd i sine transaksjonsnettverk og hvordan man fanger opp ny informasjon for å iverksette tiltak for dette.

Kvalitet er hvordan kundene ser på produktet som Marine Harvest leverer. Her kan det dreie seg om kvalitetssikring av fisken, transport eller hvor effektive Marine Harvest er i fra start til slutt ved en eventuell leveranse. Denne bransjen er ekstremt lovregulert med tanke på kvaliteten fisken må ha for at den skal bli godkjent, slik at denne er delvis utelukket her.

Kundeorientering kan også gi opphav til et konkurransefortrinn hvis organisasjonen setter kunden i spissen og fokuserer spesielt på dens behov. Her fokuserer man på å utvikle tilbud som dekker behovet i markedet, slik at man kan tilby kunden et skreddersydd opplegg akkurat slik den vil ha det. Kundeverti, kundeorientering og kundeopplevelse er sentralt her. Marine Harvest er et multinasjonalt konsern, det å beholde sitt rykte og renommé er et "must" (Hill & Jones, 2008).

3.4.2 Anvendelse av KIKK

3.4.2.1 Kvalitet

Ettersom sjømat er under sterkt press for å oppfylle gitte vilkår som regulatorisk er like for alle konkurrenter så anser vi ikke produktet (laksen) til Marine Harvest som mer eksklusivt enn hos sine konkurrenter. Vi ser heller ikke noe som tyder på dette i verken årsrapporten for 2011 eller i annet tallmateriale.

En fordel som kan tilsi kvalitet er størrelsen hos Marine Harvest, hvor de for eksempelvis kan bli valgt som leverandør i stede for en annen ettersom de har et godt rykte på seg som en stor og seriøs aktør. De er størst i det markedet de opererer innenfor og kan dermed utnytte sin størrelse ettersom mye av inntjeningssevnen til selskaper i oppdrettsnæringen kommer an på hvilke kostnader ett selskap har per slaktet kilo laks. Det at de er store og har vært i bransjen en stund gir også opphav til at selskapet besitter kompetanse i en rekke deler av foredlingsprosessen fra den går opp av havet og helt frem til fisken er levert til kunden. I all hovedsak anser vi at Marine Harvest ikke har et konkurransefortrinn innenfor kvalitet. Det vi anser som kvalitetsfordelen her kommer inn under fordelene med størrelsen og det at de kan være mer effektive enn sine konkurrenter.

3.4.2.2 Innovasjon

I det vi finner av tilgjengelig informasjon ser vi at Marine Harvest har gjennomført en rekke ulike prosjekter som stammer fra 2008-2009 perioden. Disse finner vi også igjen i regnskapene hvor de fortsetter. Et av deres pågående prosjekt er leppefisk som de har brukt som et biologisk verktøy for å redusere andelen av lakselus som de har vært rammet hardt av i Chile i den senere tid. De investerte opprinnelig NOK 8 Mill i 2009, og har senere utvidet det til NOK 10 millioner årlig til 2012 i et forsøk på å få ned utbredelsen av lakselus (Marine Harvest 2012).

Lakselus er for øvrig et problem som er utbredt hos alle i bransjen og de har nylig etablert Sea Lice Multination som er samhandling på kryss og tvers av konkurrenter, forskere og lignende som skal gi en bedre forskning på området for å finne en løsning på problemet.

Den norske teknologibedriften Beck Engineering utvikler verdens første system for såkalt optisk avlusing som skal ta knekken på lakselus. Marine Harvest deltar sammen med SalMar og Lerøy Seafood Group i prosjektet. I denne fasen er det satt av 22,5 millioner kroner til prosjektet, inkludert støtte fra Innovasjon Norge og Skattefunn, og samarbeidet er organisert

gjennom en IFU-kontrakt. Dette er et forsknings- og utviklingsløp som skal vare frem til våren 2013 (Marine Harvest 2012).

I et lengre perspektiv *kan* dette ansees som et fortrinn og vi har valgt å se nærmere på dette i SVIMA lengre ned.

3.4.2.3 Kundeorientering

Marine Harvest selger sine produkter først og fremst til distributører, hoteller, restauranter og til videreforedlingsbedrifter slik at fisken selges sjeldent direkte til sluttbruker.

Ergo er det ikke nødvendig for Marine Harvest å sette kundeorientering i fokus. Allikevel vil en selektiv utvelgelse av hvem de selger til være essensielt ettersom man ikke bør la hvem som helst representere seg som videreformidler av sitt produkt, men fisken er et homogent produkt slik at Marine Harvest slipper i grunn denne problematikken.

Det at kunden (kjøperen av produktet) er i fokus ved levering og ved avtaleinngåelse må kunne sies å være likt for alle i bransjen. Det er lite som tyder på at Marine Harvest er spesielt bedre enn andre i form av prisoppnåelse og timing av kontrakter i spot- og futuremarkedet.

Vi ser ut ifra tilgjengelig informasjon lite som tyder på at Marine Harvest setter kunden i fokus, og har valgt å se bort ifra denne i SVIMA-testen.

3.4.2.4 Kostnadsstruktur

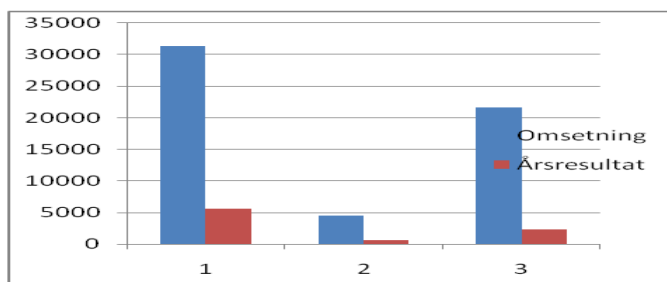
I tabell 2, side 33, ser vi et utdrag av hvordan kostnadene er fordelt på de største produksjonsanleggene til Marine Harvest. Av den kan vi lese av at laksefor er klart den største kostnaden under produksjonen av laks. Resten av kostnadene er relativt små i forhold til posten laksefor. Nylig har Marine Harvest sikret seg en post på 50,8 % av aksjene i Morpol, samt at de har lagt inn et pliktig bud på resterende aksjer (dn.no 2012). Dette selskapet driver med foredling av laks og kan på sikt gi Marine Harvest en mer hensiktsmessig struktur som kanskje kan gi reduserte kostnader. Dette er et tegn på at de ønsker å vokse i størrelse samtidig som de nå prøver å få bedre kontroll over verdikjeden sin slik som ofte er typisk for matvarekjedene (horisontal integrasjon).

Fra Porter har vi at laksefor står for ca. 50 % av kostnaden av lakseoppdrett og at Marine

Harvest har inngått en avtale med Felleskjøpet i Rogaland i et forsøk på å opprette et ledende selskap i Norge på laksefor. Dette gir Marine Harvest tilgang til ny teknologi innenfor formuleringsteknologi (hvordan man avler fisken og får den til å vokse forttest mulig slik at den kan bli større og slaktes hurtigere) og kompetanse innenfor innkjøp og kvalitetskontroll av råmaterialer til foret (nationen.no 2012).

Andre viktige kostnader foredling, lønn, vedlikehold, brønnbåt, avskrivning, salgs og administrasjonskostnader, kostnader pga. død fisk, og andre (som for Chile utgjør 25 % pga. problemer Marine Harvest har hatt der som følge av lakselus). De står for ca. 50 % av kostnadene for Marine Harvest, men disse kan gå under klassifikasjonen Faste kostnader og vil påløpe uavbrutt, mens andre (de fra Chile), fiskedød og maten til fisken kan betraktes som variable kostnader. Det kan være vanskelig for Marine Harvest å redusere de faste kostnadene vesentlig det er i de variable at de kan oppnå kostnadsreduserende tiltak som kan bedre lønnsomheten for selskapet.

Det å være det største selskapet innenfor bransjen kan kanskje gi fordeler med tanke på kostnadsstruktur. Størrelsen til Marine Harvest er en attributt som peker mot at de får utnyttet skalafordeler som eksempelvis konkurrenter ikke kan uthente, og får bedre marginer å spille på. Sammenlikner man slaktervolum mot gjennomsnittskostnaden per kilo vil man se en tendens hvor Marine Harvest har lavere kostnader totalt sett per kilo slaktet fisk enn hva Cermaq og Grieg Seafoods har. Men ut ifra Årsregnskapene for 2011 og 2010, hvor stolpediagrammet her viser Omsetning (blått) mot Årsresultatet (rødt) så vil man få opp en oppnådd resultatgrad på 5,6 for Marine Harvest (1), 6,8 for Grieg Seafood (2) og 9,3 for Cermaq (3) de siste to årene. Slik at størrelse ikke er ensbetydende med suksess, det finnes andre levedyktige konkurrenter også. (Årsrapport for Grieg Seafood, Cermaq og Marine Harvest 2010/11)



Figur 30. Årsresultat og omsetning for Marine Harvest, Grieg Seafood og Cermaq for 2011

Her er de konsoliderte regnskapstallene brukt, hadde avdelingen for Marine Harvest Norge ASA blitt brukt da ville situasjonen sett annerledes.

3.4.3 Oppsummering av KIKK

Under KIKK-analysen fant vi ut at kundeorientering ikke var et hovedformål for Marine Harvest og fikk følgelig et litt mindre fokus enn hva det ville fått hvis Marine Harvest faktisk hadde solgt fisken over disken i en vanlig utsalgsbutikk.

Innovasjon er et område Marine Harvest sammen med andre konkurrenter har satset friskt i de senere år for å få bukt med problemet lakselus sammen med andre konkurrenter i noen prosjekter og noen som er spesifikke for Marine Harvest (nye båter ved bruk av frakt). Denne har vi valgt å dra igjennom SVIMA-testen ettersom vi anser at denne kan være en vei til et varig konkurransefortrinn.

I delen vår om kvalitet fant vi ut at Marine Harvest sitt produkt ikke har noe med seg som gjør det til et spesielt ”bedre” produkt enn sine konkurrenter. Dette kommer som en følge av strenge lovpålagte krav som laksen må oppfylle før den kan selges videre. Flere av aktørene i bransjen er milliardkonsern og det å være effektive og hensiktsmessige ved leveranser, innkjøp og avtaleinngåelser, altså å ha kompetent personell, anser vi som likt hos de fleste og vi går ikke videre med dette igjennom SVIMA-testen.

Kostnadsstruktur og størrelse er noe som får en fremtredende posisjon i vår svima-test ettersom fiskeoppdrett etter vår oppfatning er en bransje hvor inntjeningen kommer an på hvordan man behandler kostnadene sine, klarer å holde de nede.

3.4.4 SVIMA – Teori

Svima er et verktøy man benytter for å identifisere om bedriften har en ressurs eller attributt som kan danne grunnlaget for et varig konkurransefortrinn. Modellen bygges opp av at man kjører denne egenskapen igjennom ett sett kriterier som må være oppfylt før man kan kalle det et varig konkurransefortrinn.

Disse kriteriene er som følger: Sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar.

Sjelden menes med at den er særegen og ikke tilgjengelig for alle på det åpne markedet. Den

må også være viktig slik at bedriften nyter godt av den (bedrer sin lønnsomhet). Ressursen bør heller ikke lett kunne kopieres av selskapets konkurrenter, hvor man da kan miste fortrinnet over natten. Mobiliserbar er at ressursen må være mobilisert for at den skal ha noen verdi, altså at bedriften kan utnytte den. Sist men ikke minst har vi at ressursen må være appropriert, det vil si at den økonomiske fordel av den tilflyter selskapet og ikke andre interessenter eller konkurrenter av selskapet. Hvis disse fem kriteriene er oppnådd da snakker vi gjerne om et varig konkurransefortrinn.

Vanligvis snakker man gjerne om at ressursen er i ulike faser: Paritet, trivielt fortrinn, midlertidig fortrinn, potensielt fortrinn, varig ikke beholdt fortrinn og tilslutt varig og beholdt fortrinn. (Gyldendal, Jakobsen og Lien, 2001)

3.4.5 Anvendelse av SVIMA

I anvendelsen av SVIMA er det viktig å merke seg hva er en strategisk viktig ressurs for Marine Harvest. Igjennom KIKK-analysen har vi pekt ut innovasjon og fokuset på kostnader i verdikjeden som strategiske områder hvor Marine Harvest kanskje innehar en form for konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter.

3.4.5.1 Innovasjon

Ser vi på Marine Harvests nyeste samarbeidsprosjekt om utvikling av laser for å ta knekken på lakselus så vil denne oppfylle kravet om å være sjelden. Det finnes for tiden ingen andre som forsker på laser for å ta knekken på lakselus slik at vi anser sjeldenhet kriteriet for å være oppfylt her. Viktig er den og, under diskusjonen om kostnader ”other” for Chile, fant vi ut at denne posten stod for 25 % av kostnadene for lakseoppdrett der, hvor brorparten stammer ifra lakselus. Lykkes prosjektet, vil den nok bli imiterbar på sikt og mobilisert. Problemet blir appropriert ettersom de er sammen med andre konkurrenter om det samme prosjektet. Vi ser at kriteriene for svima-testen ikke er oppfylt, men den kan gi frukter i fremtiden (Marine Harvest 2012).

3.4.5.2 Størrelse

Vi ser at strategien til Marine Harvest kommer inn under det å være kostnadsleder, produktutvikling- og markedsutvikler. Dette i seg selv er ikke et konkurransefortrinn. Fordelen til Marine Harvest ligger i at de er størst slik at deres fremtoning vil gi store utslag i markedet. Oppkjøpet av Morpol og avtalen om en fast laksefor produsent i Norge gir inntrykk utad av at de reorganiserer sin verdikjede for å holde kostnadene nede. Ettersom en ny regelendring har trådt i kraft kan Marine Harvest potensielt gå på oppkjøpsraid hvis objekter kommer til salgs.

Lykkes de med å etablere et stort norsk selskap innenfor laksefor så snakker vi her om et konkurransefortrinn. Dette vil føre til at Marine Harvest kan få lavere variable kostnader når man snakker om laksefor i forhold til sine konkurrenter. Det kan selvsagt diskuteres hvorvidt en stor laksefor produsent er sjelden eller ikke, men det blir ikke helt korrekt her. Konkurrenter kan selvsagt imitere dette, men her kommer de foran på grunn av sin størrelse slik at dette betrakter vi som en fordel. Fra industriboken til Marine Harvest ser vi at Marine Harvest for tiden har lavest kostnad per kilo oppdrettslaks som vi mener kommer ifra fordeler som kommer inn under det vi kan kalle ”skalafordeler”.

3.4.6 Oppsummering av SVIMA

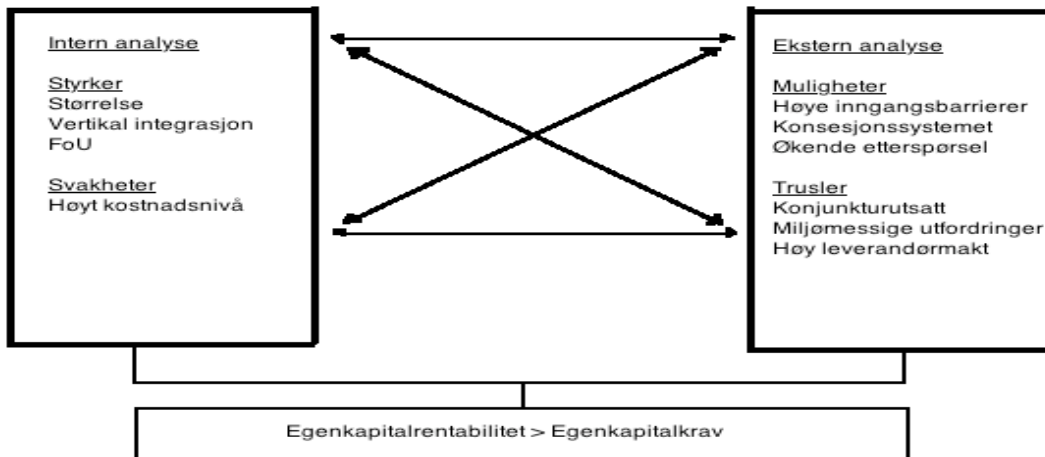
Det vi har fått igjennom verktøyet er at Marine Harvest satser hardt på innovative løsninger sammen med sine konkurrenter i kampen mot lakselus.

De har hatt et større fokus på utbedring i sin verdikjede med å følge matvarekjedenes eksempel med vertikalintegrasjon. Bransjen har opplevd nedgang i lakseprisene slik at marginene har blitt mindre og effektiviseringstiltak (oppkjøp av Morpol, avtale om lakseforprodusent) som Marine Harvest nå har satt ut til verks kan gi dem et konkurransefortrinn over sine konkurrenter.

Vi har også sett at et prosjekt i utarbeidelsen av det som kan bli Norges største lakseforprodusent ikke tilfredsstillter kravene i SVIMA, men det kan allikevel anees som et konkurransefortrinn. Eventuelle nyvinninger innenfor teknologien vil etter vår oppfatning bli likt mottatt i markedet ettersom flere av de store aktørene nå har iverksatt et prosjekt i fellesregi. Vår oppfatning er at strategien Marine Harvest nå ser ut til å ha lagt seg på kan gi varige konkurransefortrinn i fremtiden.

3.5 Oppsummering av den strategiske analysen

Vi vil nå oppsummere våre tre analyser i en samlet strategisk analyse. Oppsummeringen gjennomføres ved hjelp av SWOT rammeverket utviklet av Albert Humphrey og presenteres i figur 31 under. SWOT analysen gir oss en 2x2 matrise, hvor vi ser på Marine Harvest sine interne styrker og svakheter, samt deres eksterne trusler og muligheter. Vi har valgt å belyse følgende punkter i denne oppsummeringen:



Figur 31. SWOT analyse. Kilde: Knivsflå 2013

Som vi ser av analysen mener vi at Marine Harvest ASA på sikt har mulighet for å oppnå superprofitt, dvs. egenkapitalrentabilitet > egenkapitalkrav. Dette på bakgrunn av selskapets størrelse, hvor deres evne til å kunne integrere vertikalt fremheves som særdeles viktig. Tiltak som oppkjøpet av Morpol og laksefôravtalen med Felleskjøpet Rogaland, kan gi dem et konkurransefortinn over sine konkurrenter. I tillegg kan deres økende investeringer i forskning og utvikling (spesielt for å bekjempe lakselus), bli et annet konkurransefortinn i fremtiden. Den største konkurranseulempen for Marine Harvest ASA er det høye kostnadsnivået, og da spesielt særdeles høye fôr kostnader.

Når det gjelder eksterne muligheter har vi sett at høye inngangsbarrierer som høyt kapitalkrav, vanskelig konsesjonstilgang o.l. senker trusselen fra nyetableringer betraktelig. Dette, kombinert med høy etterspørsel gir et stort potensiale for høy lønnsomhet i oppdrettsbransjen. Det finnes imidlertid også trusler i bransjen som Marine Harvest må prøve å nøytralisere. En av de største truslene er høy leverandørmakt. Andre trusler er økende miljømessige utfordringer, som lakselus og lakserømming, og konjunktursvingninger grunnet synkende pris på laks. Konklusjonen blir at god lønnsomhet er høyst oppnåelig, men ingen selvfølge, i denne bransjen.

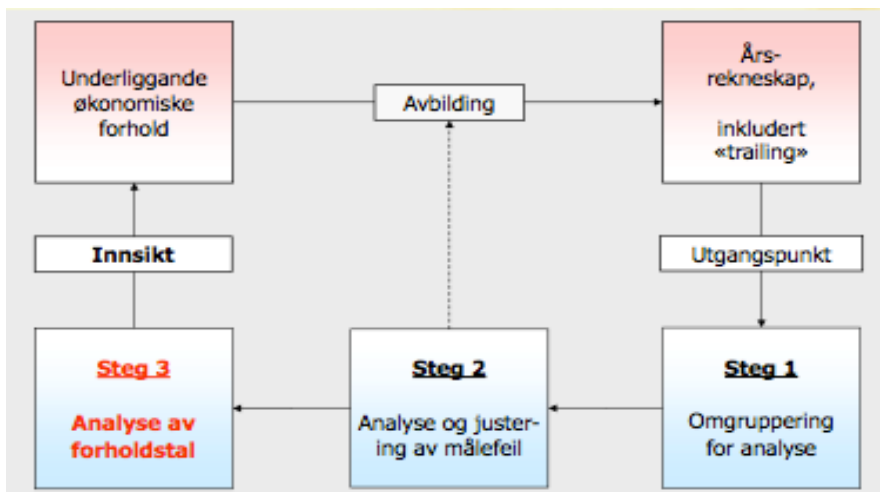
På sikt vil det imidlertid være sannsynlig å anta at oppdrettsnæringen går inn i en såkalt ”steady state”. Dette vil resultere i at egenkapitalrentabiliteten ikke vil være signifikant høyere enn egenkapitalkravet, jf. teori om mean reversion (Kinserdal 2012).

4 Regnskapsanalyse

Målet med regnskapsanalysen er å belyse de økonomiske forholdene i Marine Harvest ASA. Hvis selskapet har hatt gode historiske resultater, kan det gi indikasjoner på hvordan fremtiden vil se ut. I delkapittel 4.1 vil vi gjøre rede for rammeverket for regnskapsanalysen. Her vil vi forsøke å forklare hvordan de ulike stegene i regnskapsanalysen henger sammen, og hvordan vi fra årsregnskapet kan få innsikt i de underliggende økonomiske forhold for Marine Harvest ASA. Delkapittel 4.2 inneholder en presentasjon av regnskapstallene vi bruker i analysen. I delkapittel 4.3 vil vi i fire steg forsøke å omgruppere regnskapstallene for å fjerne støy i analysen. I delkapittel 4.4 se på eventuelle justeringer og målefeil, og i delkapittel 4.5 presenteres de omgruppert regnskapstallene. Til slutt vil vi i delkapittel 4,6 presentere rammeverket for forholdstallsanalysen som vi bruker i hovedkapittel 5 og 6.

4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Rammeverket for regnskapsanalysen er hentet fra forelesningsnotater i faget Regnskapsanalyse og verdsettelse (Knivsflå, 2012).



Figur 32. Rammeverk for regnskapsanalyse

Utgangspunktet for regnskapsanalysen er de historiske årsregnskap, pluss ”trailingregnskap” for 2012. Steg 1 er å omgruppere balansen. Ettersom man skal trekke ut alle finansielle

eiendeler og gjeldsposter i verdsettelsen, er det nødvendig å skille mellom driftsrelaterte eiendeler og gjeld, og finansielle eiendeler og gjeld. Neste steg i regnskapsanalysen er analyse av målefeil og justering. Målefeil kan påvirke vurderinger av budsjett- og verdidrives av fremtidige regnskaper og dermed verdsettelsen av selskapet. Steg 3 deles inn i analyse av risiko og rentabilitet, som munner ut i henholdsvis en syntetisk rating og en superrentabilitet.

Den strategiske analysen gav oss grunnlag til å vurdere forhold som kan ligge til grunn for superrentabilitet. Regnskapsanalysen avdekker hvorvidt denne superrentabiliteten er til stede. På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vil vi framskrive årsregnskapet til et såkalt fremtidsregnskap (Knivsflå 2012).

Før vi gjennomfører regnskapsanalysen vil det være hensiktsmessig å velge analyseperiode og sammenligningsgrunnlag. Analyseperioden avhenger av om bedriften har vært i en stabil periode over tid eller om den har endret karakter. Hvis selskapet har vært i en stabil periode, er det hensiktsmessig med en analyseperiode på 5- 10 år tilbake. Er det derimot snakk om en ustabil virksomhet, med for eksempel nylig foretatte oppkjøp og restruktureringer, vil historien være mindre relevant for fremtiden, og en analyseperiode på 2-3 år vil ofte være tilstrekkelig (Kinserdal 2011). Marine Harvest er en relativt stabil virksomhet med en lav konkurssannsynlighet grunnet god soliditet og egenkapitalstørrelse. Likevel driver selskapet i en bransje som er svært konjunkturavhengig, og vi mener derfor at en analyseperiode på 5 år er passende for Marine Harvest, dvs fra 2008 til og med 2012. Som sammenligningsgrunnlag har vi valgt å sammenligne med de tre oppdrettsselskapene Lerøy Seafood, Salma og Cermaq.

4.2 Presentasjon av historiske regnskap

Vi vil nå presentere Marine Harvest ASAs historiske regnskaper fra 2008 til 2012. Vi har foretatt "trailing" for regnskapsåret 2012 ved å summere de fire kvartalsrapportene for 2012. Disse kvartalsrapportene er imidlertid på et mer aggregert nivå enn de tidligere regnskapene. Blant annet er postene leverandørgjeld, andre kortsiktige fordringer, annen kortsiktig gjeld og lønnskostnader ikke spesifisert. For å løse dette problemet har vi valgt å fordele de manglende postene i forhold til størrelsen de hadde i balansen og resultatoppstillingen for 2011. Regnskapene følger norsk regnskapslov og god regnskapsskikk. Regnskapene er revidert av Ernst & Young som er selskapets revisor.

Resultatregnskap

ÅR	2 008	2 009	2 010	2 011	2012T
Driftsinntekter	13 486,90	14 619,50	15 281,20	16 132,80	15 463,50
Varekostnad	- 8 654,40	- 8 796,60	- 7 780,70	- 8 398,60	- 9 666,50
Lønnskostnader	- 2 139,80	- 2 167,40	- 2 202,50	- 2 177,80	- 2 353,20
Andre driftskostnader	- 1 393,80	- 1 448,20	- 1 453,80	- 2 063,20	- 2 229,00
Avskrivninger	- 685,30	- 687,70	- 653,00	- 666,70	- 677,20
Verdijustering av biologiske eiendeler	- 278,80	301,20	1 091,70	- 1 514,00	350,20
Avsetning for tapsutsatte kontakter	-	-	14,30	5,80	6,10
Restruktureringskostnader	- 241,00	- 169,50	4,40	- 21,80	0,80
Resultat fra tilknyttede selskaper	5,80	69,50	202,00	8,50	88,30
Nedskrivninger	- 1 579,40	- 373,10	5,00	- 67,00	0,50
Driftsresultat	- 1 479,80	1 347,70	4 461,20	1 209,40	968,70
Finansinntekter	460,40	1 036,80	513,00	796,00	661,80
Finanskostnader	- 2 241,80	- 724,00	- 721,80	- 622,50	- 841,30
Netto finanskostnader	- 1 781,40	312,80	- 208,80	173,50	- 179,50
Resultat før skatt (EBIT)	- 3 261,20	1 660,50	4 252,40	1 382,90	789,20
Skattekostnad	409,30	- 358,30	- 1 143,90	- 261,70	- 376,50
Årets resultat	- 2 851,90	1 302,20	3 108,50	1 121,20	412,70
Andre inntekter og kostnader					
Endring i markedsverdi kontantstrømsikring	- 1 279,40	1 326,60	216,60	- 141,10	- 113,50
Utsatt skatt endring kontantstrømsikringer	338,70	- 379,80	- 61,80	38,50	31,10
Omregn.diff kontantstrømsikring	858,70	2,30	5,40	- 1,20	0,20
Omregningsdifferanser	-	- 760,00	- 8,80	- 32,70	- 325,60
Omregn. diff ikke-kontrollerende interesser	10,10	- 6,30	- 3,20	- 0,30	- 4,00
Andre gevinster og tap i totalresultatet	69,20	58,70	-	112,60	3,50
<i>Sum andre inntekter og kostnader</i>	- 2,70	236,90	148,20	- 24,20	- 408,70
Årets totalresultat	- 2 854,60	1 539,10	3 256,70	1 097,00	4,00

Tabell 3. Konsolidert resultatregnskap pr. 31.12 for Marine Harvest. Kilde: Årsrapport for Marine Harvest

Balanse

EIENDELER	2008	2009	2010	2011	2012T
<i>Anleggsmidler</i>					
Konsesjoner og rettigheter	5 766,60	5 409,50	5 442,50	5 577,50	5 435,40
Goodwill	230,50	54,50	2 111,60	2 146,10	2 115,50
Utsatt skattefordel	2 239,90	2 142,60	118,60	160,10	73,90
Andre immaterielle eiendeler	160,00	136,00	132,90	123,10	114,20
Varige driftsmidler	4 243,60	3 518,10	3 885,10	4 167,50	4 111,90
Investeringer i tilknyttede selskaper	513,50	520,10	678,90	624,40	647,30
Andre aksjer	78,90	118,80	124,20	92,10	1 081,80
Andre langsiktige fordringer	-	-	2,60	25,80	-
Sum anleggsmidler	13 233,00	11 899,60	12 496,40	12 916,60	13 580,00
<i>Omløpsmidler</i>					
Varelager	1 074,50	742,70	775,80	783,00	819,70
Biologiske eiendeler	5 620,50	5 351,10	7 278,10	6 285,20	6 207,90
Kundefordringer	1 903,40	1 672,10	1 844,90	1 914,90	1 776,25
Andre kortsiktige fordringer	532,40	551,60	814,70	609,80	565,65
Kontanter og kontantekvivalenter	372,60	172,20	318,90	279,10	335,30
Sum omløpsmidler	9 503,40	8 489,70	11 032,40	9 872,00	9 704,80
Sum eiendeler	22 736,40	20 389,30	23 528,80	22 788,60	23 284,80
EGENKAPITAL					
Sum egenkapital tilordnet eiere i Marine Harvest	9 579,40	11 415,50	12 500,20	10 766,30	11 619,70
Ikke-kontrollerende eierinteresser	45,10	45,00	70,50	75,80	69,00
Sum egenkapital	9 624,50	11 460,50	12 570,70	10 842,10	11 688,70
GJELD					
<i>Langsiktig gjeld</i>					
Utsatt skatteforpliktelse	732,90	1 142,60	2 237,90	2 351,90	2 543,70
Langsiktig rentebærende gjeld	6 747,70	5 116,90	5 107,30	6 589,40	5 338,50
Annen langsiktig gjeld og avsetninger for forpliktelse	116,70	99,80	571,10	99,30	414,70
Sum langsiktig gjeld	7 597,30	6 359,30	7 916,30	9 040,60	8 296,90
<i>Kortsiktig gjeld</i>					
Betalbar skatt	69,90	50,80	49,70	86,60	92,04
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 365,50	130,30	429,70	157,00	377,80
Leverandørgjeld	1 729,20	1 339,80	1 450,20	1 481,80	1 574,85
Annen kortsiktig gjeld	2 349,90	1 048,60	1 112,20	1 180,30	1 254,41
Sum kortsiktig gjeld	5 514,50	2 569,50	3 041,80	2 905,70	3 299,10
Sum gjeld	13 111,80	8 928,80	10 958,10	11 946,30	11 596,00
Sum egenkapital og gjeld	22 736,30	20 389,30	23 528,80	22 788,40	23 284,70

Tabell 4. Konsolidert balanseregnskap pr 31.12 for Marine Harvest. Kilde: Marine Harvest årsrapport

4.3 Omgruppering for analyse

Omgrupperingen av finansregnskapet er det første steget i regnskapsanalysen. Vi vil her foreta en omgruppering i fire steg, hvor formålet er å gi en bedre innsikt i hva som skaper verdier i bedriften.

Årsrapporten blir som regel laget med hensyn til kreditorene, hvor det å vise god likviditet og at man klarer å oppnå kreditors krav står høyt oppe. For verdsettelsesformål er man imidlertid

mer opptatt av driften, og omgrupperingen muliggjør dette ved at man beregner netto finansielle eiendeler/gjeld, som legges til virksomhetsverdien for å finne en verdi for egenkapitalene. Dette kalles en investororientert regnskapsanalyse (Møller & Kaldestad, 2011).

De fire stegene i omgrupperingen er (Knivsflå 2012):

1. Omgruppere eventuelt avsatt utbytte fra kortsiktig rentefri gjed til egenkapital
2. Kartlegg ”dirty surplus” og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen
3. Hold normale og unormale poster avskilt for å så fordele skattekostnadene på disse
4. Grupper postene etter drift og finans i regnskapet og balansen, og fordel skattekostnaden på driftsresultat, finansinntekter og finanskostnader

4.3.1 Omgruppering steg 1: Avsatt utbytte til egenkapital

Ettersom Marine Harvest rapporter regnskapet etter IFRS, skal det ikke avsettes til utbytte. Etter denne regnskapsstandarden blir egenkapitalen dermed redusert ved betalt utbytte. Problematikken rundt omgrupperingen av et eventuelt avsatt utbytte som egenkapital, er dermed ikke relevant for oss.

4.3.2 Omgruppering steg 2: Dirty surplus som resultatelement

Etter RL § 4-3 og IAS 1 skal alle inntekter og kostnader resultatføres, jfr. kongruensprinsippet. Avvik fra dette prinsippet tillates imidlertid såfremt dette er gitt hjemmel for i andre regnskapsregler. Som sagt resultatfører Marine Harvest etter IFRS og ”dirty surplus” skilles ut under ”andre inntekter og kostnader”.

EK-oppstilling	
Egenkapital 01.01.08	12 484,0
Årets resultat	- 2 851,9
Dirty surplus	- 2,7
Netto egenkapitaleffekt av kostnadsføring opsjoner	- 4,7
Sum egenkapital 31.12.08	9 624,6
Egenkapital 01.01.09	9 624,6
Årets resultat	1 302,2
Dirty surplus	236,9
Emisjon	302,4
Emisjonskostnader	- 5,6
Nedsettelse overkursfond	-
Endring i ikke-kontrollerende eierinteresser	0,2
Sum egenkapital 31.12.09	11 460,5
Egenkapital 01.01.10	11 460,5
Årets resultat	3 108,5
Dirty surplus	148,2
Nedsettelse overkursfond	-
Utbytte	- 2 146,7
Sum egenkapital 31.12.10	12 570,7
Egenkapital 01.01.11	12 570,7
Årets resultat	1 121,2
Dirty surplus	- 24,2
Utbytte	- 2 864,7
Utstedelse av aksjer relatert til aksjekursbasert bonusordning	42,1
Kjøp av egne aksjer	- 2,8
Sum egenkapital 31.12.11	10 842,2
Egenkapital 01.01.12	10 842,2
Årets resultat	412,6
Dirty surplus	- 408,7
Utstedelse av nye aksjer	849,5
Anskaffelse av ikke-kontrollerende interesser	- 6,9
Sum egenkapital 31.12.12	11 688,7

Tabell 5. Omgruppert beretning om egenkapitalendringer

4.3.3 Omgruppering steg 3: Skille mellom normale og unormale poster

Vi vil nå skille mellom normale og unormale poster i regnskapet for å få frem trender som vil være med på å estimere fremtidsbudsjettet. De normale postene er de som forekommer over mange perioder og er forventet å forekomme i fremtiden, mens de unormale postene er engangsposter eller poster som forekommer i et fåtalls perioder.

Unormale driftsposter

Gevinst ved salg av driftsmiddel ses på som en engangshendelse og regnes dermed som en unormal post. Denne posten er etter skatt og vil dermed holdes utenfor i fordelingen av skattekostnaden.

Verdijustering av biologiske eiendeler er foretatt etter IFRS 41, men er ikke realiserede inntekter og bør derfor ikke være med i normale driftsresultatet.

”Dirty surplus” er en unormal post som inneholder driftsrelaterte poster. Posten ”Andre gevinster og tap i totalresultatet” vil bli regnes som en unormal driftsrelatert post.

Nedskrivninger har vi også valgt å klassifisere som unormal, ettersom denne posten varierer såpass mye fra år til år.

Restruktureringskostnader kan ses på som en engangshendelse, men ettersom Marine Harvest er et multinasjonalt selskap med virkeområde utenfor Norge så tar vi det med fordi vi anser dette som naturlig på grunn av størrelsen hos bedriften.

Det vi har gjort er å se an restruktureringer i forhold til omsetningen for dernest å lage et veid gjennomsnitt de siste årene 2008-2012. Resten av restruktureringskostnadene blir da definert som unormale driftskostnader.

År	2008	2009	2010	2011	2012
Omsetning	13 486,90	14 619,50	15 281,20	16 132,80	15 463,50
Restruktureringskostnader	- 241,00	- 169,50	- 4,40	- 21,80	- 0,80
Prosentvis av omsetning	-1,79 %	-1,16 %	-0,03 %	-0,14 %	-0,01 %
Normalt nivå 0,2 %	- 26,97	- 29,24	- 30,56	- 32,27	- 30,93
Unormale restrukt.kostn	- 214,03	- 140,26	26,16	10,47	30,13

Tabell 6. Beregning av unormale restruktureringskostnader

Vi får dermed følgende unormale driftsresultat.

År	2008	2009	2010	2011	2012T
Gevinst/tap salg av driftsmidler	10,30	4,80	5,60	44,30	-
Verdijustering av biologiske eiendeler	- 278,80	301,20	1 091,70	- 1 514,00	350,20
”Dirty surplus”	69,20	58,70	-	112,60	3,50
Nedskrivning	- 1 579,40	- 373,10	- 5,00	- 67,00	- 0,50
Restruktureringskostnader	- 214,03	- 140,26	26,16	10,47	30,13
Unormalt driftsresultat	- 1 992,73	- 148,66	1 118,46	- 1 413,63	383,33

Tabell 7. Beregning av unormalt driftsresultat

Unormale finansposter

Ved beregning av unormalt finansresultat har vi tatt utgangspunkt i de finansinntekter og finanskostnader som ikke er tilknyttet til rentekostnad/renteinntekt, og omgruppert dette som unormalt. Beløpene består som regel av gevinster, valutaeffekter og endring i virkelig verdi på ulike finansielle instrumenter.

I tillegg vil vi fordele ”dirty surplus” postene som vi mener er knyttet til finansieringen til unormalt finansresultat. Disse postene består av omregningsdifferanser og verdiendringer knyttet til kontantstrømsikringer. I følge notene er kontantstrømsikringer plassert under finansielle instrumenter. Disse består for det meste av valutasikringer og sikring av langsiktig rentebærende gjeld. Vi har derfor valgt å plassere dette under unormale finansieringsposter.

År	2008	2009	2010	2011	2012T
Unormale finansinntekter	388,50	1 228,60	649,20	646,10	250,50
Unormale finanskostnader	1 756,40	331,10	341,80	216,70	458,50
Unormalt finansresultat	- 1 367,90	897,50	307,40	429,40	- 208,00

Tabell 8. Beregning av unormalt finansresultat

Fordeling av skattekostnader

For normale og unormale finanskostnader benytter vi en skattesats på 28 %. For unormale finansinntekter bruker vi 0 % i skattesats, fordi denne inneholder for det meste skattefrie poster (utbytte og gevinst ved salg av aksjer). Normale finansinntekter får en skattesats på 28 %. Driftsskattesatsen finner vi ved følgende formel:

$$dss = \frac{NKS - fssFI * FI - fssUFI * UFI + fssFK * (FK + UFK)}{DR + UDR}$$

I tabellen under har vi beregnet driftsskattesatsen (dss) for vår analyseperiode. Normalisert driftsskattesats (ndss) er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen for perioden. Differansen mellom dss og ndss blir unormal driftsskattesats (udss). Vi har tatt hensyn til å ”dirty surplus” er en etter skatt post.

År	2008	2009	2010	2011	2012T
dss	-15,48 %	40,16 %	30,10 %	32,70 %	62,98 %
-ndss	37,81 %	30,09 %	37,81 %	37,81 %	37,81 %
=dss-ndss	-53,30 %	10,07 %	-7,72 %	-5,11 %	25,17 %

Tabell 9. Beregning av ulike skattesatser

Ved å bruke de beregnede skattesatsene får vi følgende fordeling av skattekostnaden:

År	2008	2009	2010	2011	2012T
Normal skattekostnad	- 409,30	358,30	1 143,90	261,70	376,50
Rapportert skattekostnad	- 409,30	358,30	1 143,90	261,70	376,50
- Skatt på finansinntekter	-	- 3,81	3,36	3,67	- 0,25
+ Skatt på finanskostnader	135,91	110,01	106,40	113,62	107,18
- Skatt på unormalt finansresultat	- 471,66	- 142,60	- 137,20	- 22,37	- 12,96
= Skatt på driftsresultat	198,27	614,72	1 384,14	394,03	496,90
- Skatt på unormalt driftsresultat	- 577,34	- 58,06	313,17	- 427,35	106,35
= Skatt på normalt driftsresultat	775,61	672,79	1 070,97	821,37	390,55
- Unormal skatt på normalt DR	- 310,25	156,58	- 257,93	- 139,77	148,22
= Normal driftsskattekostnad	1 085,86	516,20	1 328,90	961,14	242,33

Tabell 10. Fordeling av skattekostnaden

Formålet med tabellen over er å fordele den rapporterte skattekostnaden på normale og unormale drifts- og finansposter. Vi starter med den rapporterte skattekostnaden vi finner i det opprinnelige regnskapet til Marine Harvest. Deretter trekker vi ifra 28 % skatt på de normale finansinntektene, ettersom denne skatten øker den rapporterte skattekostnaden. Videre legger vi til 28 % skatt på normale finanskostnader, ettersom denne skatten reduserer den rapporterte skattekostnaden. Ved å trekke fra skatten på det unormale finansresultatet får vi skatt på driftsresultatet. Her har vi tatt hensyn til at "dirty surplus" elementene er etter skatt. Videre trekker vi fra skatten på det unormale driftsresultatet for å finne skattekostnaden på det normale driftsresultatet. Også her har vi tatt hensyn til at "dirty surplus" elementene er etter skatt.

Det vil også være en unormal skatt på det normale driftsresultatet. Denne plasseres senere under netto unormalt driftsresultat i den omgrupperte resultatregnskapet. Unormal skattekostnad på normalt driftsresultat beregnes ved å multiplisere det normale driftsresultatet med den unormale driftsskattesatsen, og trekkes fra skattekostnaden på det normale driftsresultatet. Vi står da igjen med den normale driftsskattekostnaden, som senere vil trekkes fra driftsresultatet fra egen drift i det omgrupperte resultatregnskapet.

4.3.4 Omgruppering steg 4: Skille mellom drift og finans

Dette er den siste delen av omgrupperingen og er nødvendig for at oppstillingen tilfredsstiller oppstillingen som gir relevant informasjon i en investororientert analyse.

På bakgrunn av manglende noter for tidligere regnskapsår, har vi valgt å spesifisere hele poster som enten drifts- eller finansrelatert (med unntak av kontanter og kontantekvivalenter).

Eiendeler

Varige driftsmidler er eiendeler som forventes å bli brukt i mer enn én regnskapsperiode, jf Rskl. § 5-1. Varige driftsmidler for Marine Harvest ASA består av tomter, fast eiendom, maskiner, anlegg, båter, nett, merder, fortøyninger og annet utstyr, og er alle naturligvis ***driftsrelaterte***.

NRS definerer immaterielle eiendeler som følgende: ”*Immaterielle eiendeler er ikke-
pengeposter uten fysisk substans som foretaket benytter i tilvirkning eller salg av varer og
tjenester, ved utleie til andre foretak, eller for administrative forhold, og som : a) er
identifiserbare og b) kontrolleres av foretaket slik at de representerer fremtidige økonomiske
fordeler som forventes å tilflyte foretaket*”. Marine Harvest ASA sine immaterielle eiendeler
består av konsesjoner og rettigheter, goodwill og andre immaterielle eiendeler. Disse
klassifiseres som ***driftsrelaterte***.

Et tilknyttet selskap regnes som et foretak hvor den regnskapspliktige har minst 20 prosent av
stemmene i foretaket, med mindre aksjene er anskaffet med sikte på midlertidig eie og holdes
i påvente av salg, jf Rskl § 1-4. Selskapene må sies å være relatert til driften da disse er Nova
Sea AS, Finnøy Fisk AS og Vågafossen Settefisk AS. Vi har derfor valgt å klassifisere denne
posten som ***driftsrelatert eiendel***.

Investeringer i aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter benyttes ikke i
driftsaktiviteter, og klassifiseres dermed som ***finansielle eiendeler***.

Andre langsiktige fordringer benyttes som oftest i driftsaktiviteter, men det kan være slik at
noen fordringer i realiteten er utlån. Noteopplysningene for disse postene er imidlertid svært
begrenset, men selskapenes egne omgrupperinger klassifiserer denne posten som finansiell. Vi
har dermed valgt å klassifisere andre langsiktige fordringene som ***finansiell***.

Kundefordringer, varelager, biologiske eiendeler og andre kortsiktige fordringer klassifiseres
som oftest som ***driftsrelatert***.

Når det gjelder posten kontanter og kontantekvivalenter er det kun kontanter som er
nødvendig for å støtte driften som skal klassifiseres som en del av de driftsrelaterte
eiendelene. I følge Finn Kinserdals tommelfingerregel ansees 10 % av summen av

kundefordringer og varelager som tilstrekkelig beholdning av kontanter og vi klassifisere dette som driftsrelatert kontantbeholdning. En eventuell overflødig kontantbeholdning ut over dette blir klassifisert som en *finansiell eiendel*.

Gjeld

Langsiktig og kortsiktig rentebærende gjeld skal alltid klassifiseres som *finansiell gjeld*.

Utsatt skatteforpliktelse og betalbar skatt er ikke-rentebærende og klassifiseres dermed som *driftsrelatert* gjeld. Det samme gjelder for leverandørgjeld.

Anne langsiktig gjeld og avsetninger for forpliktelser består ifølge noteopplysningene for det meste av netto pensjonsforpliktelser og annen langsiktig gjeld. Uten mer omfattende opplysninger om hva som ligger innenfor posten annen langsiktig gjeld, har vi valgt å klassifisere denne posten som *driftsrelatert gjeld*.

Anne kortsiktig gjeld består hovedsakelig av påløpte kostnader, skatt og avgifter. Vi har valgt å klassifisere denne posten som *driftsrelatert gjeld*.

Til slutt har vi valgt å trekke minoritetsinteressen ut av egenkapitalen og klassifisere disse som *finansiell gjeld*.

Resultatposter

Driftsinntekter, varekostnader og lønnskostnader relaterer seg til driften i Marine Harvest, og plasseres følgelig inn under *driftsrelaterte* resultatposter.

Avskrivninger og nedskrivninger relaterer seg i hovedsak til varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. Ettersom disse er driftsrelaterte eiendeler, velger vi å klassifisere avskrivninger og nedskrivninger som *driftsrelaterte* resultatposter.

De tilknyttede selskaper er innenfor samme næring som Marine Harvest, og vi har derfor valgt å klassifisere resultat fra tilknyttede selskaper *driftsrelatert* resultatpost.

Restruktureringskostnader kan være knyttet til nedbemanning, opprydding, samkjøre selskapsnavn og transaksjonskostnader. Poster må sies å knytte seg til driften og klassifiseres følgelig som en *driftsrelatert* resultatpost.

Biologisk eiendeler er for ett oppdrettsselskap i høyeste grad en driftsrelatert eiendel. Etter IAS 41 skal denne vurderes til virkelig verdi, og posten verdiendring biologiske eiendeler må derfor klassifiseres som en *driftsrelatert* resultatpost.

Når det gjelder posten avsetninger for tapsutsatte kontrakter, mangler vi noteinformasjon om hvilke typer kontrakter dette dreier seg om. Ettersom Marine Harvest har satt denne posten under sitt driftsresultat, har vi valgt å klassifisere den som en *driftsrelatert* resultatpost.

Postene finansinntekter og finanskostnader består i hovedsak av valutaeffekter på ulike derivater, samt renteinntekter og rentekostnader. Disse postene klassifiseres følgelig som en *finansiell* resultatpost.

”Dirty surplus” elementene består hovedsakelig av endring i markedsverdi kontantstrømsikring, omregningsdifferanser og andre gevinster og tap i totalresultatet. Som nevnt tidligere består kontantstrømsikringene i hovedsak av sikring av rentebærende gjeld i utenlandsk valuta. Endring i markedsverdi kontantstrømsikring og omregningsdifferanser klassifiseres dermed som *finansiell* resultatpost. Posten ”Andre gevinster og tap i totalresultatet” mangler tilstrekkelig noteinformasjon, og vi klassifisere derfor denne posten som *driftsrelatert* resultatpost.

4.4 Analyse av målefeil og justeringer

Hensikten ved å endre regnskapstallene til Marine Harvest for målefeil er for å tydeliggjøre hvilke fundamentale verdidriver som ligger bak og slik at vi kan utarbeide prognoseregnskaper.

Ulike regnskapsregler og god regnskapsskikk gir opphav til ulik regnskapsføring og måling slik at enkelte poster bør skilles ut for å gi et mer rettviseende bilde av hva som er bedriftens faktiske inntjening jf regnskapsloven § 3-2a.

Man har ulike regnskapsregler og prinsipper, men ettersom Marine Harvest er et selskap som er notert på Oslo børs – er de pliktige til å utarbeide sine regnskapsregler etter IFRS som er annerledes i verdimålingen mot de norskereglene som bygger på kostpris og ikke virkelig verdi som IFRS gjør.

Det finnes 3 ulike typer målefeil som vi må vurdere (Knivsfla, 2012):

1. Lovgitt ideal gjennom GRS som ikke samsvarer med ”virkelig”verdi
2. Lovgitt mulighet til å rapportere utenfor det som er hovedidealet for GRS
3. Rapportering utenfor det som er GRS – kreativ regnskapsføring

De to første er feil av Type 1 og 2 som er lovlige målefeil etter som de beror på ulik bruk av regnskapsregler, den siste er ulovlig av den grunn dette er snakk om regnskapsmanipulasjon (Knivsflå 2012).

Argumentene mot å justere regnskapstallene går ut på at analysen ikke gir tilstrekkelig nytte til å rettferdiggjøre kostnaden. Oppfatningen er at GRS/IFRS er tilstrekkelig god nok til å gi en riktig bilde av bedriften og at eventuelle justeringer bare vil føre til mer målestøy. Videre argumenteres det med at når bedrifter når ”steady state”, vil målefeil eliminere hverandre.

Argumentene for å justere regnskapstallene går på at GRS/IFRS ikke har strenge nok regler for å forhindre at målefeil framkommer, hvor målefeil 2 og 3 vil føre til så store skjevheter at dette vil gi en helt feil verdivurdering av bedriften.

En mulig justering ville vært å justere de biologiske eiendeler fra virkelig verdi til historisk kost. I revisjonsberetningen står det at selskapet er revidert av Ernst & Young og er i samsvar med god regnskapsskikk og gjeldende lover og forskrifter. Ettersom vi bare har tilgang på årsregnskapet mener vi at vi ikke har den nødvendige økonomiske innsikten som skal til for å kunne gjøre en fullstendig analyse av målefeil uten å forårsake mer målestøy. Vi har derfor valgt å ikke justere Marine Harvest sine regnskaper ytterligere.

4.5 Omgruppert regnskap og balanse

RESULTATREGNSKAP					
<i>Alle tall i NOK 1 000 000</i>					
År	2008	2009	2010	2011	2012T
Driftsinntekter	13 486,90	14 619,50	15 281,20	16 132,80	15 463,50
Varekostnad	8 654,40	8 796,60	7 780,70	8 398,60	9 666,50
Lønnskostnader	2 139,80	2 167,40	2 202,50	2 177,80	2 353,20
Andre driftskostnader	1 404,10	1 453,00	1 459,40	2 107,50	2 229,00
Ordinære avskrivninger	685,30	687,70	653,00	666,70	677,20
Avsetning for tapsutsatte kontrakter	-	-	14,30	5,80	6,10
Restruktureringskostnader	26,97	29,24	30,56	32,27	30,93
Driftsresultat fra egen drift	576,33	1 485,56	3 140,74	2 744,13	500,57
Driftsrelatert skattekostnad	1 085,86	516,20	1 328,90	961,14	242,33
Netto driftsresultat fra egen drift	- 509,53	969,36	1 811,84	1 782,99	258,25
Netto driftsresultat fra tilknyttet selskap	5,80	69,50	202,00	- 8,50	88,30
Netto driftsresultat	- 503,73	1 038,86	2 013,84	1 774,49	346,55
Netto finansinntekt	-	- 9,79	8,64	9,43	- 0,65
Nettoresultat til sysselsatt kapital	- 503,73	1 029,07	2 022,48	1 783,92	345,90
Netto finanskostnad	349,49	282,89	273,60	292,18	275,62
Nettoresultat til egenkapital	- 853,22	746,18	1 748,88	1 491,75	70,28
Unormalt netto driftsresultat	- 1 105,14	- 247,18	1 063,22	- 846,52	128,75
Unormalt netto finansresultat	- 896,24	1 040,10	444,60	451,77	- 195,04
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	- 2 854,60	1 539,10	3 256,70	1 097,00	4,00
Netto betalt utbytte	15,60	- 297,00	2 172,00	2 830,90	- 849,40
Endring i egenkapital	- 2 870,20	1 836,10	1 084,70	- 1 733,90	853,40

Tabell 11. Omgruppert resultatregnskap

Det omgrupperte resultatregnskapet viser en positiv utvikling i normalisert nettoresultat fra 2008 til 2010. Deretter synker det normaliserte nettoresultatet i 2011 og 2012 til henholdsvis 1491,75 og 70,28 millioner. Videre ser vi at den største faktoren til de dårlige resultatene i 2008 og 2012, skyldes lave driftsinntekter. Dette kan tyde på at oppdrettsbransjen er konjunkturavhengig.

BALANSE					
<i>Alle tall i NOK 1 000 000</i>					
År	2008	2009	2010	2011	2012T
Driftsrelaterte anleggsmidler	13 154,10	11 780,80	12 369,60	12 798,70	12 498,20
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	9 428,59	8 489,70	10 975,57	9 862,69	9 629,10
= Driftsrelaterte eiendeler	22 582,69	20 270,50	23 345,17	22 661,39	22 127,30
Finansiell anleggsmidler	78,90	118,80	126,80	117,90	1 081,80
+ Finansielle omløpsmidler	74,81	-	56,83	9,31	75,70
= Finansielle eiendeler	153,71	118,80	183,63	127,21	1 157,50
Totale eiendeler	22 736,40	20 389,30	23 528,80	22 788,60	23 284,80
Egenkapital	9 579,40	11 415,50	12 500,20	10 766,30	11 619,70
Langsiktig driftsrelaterte gjeld	849,60	1 242,40	2 809,00	2 451,20	2 958,40
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	4 149,00	2 439,20	2 612,10	2 748,70	2 921,30
= Driftsrelatert gjeld	4 998,60	3 681,60	5 421,10	5 199,90	5 879,70
Langsiktig finansiell gjeld	6 792,80	5 161,90	5 177,80	6 665,20	5 407,50
+ Kortsiktig finansiell gjeld	1 365,50	130,30	429,70	157,00	377,80
= Finansiell gjeld	8 158,30	5 292,20	5 607,50	6 822,20	5 785,30
Totalkapital	22 736,30	20 389,30	23 528,80	22 788,40	23 284,70

Tabell 12. Omgruppert balanse

EK-OPPSTILLING					
<i>Alle tall i NOK 1 000 000</i>					
År	2008	2009	2010	2011	2012T
Egenkapital per 01.01	12 449,60	9 579,40	11 415,50	12 500,20	10 766,30
Fullstendig nettoresultat til EK	- 2 854,60	1 539,10	3 256,70	1 097,00	4,00
Netto betalt utbytte	15,60	- 297,00	2 172,00	2 830,90	- 849,40
Egenkapital per 31.12	9 579,40	11 415,50	12 500,20	10 766,30	11 619,70

Tabell 13. Omgruppert egenkapitaloppstilling

4.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

De omgrupperte tallene brukes som sagt videre i en forholdstallsanalyse. Vi vil i vår analyse av forholdstallene bruke rammeverket under, presentert av Kjell Henry Knivsflå (Knivsflå, 2013). Form

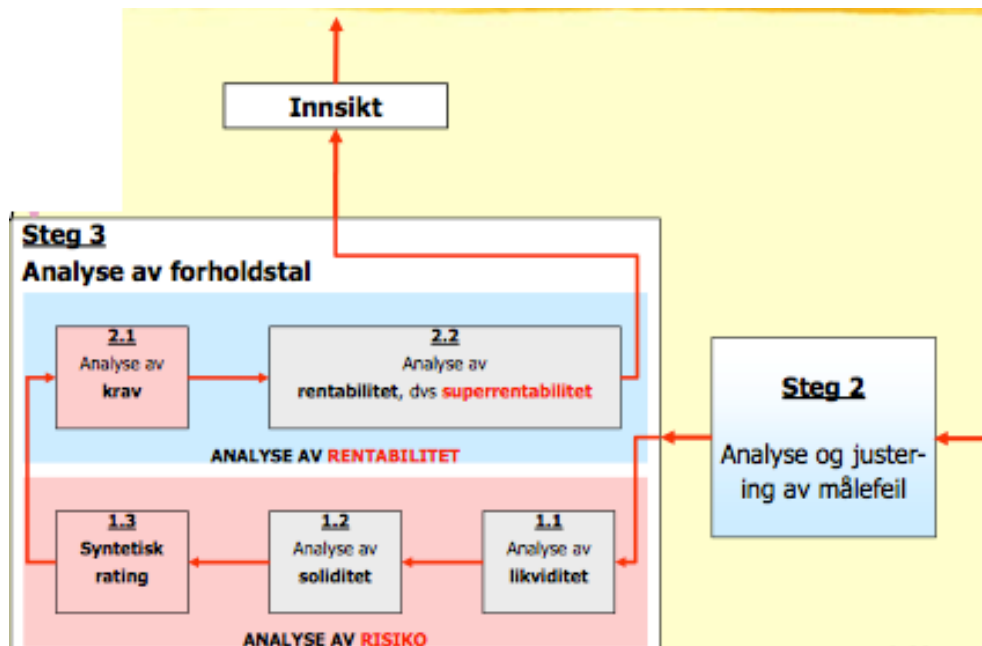


Fig 33. Rammeverk for forholdstallanalyse

Som vi ser av modellen vil vi bruke de justerte tallene i forholdstallanalysen. Disse gir et riktigere bilde av virksomheten og gir et bedre grunnlag for det fremtidige budsjettet. Sluttproduktet er en analyse av superrentabilitet, som vi bruker for å understøtte resultatene fra den strategiske analysen.

5 Analyse av risiko

Vi vil nå forsøke å kartlegge den underliggende økonomiske virksomheten til Marine Harvest ASA, ved å gjennomføre en forholdstallanalyse. Risiko er en avgjørende faktor ved beregning av avkastningskravet, som videre bestemmer diskonteringsrenten i den endelige verdsettelsen. *Analyse av kredittrisiko* kartlegges gjennom en likviditetsanalyse i delkapittel 5.1 og en soliditetsanalyse i delkapittel 5.2. Til slutt vil vi oppsummere resultatene gjennom en syntetisk rating i delkapittel 5.3. Selskapets forholdstall vil i hele analysen bli sammenlignet med bransjen. Dette gjør oss i stand til å vurdere om Marine Harvest har strategisk fordeler knyttet til finansieringen.

Resultatene i oppdrettsbransjen er svært sårbar for prisen på laks. Denne går i sykluser på omtrent ”3 fete og 3 magre år” (finansfeber.com, 2011). Lakseprisen er nå inne i en synkende periode, og det vil derfor være mest naturlig at tyngden av tidsserieanalysen ligger på de siste tre årene. Vektene vi har valgt er presentert i tabellen nedenfor.

År	2008	2009	2010	2011	2012
Vekter	0,05	0,10	0,25	0,30	0,30

Tabell 14. Tidsvekter for analyse av risiko

5.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Analyse av likviditet gir oss informasjon om hvor godt et selskap er posisjonert for å dekke sine løpende betalingsforpliktelser (Knivsfå, 2012). Vi kan kalle dette faren for likviditetskonkurs.

Den enkeltvis største risikofaktoren knyttet til likviditet er svingninger i lakseprisene. Andre elementer vil først og fremst være svingninger i produksjons- og slaktevolum, biologiske forhold, samt endringer i fôrprisen, som er den viktigste enkeltfaktoren på kostnadssiden (Marine Harvest, 2012).

Fire forholdstall vil hjelpe oss med å analyses selskapets likviditet: Likviditetsgrad 1 og 2, rentedekningsgrad (rdg) og en kontantstrømanalyse.

5.1.1 Kontantstrømanalyse

Fri kontantstrøm til egenkapital						
Alle tall i NOK 1 000 000						
År	2008	2009	2010	2011	2012T	
NDR	- 213,10	1 121,35	2 504,80	1 997,31	339,67	
+ UNDR	-1 415,91	- 90,56	805,16	- 986,29	276,98	
- ΔNDE	-1 868,19	-1 012,09	1 806,47	- 934,38	- 898,49	
= FKD	239,19	2 042,89	1 503,49	1 945,40	1 515,14	
+ NFI	-	-	8,64	9,43	- 0,65	
+ UNFI	388,50	1 228,60	649,20	646,10	250,50	
- ΔFE	- 3,81	- 34,91	64,83	- 56,42	1 030,29	
= FKS	631,50	3 306,40	2 096,50	2 657,35	734,70	
- NFK	349,49	282,89	273,60	292,18	275,62	
- UNFK	1 264,61	423,81	437,50	277,38	586,88	
+ ΔFG	998,10	-2 883,00	786,60	742,90	- 721,50	
= FKE	15,50	- 283,30	2 172,00	2 830,70	- 849,30	

Tabell 15. Kontantstrømanalyse

Vi ser at Marine Harvest har en positiv fri kontantstrøm fra drift i 2012. Dette er følge av et positivt netto driftsresultat. Vi ser også at Marine Harvest har redusert netto driftseiendeler med over 898 millioner NOK. Videre ser vi at Marine Harvest har økt sine finansielle eiendeler med hele 1030 millioner NOK, noe som resulterer i en fri kontantstrøm fra

sysselsatt kapital på 734,7 millioner NOK. Til slutt ser vi at netto finanskostnader har økt fra 2011. Marine Harvest har brukt sin positive kontantstrøm fra drift til å redusere den finansielle gjelden med 721,5 millioner NOK. Til sammen gir dette en negativ kontantstrøm til egenkapitalen på 849,3 millioner NOK.

5.1.2 Likviditetsgrader

For å svare på om Marine Harvest har nok likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld, vil vi foreta en analyse av likviditetsgraden. Likviditetsgrad 1, LG1, er et forholdstall som forteller oss i hvor stor utstrekning omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Den måler virksomhetens evne til å håndtere sine kortsiktige forpliktelser i forhold til tilgjengelige midler.

Likviditetsgrad 2, LG 2, forteller oss mengden av de mest likvide omløpsmidlene forhold til kortsiktige forpliktelser. En gammel tommelfingerregel er at likviditetsgrad 2 bør være minst 2 og likviditetsgrad 2 bør være minst 1. Likevel er den beste målestokken bransjegjennomsnittet.

For å beregne likviditetsgradene benyttes følgende formel:

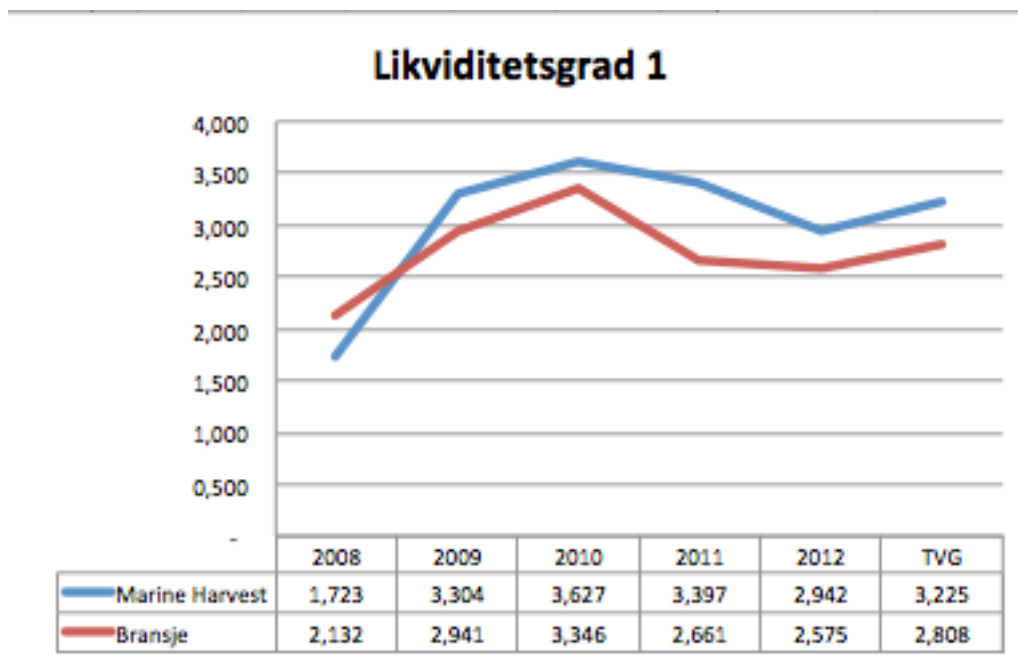
$$LG1 = \frac{(DOM + FOM)}{(KDG + KFG)} \quad LG2 = \frac{(FOM)}{(KDG + KFG)}$$

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

FOM = Finansielle omløpsmidler

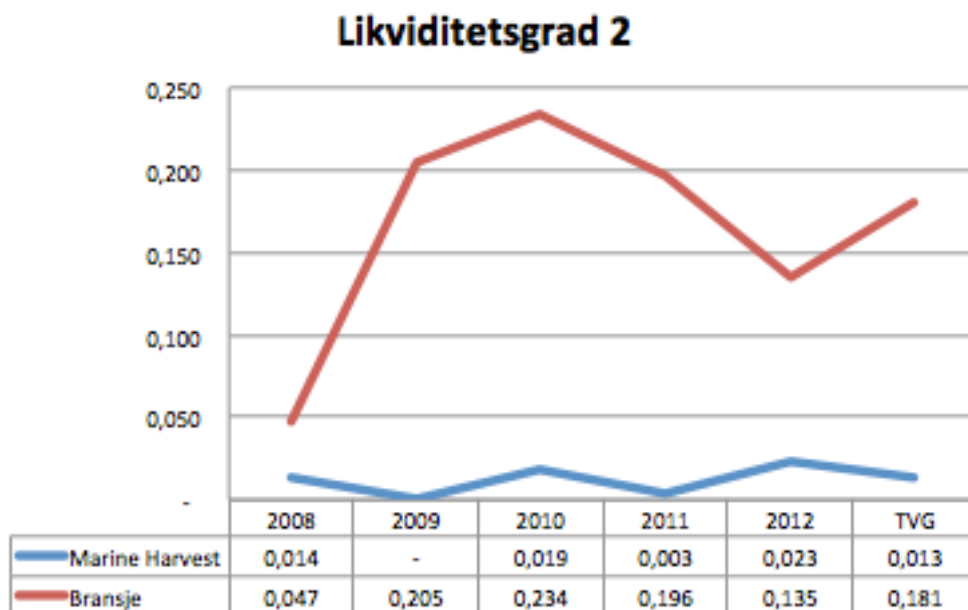
KFG = Kortsiktig finansiell gjeld



Figur 34. Beregning av likviditetsgrad 1

Av figurene ser vi at Marine Harvest har hatt en høyere LG1 enn bransjen siden 2009. Bransjen har generelt en svært god LG1, noe som kan tyde på at det er lett å skaffe seg langsiktig finansiering i oppdrettsbransjen. Det vektete snittet for Marine Harvest er 3,225 mot bransjens vektete snitt på 2,808.

Når det gjelder LG2 gjør Marine Harvest det svært dårlig i forhold til bransjgjennomsnittet. Analysen tyder på at Marine Harvest besitter svært lite finansielle omløpsmidler. Historisk sett har bransjen hatt en bedre LG2 enn Marine Harvest, men dog ikke tilfredsstillende.



Figur 35. Beregning av likviditetsgrad 2

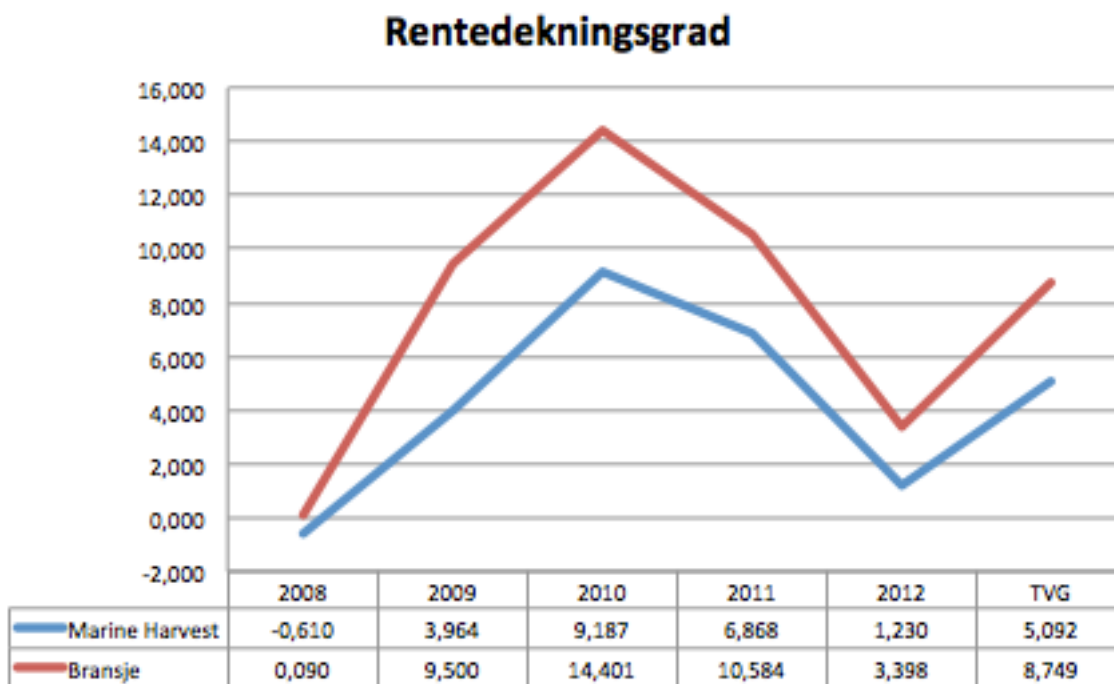
5.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser bedriftens evne til å bære renteforpliktelsen knyttet til finansiell rentebærende gjeld. Graden viser hvor stor del av nettoresultatet til sysselsatt kapital som går med til å dekke rentekostnaden. Dersom rentedekningsgraden er mindre enn 1 må selskapet bruke egenkapital eller gjøre låneopptak for å betale rentekostnadene. Dess høyere rentedekningsgraden er, dess mindre risiko. Dette største problemet med dette forholdstallet er at det bare ser på dekning av finanskostnad – og ikke avdrag. Videre er det viktig å kun forholde seg til rentekostnaden. Vi vil derfor benytte normaliserte tall ettersom det er mest egnet ved konkursprediksjon (Knivsflå, 2012).

Vi vil bruke følgende formel for rentedekningsgraden:

$$\text{rdg} = \frac{\text{netto resultat til sysselsatt kapital}}{\text{FK}}$$

Slik vi ser av figuren under har selskapet hatt en historisk dårligere RDG enn bransjen gjennom hele analyseperioden. De har likevel vært i stand til å betale rentekostnadene med driftsresultatet og finansinntektene, med unntak for 2008. Både dekningsgraden til Marine Harvest og snittet i bransjen er tilfredsstillende, men fallende. Dette må ses som et faresignal for utviklingen i fremtiden med tanke på betaling av rentekostnadene. Fortsetter denne trenden vil rentekostnadene måtte betales gjennom å bruke egenkapital eller å gjøre ytterligere låneopptak. Det vektete snittet er imidlertid 5,092.



Figur 36. Beregning av rentedeckningsgrad

5.1.4 Konklusjon likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen viser hvor sårbar Marine Harvest og oppdrettsnæringen er for endringer i lakseprisen. Går lakseprisen drastisk ned slik vi så i andre halvdel av 2011 og hele 2012 vil dette sette næringen i en prekær situasjon som tærer på likviditeten. En varig nedgang på lakseprisen vil kreve omfattende refinansiering eller bruk av opptjent egenkapital. Dette er best vist av rentedeckningsgraden som ble redusert med hele 82 % fra 2011 til 2012.

Lakseprisen i dag er derimot på vei opp og "likviditetskrisen" virker derfor å være over for denne gang.

Det er bekymringsverdig for næringen at likviditetssituasjonen er så sårbar for forventede konjunktursvingninger slik vist fra tallene i 2008 hvor Marine Harvest ikke hadde likviditet til å dekke renteforpliktelser. Hadde trendene fra 2011 og 2012 fortsatt i 1-2 år til ville dette satt Marine Harvest i en veldig sårbar situasjon.

5.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsanalyse

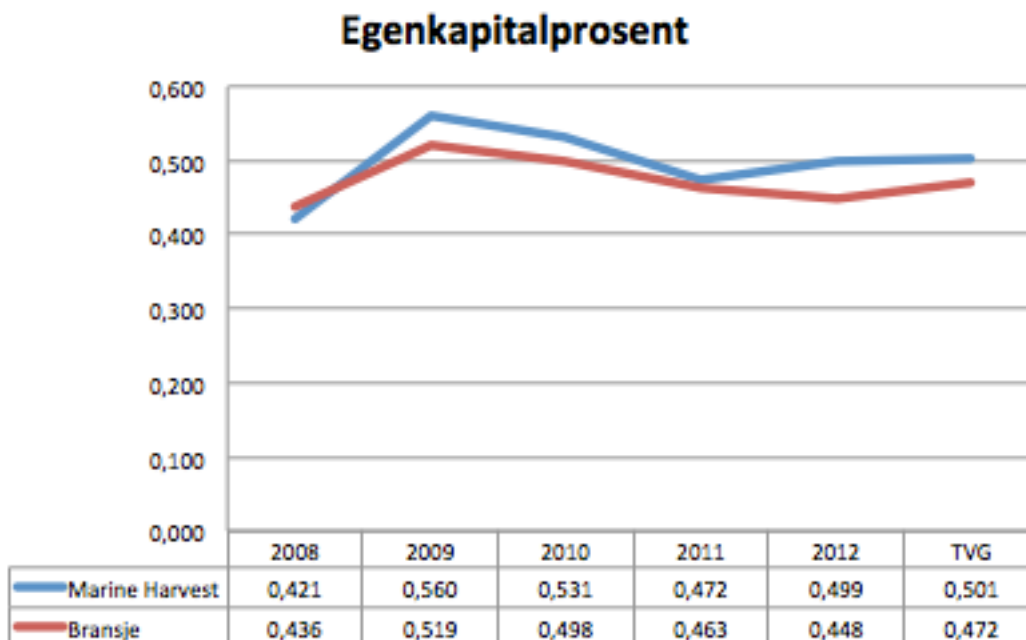
Analyse av soliditet har som mål å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå i mot framtidige tap, dvs å "drive for egen regning" på sikt. Vi kan kalle dette faren for tradisjonell konkurs. Som forholdstall for soliditet har vi valgt egenkapitalprosent (ekp). Dette

regnes som mål nr 1 for en virksomhets soliditet. I tillegg vil vi se på nettodriftsrentabiliteten som beskriver rentabiliteten til den kapitalen som er investert i driften.

5.2.1 Egenkapitalprosenten

Egenkapitalprosenten er andelen egenkapital i forhold til total kapital og gir en indikasjon på virksomhetens soliditet, og dets evne til å tåle fremtidige tap. Dess mer egenkapital i forhold til total kapital, dess mer skjermet er kreditorene for tap. En høy ekp gjør at virksomheten er bedre rustet mot uforutsette hendelser og konjunktursvingninger, mens en lav ekp gjør virksomheten mer sårbar mot slike endringer. Et naturlig krav er at ekp bør være større enn 30 %, men dette må også ses i forhold til resten av bransjen. Egenkapitalprosenten er sensitiv for høy kapitalintensitet og virksomhetenes forretningsmessige risiko. Det kan nevnes at oppdrettsbransjen er relativ kapitalintensiv, med tanke på behovet for investeringer i anlegg og annet utstyr. Følgende formel brukes for å beregne ekp:

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



Figur 37. Beregning av egenkapitalprosent

Av figuren ser vi at utviklingen i egenkapitalprosenten har vært noenlunde lik for Marine Harvest og resten av bransjen. Begge ligger godt over kravet på 30 % og dette tyder på at oppdrettsbransjen er godt rustet til å tåle eventuelle fremtidige tap. Konklusjonen må være at

både Marine Harvest og bransjen har god egenkapital og videre at forskjellen mellom bransjen og Marine Harvest er uvesentlig.

5.2.2 Nettodriftsrentabilitet

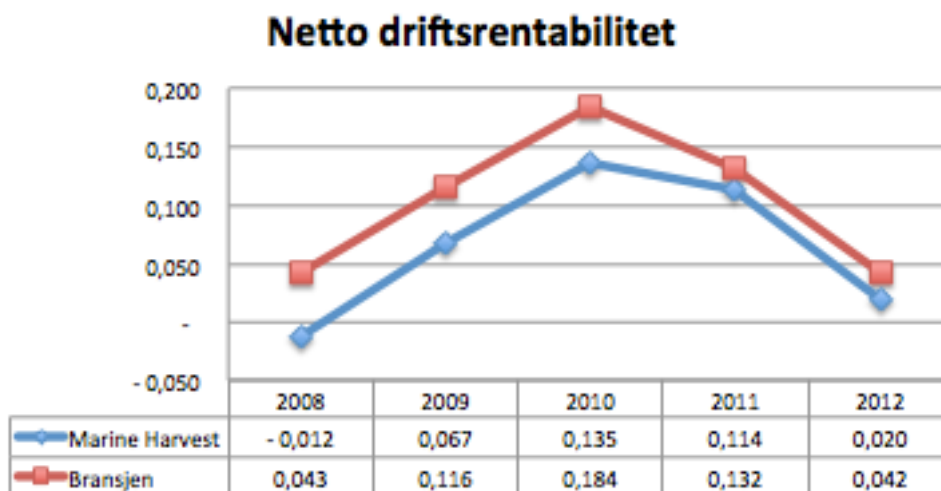
Nettodriftsrentabilitet (ndr) er som sagt et forholdstall som beskriver rentabiliteten til den kapitalen som er investert i driften. Dersom nettodriftsrentabilitet er større enn gjeldsrenten vil dette gi en positiv effekt på egenkapitalrentabiliteten.

Utgangspunktet for beregningene er de justerte og omgrupperte regnskapstallene som er presentert tidligere i oppgaven. Formelen vi bruker for driftsrentabilitet er følgende:

$$\text{ndr}_t = \frac{\text{NDR}_t}{\text{NDK}_t}$$

Ndr_t = Netto driftsrentabilitet NDR_t = Netto driftsresultat

NDK_t = Utgående netto driftskapital



Figur 38. Beregning av netto driftsrentabilitet

Som vi ser av figuren har netto driftsrentabilitet forholdsvis vært svært bra, både for Marine Harvest og bransjen. Imidlertid ser vi også her at analysen viser en negativ trend for både Marine Harvest og bransjen. Dette forholdstallet virker med andre ord også å være svært konjunkturfølsomt. Vi bør også merke oss at Marine Harvest har en lavere netto driftsrentabilitet i hele analyseperioden.

5.2.3 Konklusjon soliditet

Marine Harvest har en solid finansiell situasjon og er godt beskyttet mot konkurs. Egenkapitalandelen ligger godt over gjennomsnittet og beskytter bedriften mot konjunktursvingninger som bransjen forventer med jevne mellomrom. Dette ser vi godt bevist i regnskapstallene fra 2008 hvor bransjen sliter med lav inntjening og dårlige tall men likevel klarer å ha en egenkapitalandel på over 40%. Det som dog er litt bekymringsverdig er at Marine Harvest konsekvent ligger litt under bransjen på driftsrentabilitet. Driftsrentabiliteten er isolert sett ganske god, men man kan jo undres om Marine Harvest kunne gjort noe mer for å sikre en driftsrentabilitet lik eller høyere enn bransjegjennomsnittet.

5.3 Syntetisk rating

På forholdstallsanalysen vil vi beregne syntetisk rating. En slik rating forteller noe om sannsynligheten for å gå konkurs. Vår kredittrating følger Standard and Poor's oppsett, hvor skalaen går fra AAA som beste rating til D som dårligste rating. Vi har valgt å basere ratingen på våre 4 forholdstall, med lik vekt. Sammenhengen mellom en ratingklasse og tilhørende konkurssannsynlighet er beregnet av Knivsflå (2012) og presentert i tabell 16 under.

Syntetisk rating	LG1	RDG	EKP	ndr	Konk.sanns.	K. Risiko F	Klasse
AAA	11,6000	16,9000	0,9400	0,3500	0,0001	0,1000	
	8,9000	11,6000	0,8950	0,3080			
AA	6,2000	6,3000	0,8500	0,2700	0,0012	0,1500	Inv. Grade
	4,6000	4,8250	0,7550	0,2160			
A	3,0000	3,3500	0,6600	0,1660	0,0024	0,2500	
	2,3500	2,7550	0,5500	0,1310			
BBB	1,7000	2,1600	0,4400	0,0960	0,0037	0,4000	
	1,4500	1,6900	0,3800	0,0820			
BB	1,2000	1,2200	0,3200	0,0680	0,0136	0,6000	Spekulative
	1,0500	1,0600	0,2700	0,0540			
B	0,9000	0,9000	0,2200	0,0400	0,0608	1,0000	
	0,7500	0,4850	0,1750	0,0260			
CCC	0,6000	0,0700	0,1300	0,0120	0,3085	3,0000	
	0,5500	-0,3450	0,1050	-0,0020			
CC	0,5000	-0,7600	0,0800	-0,0160	0,5418	9,0000	High Yield
	0,4500	-1,1700	0,0300	-0,0300			
C	0,4000	-1,5800	-0,0200	-0,0440	0,7752	27,0000	
	0,3500	-1,9950	-0,1000	-0,0580			
D	0,3000	-2,4100	-0,1800	-0,0720	0,9999	10000,0000	In default

Tabell 16. Sammenheng mellom en ratingklasse og tilhørende konkurssannsynlighet.

Marine Harvest	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
LG1	1,723	3,304	3,627	3,397	2,942	3,225
Rating	BBB	A	A	A	A	A
RDG	-0,610	3,964	9,187	6,868	1,230	5,092
Rating	CC	A	AA	AA	BB	AA
EK- prosent	0,421	0,560	0,531	0,472	0,499	0,501
Rating	BBB	A	BBB	BBB	BBB	BBB
ndr	-0,012	0,067	0,135	0,114	0,020	0,080
Rating	CC	BB	A	BB	CCC	BBB
Syntetisk rating	B	A	A	A	BB	A
Bransjen	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
LG1	2,132	2,941	3,346	2,661	2,575	2,808
Rating	BBB	A	A	A	A	A
RDG	0,090	9,794	14,401	10,584	3,398	8,749
Rating	CCC	AA	AAA	AA	A	AA
EK- prosent	0,436	0,519	0,498	0,463	0,448	0,472
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
ndr	0,043	0,116	0,184	0,132	0,042	0,112
Rating	B	BBB	A	A	B	BBB
Syntetisk rating	BB	A	A	A	BBB	A
Syntetisk rating	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Marine Harvest	B	A	A	A	BB	A
Bransjen	BB	A	A	A	BBB	A

Tabell 17. Utrekning av syntetisk rating for Marine Harvest og bransjen

Som vi ser av tabellen er Marine Harvest mer likvid enn bransjen i 2012, da likviditetsgrad 1 er 2,942 mot 2,575 i bransjen. Rentedeckningsgraden tilfredsstillende, men dårligere enn bransjen. Marine Harvest er mer solid enn bransjen (49,9 % mot 44,8 %), mens lønnsomheten er dårligere enn bransjen i 2012T (2,0 % mot 4,2 %).

Alt i alt er karakteren BB i 2012 tilfredsstillende, men igjen kan det være grunn til bekymring med tanke på den historiske utviklingen. Karakteren innebærer en sannsynlighet for konkurs på 1,36 % som vi tar med videre til kapittel 6. Vi konkludere med at forholdstallene viser en solid bransje og et solid selskap. Dette styrker vår betraktninger i den strategiske analysen.

6 Analyse av avkastningskrav

Vi skal nå forsøke å finne avkastningskravet til Marine Harvest, slik at vi har et sammenligningsgrunnlag til rentabilitetsanalysen senere i oppgaven. Dersom rentabilitet

overgår avkastningskravet, genererer selskapet superprofitt, det vil si mer avkastning enn hva investorene krever. I delkapittel 6.1 vil vi finne avkastningskravet til egenkapitalen. Videre vil vi i delkapittel 6.2 og 6.3 se på henholdsvis finansielt gjeldskrav og netto finansielt gjeldskrav. Til slutt vil vi analysere nettodriftskrav i delkapittel 6.4.

6.1 Egenkapitalkrav

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen med fokus på risiko bruker vi avkastningskravet for egenkapitalen. Det er flere modeller vi kan benytte her, for eksempel Arbitragepricingmodel og Fama-French trefaktormodell. Vi har valgt å benytte CAPM (capitalassetpricingmodel). (Kaldestad og Møller, 2012).

$$r_e = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \beta_i$$

Hvor $[E(r_m) - r_f]$ = markedets risikopremie og β_i = egenkapitalens beta-verdi

6.1.1 Risikofri rente, r_f

Valg av risikofri rente er en viktig del av CAPM, den skal være så korrekt som mulig og brukes konsistent over hele investeringsanalysen. Valg av risikofri rente kan også ha innvirkning på risikopremie da den ofte estimeres ved hjelp av renten.

I følge Kaldestad og Møller er det 3 ulike alternativer når vi velger risikofri rente.

Alternativ 1: Ulik risikofri rente for hver periode.

Alternativ 2: Kort rente

Alternativ 3: Lang rente

I følge teorien om CAPM skal det i tilfeller som dette hvor vi verdsetter Marine Harvest over flere år beregnes risikofri rente for hvert enkelt år. Kort rente er lite hensiktsmessig da denne naturlig nok vil svinge mye mer enn lang rente og vil gi ett unøyaktig og ustabil svar på avkastningskravet.

Ifølge en undersøkelse gjort av PWC Deals og NFF hvor de har vurdert markedets risikopremie i 2011 og 2012 (PWC 2012). De sendte ut undersøkelsen til 1193 norske firma og i underkant av 25% svarte på undersøkelsen. Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente, her svarte 44 at de brukte 10årig statsobligasjon.

Vi skal imidlertid bruke avkastningskravet til å vurdere årlig lønnsomhet, og det vil da være mer gunstig å bruke en kortsiktig rente for rentenivået i året som analyserer. Vi har derfor

valgt å bruke en 3 mnd NIBOR etter skatt (norges-bank.no, 2013). Renten er et gjennomsnitt av året.

År	2008	2009	2010	2011	2012
NIBOR 3mnd rente	0,062	0,025	0,025	0,029	0,022
- Risikotillegg: 10 % av NIBOR	0,006	0,003	0,003	0,003	0,002
= Riskofri rente før skatt	0,056	0,023	0,023	0,026	0,020
- 28 % skatt	0,016	0,006	0,006	0,007	0,006
= Riskofri rente etter skatt	0,040	0,016	0,016	0,019	0,014

Tabell 18. Beregning av risikofri rente etter skatt

6.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et estimat som beregner hvor mye avkastning utover den risikofrie renten en investor bør forvente. Det er vanskelig og svært omdiskutert hvordan denne skal beregnes nøyaktig og pålitelig (Kaldestad og Møller, 2011). Markedspremien er definert som markedsporteføljens meravkastning over det risikofrie aktivum.

I den samme undersøkelsen av PWC har de funnet at markedsrisikopremie for årene 2011 og 2012 ligger på 5,2 %. Risikopremien er har målt aritmetisk, og med andre ord representativ for den fremtidige risikopremien.

Det er naturlig å forutsette at risikopremien beveger seg rundt og trekkes tilbake til et gjennomsnitt, jfr teori om mean reversion. Dette taler for bruk av en konstant risikopremie, og vi velger derfor en risikopremie på 5,2 % for alle analyseårene.

6.1.3 Betaverdien

For å måle systematisk risiko i forhold til markedet trenger vi en beta. Beta er forholdet mellom kovariansen av avkastningene i aksjen og markedet, og kovariansen av avkastningen i markedet (Grinold & Kahn, 2000). Med andre ord er betaverdien forholdet mellom hvor stor risiko det er i aksjen og hvor stor risiko det er i markedet generelt. Markedets beta er alltid = 1. Om den systematiske risikoen er høyere enn markedet vil beta være over 1 mens den vil være under 1 om risikoen er under 1. For Marine Harvest har både bloomberg.com og DN.no anslått betaen til å være 1.3, det vil altså si at om gjennomsnittlig kursoppgang for markedet er på 1% vil den for Marine Harvest være på 1.3%.

En beta på 1.3 som vist over er estimert for ett år, historisk beta slik som vi trenger her skal i utgangspunktet beregnes for en lengre periode, i dette tilfellet ville 5-10 år vært å foretrekke.. Lakseoppdrett er som tidligere nevnt en svært syklisk bransje vil naturlig ligge over 1.

Vi skal imidlertid finne en egenkapitalbeta for vårt analyseår. Netto driftsbeta kan beregnes med følgende formel:

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

I følge Miller og Modigliani er verdien til netto driftskapital uavhengig av finansieringen, og derfor kan vi forutsette at β_{NDK} også er det, og dermed er konstant gjennom hele analyseperioden. Dersom vi forutsetter at netto driftsbeta er konstant, kan egenkapitalbetaen beregnes fra år til år ved at forholdet mellom egenkapital og netto finansiell gjeld varierer.

Ved litt omrokking finner vi formelen til egenkapitalbetaen:

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

Videre forutsetter vi at $\beta_{\text{NFG}} = 0$. Dette fordi vi antar at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, slik at systematisk risiko blir eliminert (Knivsflå 2012).

Vi kan nå finne egenkapitalbetaen for alle år under antakelsen om kontant driftsbeta, ved å sette inn vår beta for 2012. Tabellen under viser egenkapitalbetaen og netto driftsbeta.

År	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapitalbeta	1,675	1,325	1,341	1,479	1,300
* EK/NDK	0,541	0,684	0,676	0,613	0,697
+ Minoritetsbeta = EK-beta	1,675	1,325	1,341	1,479	1,300
* MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,459	0,316	0,324	0,387	0,303
= Netto driftsbeta	0,907	0,907	0,907	0,907	0,907

Tabell 19. Beregning av egenkapitalbeta

Markedssvikt i kapitalmarkedene kan oppstå på grunn av asymmetrisk informasjon eller annen risiko knyttet til et selskap, og det beregnes derfor gjerne en likviditetspremie for å ta hensyn til dette. Marine Harvest er imidlertid et relativt likvid selskap, så i beregningene har vi valgt å benytte en likviditetspremie på 0. Vi får dermed følgende egenkapitalkrav:

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Risikofri rente etter skatt	0,040	0,016	0,016	0,019	0,014	
+ Markedsrisikopremie	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	
* Beta	1,675	1,325	1,341	1,479	1,300	
+ Likviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
= Egenkapitalkrav, ekk	0,127	0,085	0,086	0,096	0,082	0,090

Tabell 20. Beregning av egenkapitalkrav for Marine Harvest ASA

Vi ser av tabellen at egenkapitalkravet for Marine Harvest synker markant fra 2008 til 2009, for så å holde et stabilt nivå mellom 8-10 %. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 9 %.

6.2 Netto finansielt gjeldskrav

Får å finne netto finansielt gjeldskrav, trekker vi det vektete finansielle eiendelskravet fra det vektete finansielle gjeldskravet (Knivsflå 2012):

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

, der nfgk = netto finansielt gjeldskrav

fgk = finansielt gjeldskrav

FG = finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

Fek = finansielt eiendelskrav

FE = finansielle eiendeler

Det finansielle eiendelskravet (fek) blir bestemt av selskapet selv, mens det finansielle gjeldskravet blir bestemt av finansielle långivere (Knivsflå 2012).

I delkapittel 6.1.3 estimerte vi betaverdiene for egenkapitalen. På samme måte må vi estimere betaverdiene tilknyttet finansielt gjeldskrav. Følgende formel ligger til grunn (Knivsflå 2012):

$$\beta NFG * NFG = \beta FG * FG - \beta FE * FE$$

, der βNFG = beta til netto finansiell gjeld

βFG = beta til finansiell gjeld

βFE = beta til finansielle eiendeler

6.2.1 Krav til finansielle eiendeler

For å finne det finansielle eiendelskravet (fek) må vi summere de vektete kravene for alle finansielle eiendeler. Vi har valgt å dele de finansielle eiendelene inn i andel plassert i kontanter og andel plassert i aksjemarkedet. Ulike typer finansielle eiendeler er belastet med ulikt krav til avkastning, som skyldes ulik grad av risiko. Kontanter regnes som en sikker plasser, slik at avkastningskravet settes til den risikofrie renten, rf. Kravet til finansiell plassering i aksjer (og lignende), gjenspeiler markedsrenten, under forutsetningen av at aksjene har om lag samme systematiske risiko som markedet. Forventet markedsavkastning (r_m) er satt til summen av risikofri rente og markedsrisikoen (5,2 %).

Formelen under gir oss kravet til finansielle eiendeler:

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

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FE} \leq 1$$

, der β_{KON} = beta til kontanter

β_{INV} = beta til investeringer

Tabellen under gir oss finansiell eiendelsbeta hvert år i analyseperioden:

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Investeringer	78,90	118,80	124,20	92,10	1 081,80	
/ Finansielle eiendeler	153,71	118,80	183,63	127,21	1 157,50	
= Finansiell eiendelsbeta	0,51	1,00	0,68	0,72	0,93	0,79

Tabell 21. Finansiell eiendelsbeta

Det finansielle eiendelskravet blir:

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Andel plassert i kontanter	0,487	0,000	0,324	0,276	0,065	
* Krav til avkastning (rf)	0,040	0,016	0,016	0,019	0,014	
+ Andel plassert i aksjemarkede	0,513	1,000	0,676	0,724	0,935	
* Krav til avkastning (rm)	0,092	0,068	0,068	0,071	0,066	
= Finansielt eiendelskrav	0,067	0,068	0,051	0,056	0,063	0,059

Tabell 22. Finansielt eiendelskrav

Vi ser at det finansielle eiendelskravet holder seg stabilt mellom 5 og 7 % gjennom hele analyseperioden. Det tidsvektet gjennomsnitt er 5,9 %.

6.2.2 Krav til finansiell gjeld

Det finansielle gjeldskravet (fgk) kan defineres som den avkastningene kreditorene krever av selskapet for å få dekket sine kostnader. Vi starter som vanlig med å estimere betaverdier.

Følgende formel gir oss betaverdier for finansiell gjeld (Knivsfå 2012):

$$\beta_{FG} = \beta_{FE} * \frac{FE}{FG} = \frac{INV}{FE} * \frac{FE}{FG} = \frac{INV}{FG}$$

Tabellen under gir oss finansiell gjeldsbeta hvert år i analyseperioden.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Investeringer (INV)	78,90	118,80	124,20	92,10	1 081,80	
/ Finansiell gjeld (FG)	8 275,00	5 392,00	6 178,60	6 921,50	6 200,00	
= Finansiell gjeldsbeta (β_{FG})	0,010	0,022	0,020	0,013	0,174	0,064

Tabell 23. Finansiell gjeldsbeta

Nå som vi har beregnet de finansielle gjeldsbetaene, kan vi beregne det normaliserte finansielle gjeldskravet for Marine Harvest.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Risikofri rente	0,040	0,016	0,016	0,019	0,014	
+ Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,022	0,020	0,013	0,174	
* Markedsrisikopremie	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	
+ Kreditrisikopremie	0,010	0,004	0,004	0,005	0,009	
= Finansielt gjeldskrav	0,051	0,021	0,021	0,024	0,032	0,027

Tabell 24. Finansielt gjeldskrav

Risikofri rente og markedsrisikopremien er de samme som tidligere. Kreditrisikopremien avhenger av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten ved konkurs (Knivsfå, 2012). For å bestemme denne premien bruker vi den syntetiske ratingen som ble gjennomført i kapittel 5.3. Under forutsetningen om at gjeldsbetaen er null, fremkommer kreditrisikopremien ved å multiplisere kreditrisikofaktoren (se tabell 25), med tilhørende risikofrie rente.

Rating	Årlig konkurssannsyn	Kreditrisikofaktor
AAA	0,0001	0,1000
AA	0,0012	0,1500
A	0,0024	0,2500
BBB	0,0037	0,4000
BB	0,0136	0,6000
B	0,0608	1,0000
CCC	0,3085	3,0000
CC	0,5418	9,0000
C	0,7752	27,0000
D	0,9999	100,0000

Tabell 25. Kreditrisikofaktorer Kilde: Forelesningsnotater Kinserdal 2012

År	2008	2009	2010	2011	2012
Syntetisk rating	A	A	A	A	BB
Kreditrisikofaktor	0,25	0,25	0,25	0,25	0,6
* Risikofri rente (rf)	0,040	0,016	0,016	0,019	0,014
= Kreditrisikopremie	0,010	0,004	0,004	0,005	0,009

Tabell 26. Kreditrisikopremie

6.2.3 Krav til netto finansiell gjeld

Vi kan nå beregne kravet til netto finansiell gjeld ved hjelp av formelen som ble presentert i begynnelsen av dette kapittelet. Tabellen under samler disse variablene og gir oss kravet for netto finansiell gjeld.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Finansielt gjeldskrav	0,051	0,021	0,021	0,024	0,032	
* FG/NFG	1,019	1,023	1,031	1,019	1,230	
- Finansielt eiendelskrav	0,067	0,068	0,051	0,056	0,063	
* FE/NFG	0,019	0,023	0,031	0,019	0,230	
= Netto finansielt gjeldskrav	0,050	0,020	0,020	0,024	0,025	0,024

Tabell 27. Beregning av netto finansielt gjeldskrav

6.3 Netto driftskrav

Kravet til netto driftskapital beregnes ved å vekte summen av egenkapitalen og kravet til netto finansiell gjeld. Minoritetskravet settes fremdeles lik egenkapitalkravet, men påvirker ikke beregningen ettersom vi har definert minoritetsandelen som finansiell gjeld. Netto driftskrav beregnes med følgende formel:

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

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Egenkapitalkrav	0,127	0,085	0,086	0,096	0,082	
* EK/NDK	0,541	0,684	0,676	0,613	0,697	
+ Krav til minoriteten	0,127	0,085	0,086	0,096	0,082	
* MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,050	0,020	0,020	0,024	0,025	
* NFG/NDK	0,459	0,316	0,324	0,387	0,303	
= Netto driftskrav	0,092	0,065	0,065	0,068	0,065	0,067

Tabell 28. Beregning av netto driftskrav

Vi ser at det estimerte netto driftskravet faller fra 9,2 % i 2008 til 6,5 % i 2009. Deretter stiger avkastningskravet noe i 2011 til 6,8 %, før det synker igjen til og 6,5 %. Det vektete snittet er på 6,7 %.

Avkastningskravene vil vi ta med oss videre i verdsettelsen av Marine Harvest, spesielt i analysen av lønnsomheten. Det er imidlertid viktig å gjøre oppmerksom på at verdiene vi nå har brukt til å estimere avkastningskravene er bokførte verdier. Egentlig skulle dette reelt være markedsverdier. Disse markedsverdiene er imidlertid det vi skal finne i den endelige verdsettelsen, og ved oppdatering skal disse verdiene konvergere til markedsverdiene vi finner (Knivsflå, 2012).

7 Analyse av lønnsomhet

I dette hovedkapittelet vil vi sammenligne rentabiliteten til Marine Harvest ASA med de beregnede avkastningskrav, samt rentabiliteten for bransjen for å få innsikt av driverne for selskapets lønnsomhet. Analysen skal kunne gi svar på om Marine Harvest ASA oppnår superrentabilitet, at rentabilitet er større enn kravet. I den strategiske analysen konkluderte vi med at det er mulig for Marine Harvest å oppnå en superrentabilitet.

Rentabiliteten er et regnskapsmessig uttrykk som viser avkastningen på foretakets kapital (snl.no, 2007). Vi har valgt å benytte det normaliserte nettoresultatet fordi det er mest relevant for budsjettering og fremskrivning, senere i oppgaven. En normalisert rentabilitet vil jevne ut eventuelle kortsiktige svingninger. Formelen vi bruker for rentabilitetsberegning er følgende:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert resultat til kapitalen}}{\text{UB Kapital}}$$

I nevneren har vi brukt inngående balanse. Dette fordi vi ikke vil komplisere forholdene når vi senere skal utarbeide et fremtidsregnskap. I tillegg er rentene vi regnet med i kapittel 6 etterskuddsrenter, slik at det blir mest naturlig å beregne etterskuddsrentabilitet.

I delkapittel 7.1 vil vi se nærmere på egenkapitalrentabiliteten (ekr), det vil si den avkastningen eierne får av den kapitalen de investerer i selskapet, og sammenligne denne med egenkapitalkravet. Denne vi så videre dekomponeres i delkapittel 7.2, med det formål å analysere nærmere netto driftsrentabilitet og virkningen av finansiell giring.

7.1 Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten viser eiernes avkastning til egenkapitalen, og den beregnes etter følgende formel:

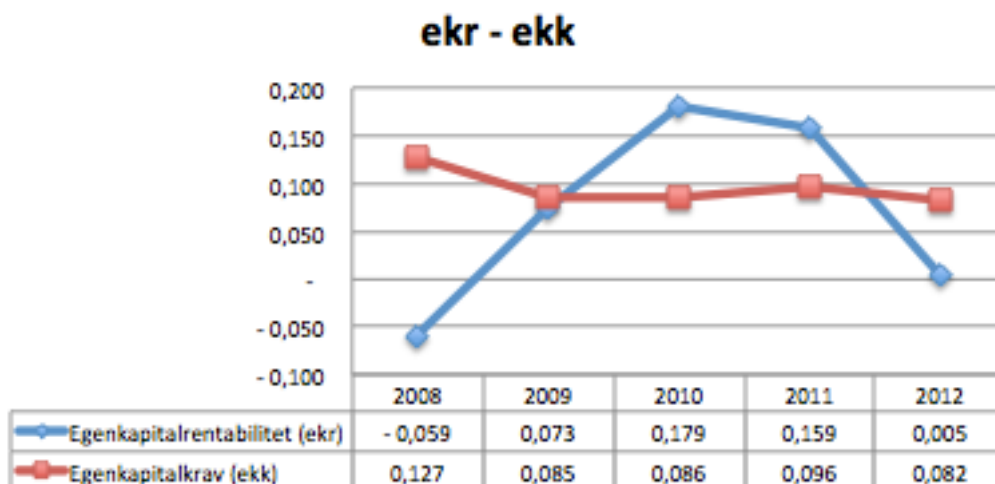
$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_t}$$

Denne skal som sagt videre sammenlignes med egenkapitalkravet vi fant i kapittel 6 for se om Marine Harvest har en positiv strategisk posisjon. En strategisk posisjon er ”en allokering av ressurser i en virksomhet som innenfor en bransje gir en viss evne til å generere en strategisk fordel, og dermed en rentabilitet utover kravet” (Knivsflå 2012).

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	- 0,059	0,073	0,179	0,159	0,005	0,099
- Egenkapitalkrav (ekk)	0,127	0,085	0,086	0,096	0,082	0,090
= Superrentabilitet (ekr-ekk)	-0,186	-0,012	0,093	0,064	- 0,076	0,009

Tabell 29. Superrentabilitet i egenkapitalen

Marine Harvest har i årene 2008-2012 hatt en svært varierende egenkapitalrentabilitet. I 2008 hadde selskapet en negativ egenkapitalrentabilitet på 5,9 %, mens i 2012 var egenkapitalrentabiliteten bare 0,65% . Videre ser vi at Marine Harvest faktisk har hatt en strategisk ulempe i årene 2008, 2009 og 2012. Egenkapitalrentabiliteten i hele analyseperioden gir et tidsvektet snitt på 9,9 %, som generer en positiv vektet superrentabilitet på 0,9 %.



Figur 39. Utvikling i ekr – ekk

Av diagrammet over ser vi tydelig hvor varierende egenkapitalrentabiliteten har vært. Den strategiske fordelene virker å være svært konjunkturavhengig. Dette stemmer ikke helt med funnene vi gjorde i den strategiske analysen, og får å analysere dette nærmere skal vi dekomponere egenkapitalrentabiliteten i drift/finans og superrentabiliteten i bransje/ressurs (Knivsflå 2012).

7.2 Dekomponering av superrentabilitet i eksterne og interne forhold

Marine Harvest sin strategiske fordel/ulempe kan komme av eksterne bransjeforhold eller interne ressursbaserte forhold. Dersom rentabiliteten i bransjen er større enn kravet, foreligger det en strategisk bransjefordel. Dersom rentabiliteten i Marine Harvest er større enn rentabilitetene i bransjen, foreligger det en ressursfordel (Knivsflå 2012). Superrentabiliteten vil altså dekomponeres i følgende deler:

$$ekr - ekk = (ekr^* - ekk^*) + (ekr - ekr^*) + (ekk^* - ekk)$$

Vi forutsetter her at avkastningskravet til egenkapitalen for bransjen er den samme som for egenkapitalkravet til Marine Harvest.

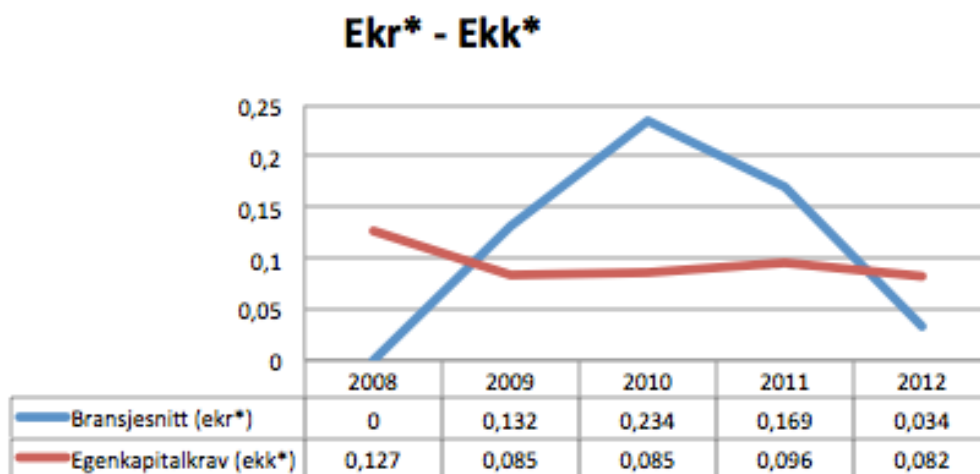
7.2.1 Superrentabilitet i bransjen

Superrentabiliteten i bransjen finner vi ved å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten i bransjen.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Bransjesnitt (ekr*)	0	0,132	0,234	0,169	0,034	0,133
- Egenkapitalkrav (ekk*)	0,127	0,085	0,085	0,096	0,082	0,090
= Superrentabilitet (ekr*-ekk*)	-0,127	0,047	0,149	0,073	-0,048	0,043

Tabell 30. Superrentabilitet i bransjen

Vi ser at superrentabiliteten i bransjen også er svært konjunkturavhengig. Som Marine Harvest har bransjen en strategisk ulempe i 2008. Deretter stiger superrentabiliteten, hvor bransjen har en strategisk fordel i årene 2009 -2011. I 2012 synker superrentabiliteten kraftig igjen, hvor bransjen har en negativ superrentabilitet på 4,8 %. Bransjen har imidlertid en tidsvektet superrentabilitet på 4,3 %.



Figur 40. Superrentabilitet i bransjen

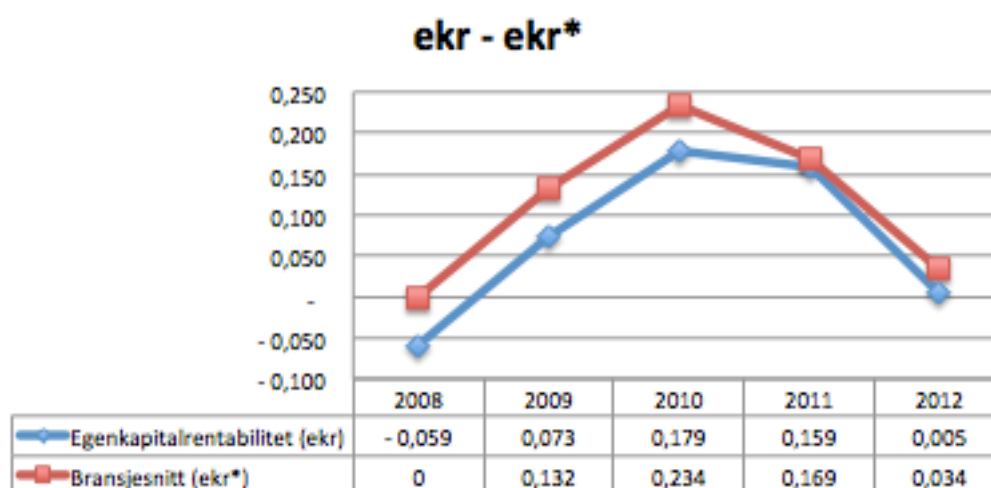
Konklusjonen må bli at Marine Harvest strategiske fordel i årene 2010 og 2011 hovedsakelig må komme fra eksterne bransjerelaterte forhold.

7.2.2 Superrentabilitet internt i bedriften

Superrentabiliteten internt i bedriften finner vi ved å trekke egenkapitalrentabiliteten i bransjen fra egenkapitalrentabiliteten i Marine Harvest.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	- 0,059	0,073	0,179	0,159	0,005	0,099
- Bransjesnitt (ekr*)	0	0,132	0,234	0,169	0,034	0,133
= Superrentabilitet (ekr-ekr*)	-0,059	-0,059	-0,055	-0,010	- 0,029	- 0,034

Tabell 31. Superrentabilitet internt i bedriften



Figur 41. Superrentabilitet internt i bedriften

Marine Harvest har en egenkapitalrentabilitet som ligger rett under bransjen i alle år, og har en tidsvektet intern ressursbasert strategisk ulempe på 3,4 % Figuren over viser godt hvor

konjunkturavhengig oppdrettsbransjen er og vi kan konkludere med at utviklingen i egenkapitalrentabiliteten må skyldes bransjeforhold.

Vi vil nå se nærmere på underliggende forhold ved å dekomponere egenkapitalrentabiliteten i drift og finans.

7.3 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten i drift og finans

I dette avsnittet vil vi foreta en dekomponering for å få en grundigere forståelse i de underliggende kildene til egenkapitalrentabiliteten. Figuren under viser dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten.

$$ekr = ndr + \underbrace{(ndr - nfgr) \cdot nfgg}_{\text{Virkning av finansiell gearing}} + \underbrace{(ndr - mir) \cdot mig}_{\text{Virkning minoritetsinteresser}}$$

Egenkapitalrentabiliteten vil dekomponeres i tre forskjellige komponenter, hvor disse er netto driftsrentabilitet, netto finansiell gearing, og minoritetsinteresser. I og med at vi har kategorisert minoritetsinteressene som finansiell gjeld, vil det ikke være nødvendig å se nærmere på denne komponenten.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Netto driftsrentabilitet	- 0,012	0,067	0,135	0,114	0,020	0,080
+ Virkning av netto fin. gearing	- 0,047	0,006	0,044	0,046	- 0,015	0,018
= Egenkapitalrentabilitet	- 0,059	0,073	0,179	0,159	0,005	0,099

Tabell 32. Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Netto driftsrentabilitet gir et tidsvektet snitt på 8,0 %. Utviklingen i netto driftsrentabilitet følger samme mønster som egenkapitalrentabiliteten: stigende fra 2008 og synkende fra 2010. Virkningen av finansiell gearing er positiv i alle år, med unntak av 2008 og 2012. Dette gir et tidsvektet snitt på 1,8 %, noe som gir en tidsvektet egenkapitalrentabilitet på 9,9 %.

I neste avsnitt skal vi sammenligne netto driftsrentabilitet med tilhørende avkastningskrav, for så å dekomponere driftsrentabiliteten ytterligere.

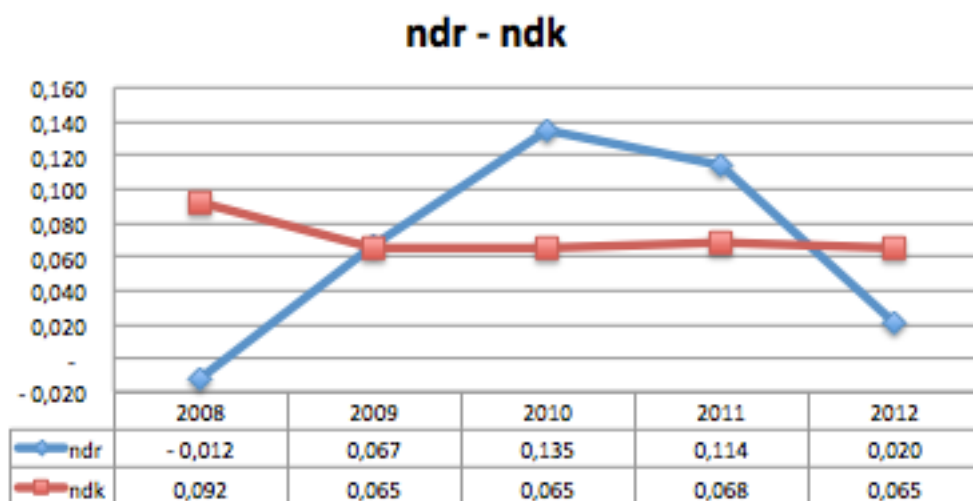
7.3.1 Analyse av netto driftsrentabilitet

Vi skal nå analysere netto driftsrentabilitet i forhold til netto driftskrav, for så å splitte den strategiske driftsfordelen/driftsulempen i bransjeforhold og ressursforhold.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
ndr	- 0,012	0,067	0,135	0,114	0,020	0,080
- ndk	0,092	0,065	0,065	0,068	0,065	0,067
= ndr-ndk	-0,104	0,003	0,071	0,046	- 0,044	0,013

Tabell 33. Analyse av netto driftsrentabilitet

Som vi ser av figuren følger superrentabiliteten i drift samme utvikling som superrentabiliteten i egenkapitalen. I 2008 har Marine Harvest en strategisk driftsulempe på 10,4 %. I 2009 har de en liten strategisk fordel på 0,3 %. Superrentabiliteten stiger så i 2010 og holder seg positiv i 2011. I 2012 har Marine Harvest en negativ superrentabilitet på 4,4 %. Til sammen gir dette en tidsvektet superrentabilitet på 1,3 %.



Figur 42. Analyse av netto driftsrentabilitet

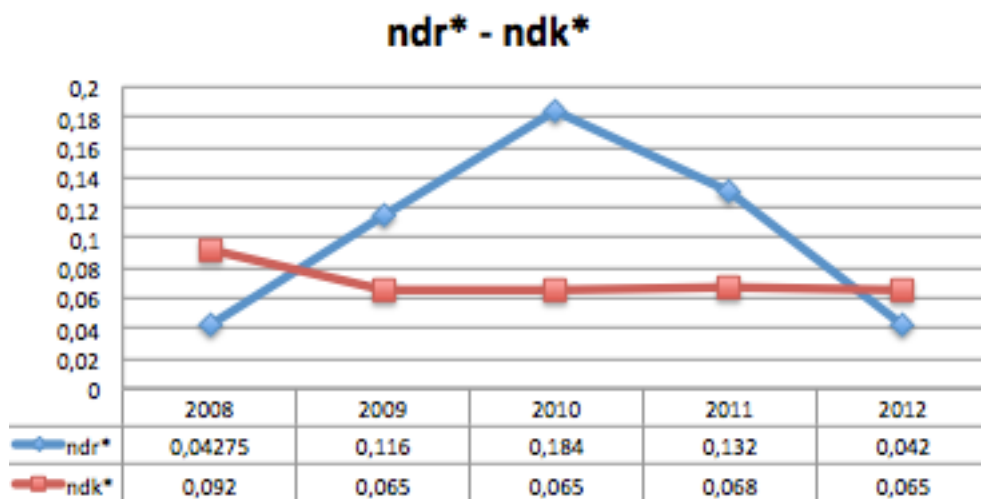
Vi vil nå se nærmere på ekstern- og internt utviklingen før vi kan konkludere ved superrentabiliteten i drift.

Bransjefordel i drift

Vi forutsetter som tidligere at netto driftskravet i bransjer er lik netto driftskrav til Marine Harvest.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
ndr*	0,043	0,116	0,184	0,132	0,042	0,112
- ndk*	0,092	0,065	0,065	0,068	0,065	0,067
= ndr*-ndk*	-0,049	0,051	0,120	0,064	-0,023	0,045

Tabell 34. Bransjefordel i drift



Figur 43. Bransjefordel i drift

Vi ser at bransjen som Marine Harvest, har en strategisk driftsulempe i 2008 og 2012, og en strategisk driftsfordel i årene 2009 til 2011. Bransjen har imidlertid en høyere superrentabilitet enn Marine Harvest i alle år. Med andre ord er den strategiske fordelene Marine Harvest oppnår bransjerelevanter. Dette skal vi se nærmere på nå i analysen av ressursfordelen i drift.

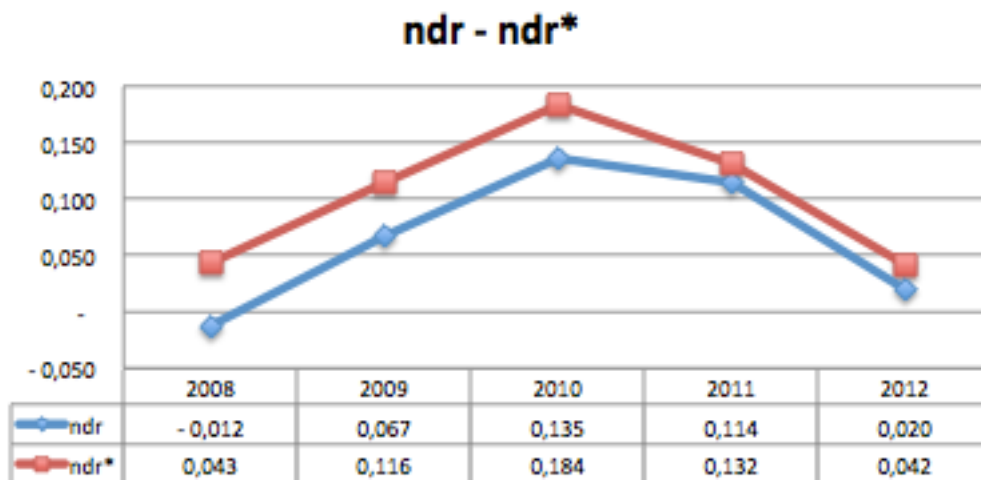
Ressursfordel i drift

For å finne en eventuell ressursbasert strategisk driftsfordel for Marine Harvest, trekker vi netto driftsrentabilitet til bransjen fra netto driftsrentabilitet til Marine Harvest.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
ndr	- 0,012	0,067	0,135	0,114	0,020	0,080
- ndr*	0,043	0,116	0,184	0,132	0,042	0,112
= ndr-ndr*	-0,055	-0,049	-0,049	-0,018	- 0,022	- 0,032

Tabell 35. Ressursfordel i drift

Som ventet finnes det ingen strategisk ressursfordel for Marine Harvest i driften. Netto driftsrentabilitet ligger under bransjesnittet i hele analyseperioden. Årsaken til denne ressursulempen kan være en forholdsvis lavere driftsinntekt og eller høyere kostnader per krone investert i kapital.



Figur 44. Ressursfordel i drift

Kilder til lønnsomhet i drift

Netto driftsrentabilitet kan videre splittes opp i netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin forteller oss hvor mye netto driftsresultat selskapet sitter igjen med for hver krone omsatt, mens omløpshastigheten til netto driftseiendeler viser virksomhetens evne til å skape driftsinntekter per krone investert. Formlene vi benytter er:

$$\text{ndm} = \frac{\text{NDR}}{\text{DI}} \quad \text{onde} = \frac{\text{DI}}{\text{NDK}_t}$$

, der DI = Driftsinntekter

NDK = Netto driftskapital

NDR = Netto driftsresultat

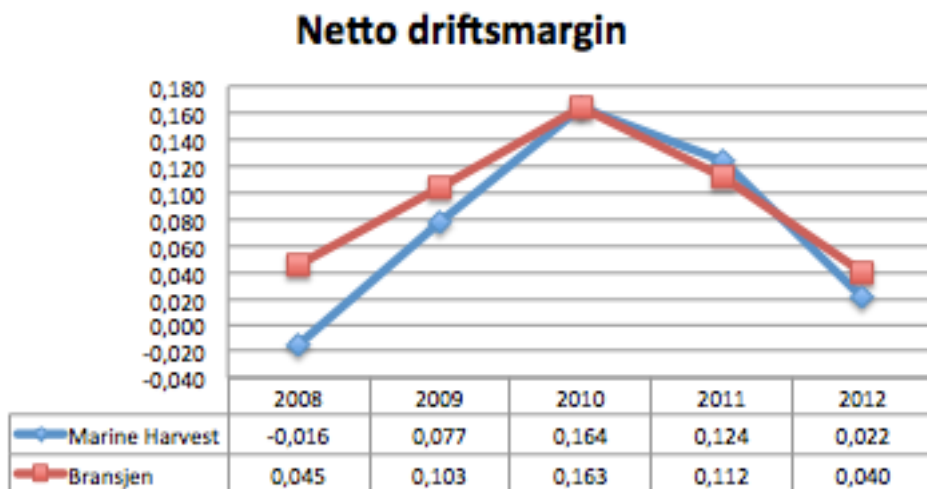
Marine Harvest	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Netto driftsmargin	-0,016	0,077	0,164	0,124	0,022	0,092
* Omløpet til netto driftseiendeler	0,762	0,876	0,826	0,919	0,928	0,886
= Netto driftsrentabilitet	-0,012	0,067	0,135	0,114	0,020	0,080

Bransjen	2008	2009	2010	2011	2012	TVG
Netto driftsmargin	0,045	0,103	0,163	0,112	0,040	0,099
* Omløpet til netto driftseiendeler	0,957	1,131	1,126	1,181	1,059	1,114
= Netto driftsrentabilitet	0,043	0,116	0,184	0,132	0,042	0,112

Tabell 36. Dekomponering av netto driftsrentabilitet

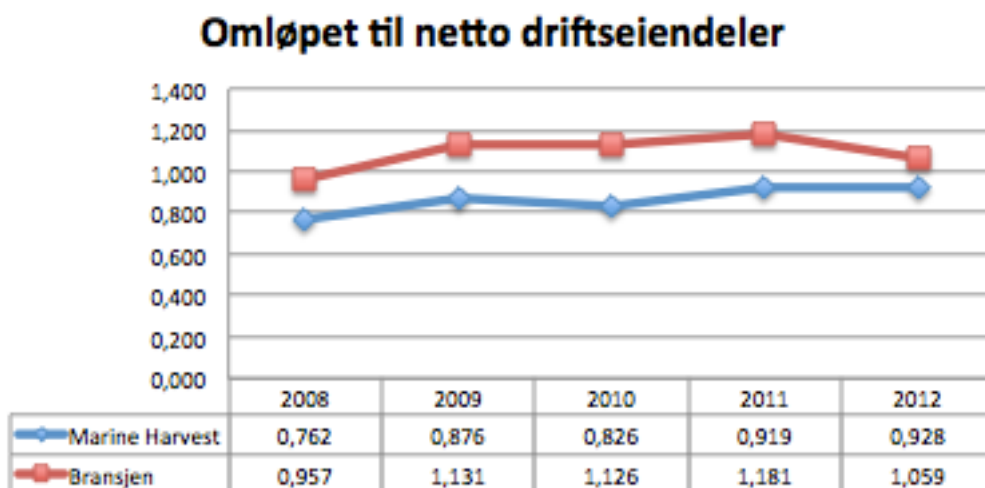
Av tabellen ser vi at Marine Harvest sin driftsmargin variere voldsomt ifra 2008-2012.

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler holder seg imidlertid mer stabil.



Figur 45. Utvikling i netto driftsmargin for Marine Harvest og bransjen

Vi ser at årsaken til utviklingen i driftsrentabilitet, samt egenkapitalrentabilitet, for Marine Harvest og bransjen skyldes utviklingen i netto driftsmargin. Vi ser også at Marine Harvest omtrent har hatt den samme rentemarginen som bransjen i analyseperioden.



Figur 46. Utvikling i omløpet til netto driftseiendeler for Marine Harvest og bransjen

Vi ser nå tydelig at den største årsaken til Marine Harvest sin lavere driftsrentabilitet enn bransjen er den lave omløpshastigheten. Marine Harvest sine driftseiendeler har et omløp som i hele analyseperioden ligger under bransjen. Dette er dog naturlig da Marine Harvest er mye større enn sine konkurrenter.

7.3.2 Analyse av finansiell gearing

Finansiell gearing er betegnelsen på det å bruke gjeld til å finansiere investeringer. Finansiell gearing påvirker også egenkapitalrentabiliteten. Vi vil nå dekomponere den netto finansielle gearingen for å illustrere driverne av denne komponenten i egenkapitalrentabiliteten. Netto

finansiell gearing fremkommer som produktet av netto rentemargin (ndr – nfg) og netto finansiell gjeldsgrad (nfgg).

Analyse av netto rentemargin

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG	Krav
Fgr	0,042	0,052	0,044	0,042	0,044	0,044	0,027
* FG/NFG	1,019	1,023	1,031	1,019	1,230	1,085	
- Fer	-	-	0,047	0,074	- 0,001	0,034	0,059
* FE/NFG	0,019	0,023	0,031	0,019	0,230	0,085	
= Nfgr	0,043	0,054	0,044	0,042	0,055	0,047	0,024

Tabell 37. Beregning av netto finansiell gjeldsrente

Vi finner først netto finansiell gjeldsrente ved å trekke den finansielle eiendelsrentabiliteten fra den vektete finansielle gjeldsrenten. Vi merke oss at Marine Harvest har en dyr finansiering. Kravet til renten på finansiell gjeld er 2,7 %, mens Marine Harvest sitt vektete snitt er på 4,4 %. Kravet til finansielle eiendeler er høyere enn finansiell eiendelsrentabilitet, noe som kan tilsi en dårlig forvaltning av finansielle eiendeler. Videre finner vi netto rentemargin ved å trekke netto finansiell gjeldsrente fra netto driftsrentabilitet.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG	Krav
Netto driftsrentabilitet	- 0,012	0,067	0,135	0,114	0,020	0,080	0,067
- Netto finansiell gjeldsrente	0,043	0,054	0,044	0,042	0,055	0,047	0,024
= Netto rentemargin	- 0,055	0,014	0,091	0,072	- 0,034	0,033	

Tabell 38. Beregning av netto rentemargin

Marine Harvest har en negativ netto rentemargin i 2008 og 2012. I perioden 2009 – 2011 har de imidlertid en positiv rentemargin, noe som tilsier at driften kaster mer av seg enn det som virksomheten netto må betale i rente. Det vektete gjennomsnittet gir en positiv netto rentemargin på 3,3 %.

Analyse av netto finansiell gjeldsgrad

Ved å analysere netto finansiell gjeldsgrad kan vi få innblikk i kapitalstrukturen i Marine Harvest. Tabellen under viser hvordan vi kommer frem til netto finansiell gjeldsgrad.

År	2008	2009	2010	2011	2012	TVG	Bransje
FG/NDK	0,467	0,323	0,334	0,394	0,372	0,369	0,442
- FE/NDK	0,009	0,007	0,010	0,007	0,069	0,027	0,130
= NFG/NDK	0,459	0,316	0,324	0,387	0,303	0,342	0,312
* NDK/EK	1,848	1,462	1,480	1,631	1,434	1,528	1,479
= Nfgg	0,848	0,462	0,480	0,631	0,434	0,528	0,461

Tabell 39. Analyse av netto finansiell gjeldsgrad

Marine Harvest har en positiv netto finansiell gjeldsgrad, som tilsier at finansiell gjeld er større en finansielle eiendeler. Dette er god kapitalstruktur, da følgene ved å være ”lånegiver” påvirker netto finansiell gearing og dermed egenkapitalen, så lenge bedriften har positiv netto rentemargin. Videre ser vi at netto finansiell gjeldsgrad synker i løpet av analyseperioden vår.

Vi kan konkludere med at en positiv netto finansiell gjeldsgrad påvirke egenkapitalrentabiliteten positivt i årene 2009 – 2011 hvor netto rentemargin er positiv, mens den påvirker egenkapitalrentabiliteten negativt i 2008 og 2012 hvor netto rentemargin er negativ.

7.4 Konklusjon lønnsomhet

Marine Harvest har ingen ressursbasert strategisk fordel. Vi så i begynnelsen av dette kapittelet at Marine Harvest sin egenkapitalrentabilitet var lavere en egenkapitalrentabiliteten i bransjen. Det samme var tilfellet for Marine Harvest sitt krav til avkastning på egenkapitalen. Vi må derfor konkludere med at den strategiske fordel til Marine Harvest er knyttet til bransjen. Den vektete bransjefordelen vi fant var 4,3 %. Vi mener den største årsaken til denne bransjefordelen knytter seg til konsesjonssystemet vi drøftet i den strategiske analysen. Dette innebærer et såpass etableringshinder i bransjen, at rivaliseringen blir minimal. Vi mener denne bransjefordelen er av varig karakter.

Dekomponeringen viser en lavere tidsvektet driftsrentabilitet enn egenkapitalrentabilitet. Dette fordi virkningen av finansiell gearing er positiv med 1,8 %. Videre fant vi at superrentabiliteten ved drift også er knyttet til bransjemessige forhold. Vi fant et tidsvektet snitt av den strategiske driftsfordelen i bransjen på 4,5 %. Videre så vi at denne utviklingen i bransjefordel først og fremst skyldes utviklingen i netto rentemargin.

Når det gjelder driftsfordeler knyttet til interne ressurser, fant vi at Marine Harvest har en lavere netto driftsrentabilitet enn bransjen i hele analyseperioden. Det vektete snittet viser en negativ superrentabilitet på 3,2 %. Ved videre dekomponering fant vi at svakheten i netto driftsrentabilitet for Marine Harvest i forhold til bransjen skyldes i hovedsak et lavere omløp

til netto driftseiendeler. Bransjen har med andre ord en større evne enn Marine Harvest til å skape driftsinntekter per krone investert.

Marine Harvest har en god kapitalstruktur i alle år, med finansiell gjeld høyere enn finansielle eiendeler. I årene 2008 og 2012, hvor netto rentemargin er negativ, blir imidlertid egenkapitalrentabiliteten påvirket negativt. I årene 2009-2011 er både netto finansiell gjeldsgrad og netto rentemargin positiv, slik at den finansielle gearingen virker positivt på egenkapitalen.

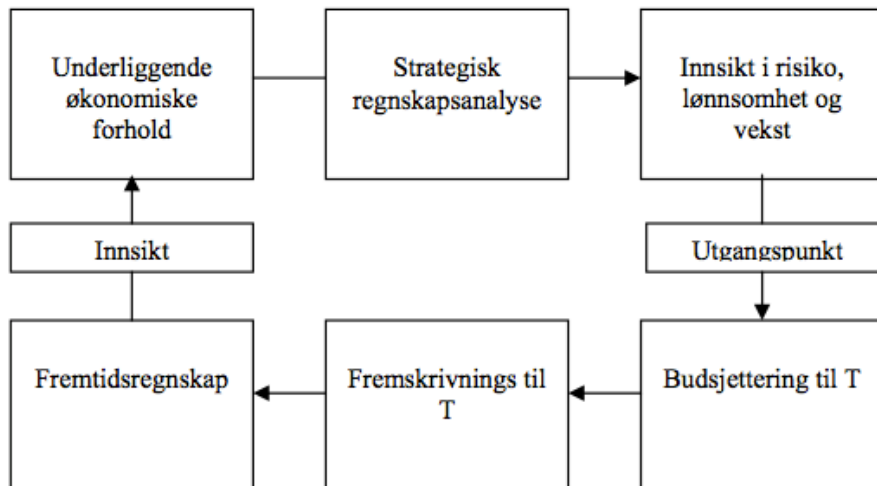
Selv om Marine Harvest har en lavere egenkapitalrentabilitet og netto driftsrentabilitet enn resten av bransjen, mener vi allikevel at dette ikke er noen krise for dem. De er fremdeles en svært solid bedrift, med en høy egenkapitalprosent og en lav konkurssansynlighet. Likevel må Marine Harvest i fremtiden forsøke å forbedre resultatet i konjunkturedganger, slik at egenkapitalen ikke blir spist opp. Det at Marine Harvest sin hovedeier John Fredriksen har et rykte på å dele ut store utbytter, blir dette enda viktigere da dette øker attraktiviteten til Marine Harvest aksjen. Vi mener Marine Harvest i fremtiden vil være avhengig av en positiv utvikling i markedene for å kunne levere gode resultater.

8 Framtidsregnskap

Formålet med dette kapitlet er å utvikle et fremtidsregnskap vi kan benytte for å få våre fremtidige kontantstrømmer i den endelige verdsettelsen. I delkapittel 8.1 vil vi gjennomgå rammeverket for fremtidsregnskapet. Deretter vil vi i delkapittel 8.2 se på utviklingen i budsjett drivere som vil bli brukt til å budsjettere ulike poster i fremtidsregnskapet. I delkapittel 8,3 vil vi ved hjelp av budsjett driverne, presentere vårt fremtidsregnskap. Til slutt vil vi i delkapittel 8,4 fremskrive avkastningskravene vi estimerte i kapittel 6. Disse vil bli brukt som diskonteringsrenter i den endelige verdsettelsen.

8.1 Rammeverket for framtidregnskap

I dette kapittelet vil vi forsøke å utvikle et framtidregnskap på bakgrunn av våre foregående analyser. Rammeverket vi benytter presenteres under:



Figur 47. Rammeverk for framtidregnskap

Med bakgrunn i våre analyser av risiko og lønnsomhet, kan vi nå analysere veksten og utviklingen i våre valgte budsjett drivere. Vi vil budsjettere utviklingen i disse budsjett driverne fram til budsjett horisonten T. Videre vil de viktigste verdidriverne til Marine Harvest ASA bli fremskrevet over horisonten (T+1). Til slutt vil vi estimere de ulike avkastningskravene i fremskrivningsperioden.

Vi har valgt en budsjett periode på 10 år, altså inneværende til og med år 2021. Disse 10 årene blir dermed den eksplisitte perioden. I tillegg vil vi regne ut horisontverdien, som sammen med vår eksplisitte periode, utgjør verdien av selskapet.

8.2 Vekstanalyse og utvikling i budsjett drivere

Vi vil benytte oss av 6 ulike budsjett drivere for å estimere vårt framtidregnskap. Disse er vekst i driftsinntekter, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, finansielle eiendels- og gjeldsdel, og finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet.

8.2.1 Driftsinntekter

Driftsinntekter estimeres med følgende formel:

$$DIt = (1 + divt) \cdot DIt-1, \text{ der } divt = (DIt - DIt-1)/DIt-1$$

Veksten i driftsinntekter påvirkes i stor grad av utviklingen i lakseprisen og totalt slaktevolum.

Ved å se på forwardprisen vil vi få en viss anelse om hvordan den fremtidige prisen på laks vil utvikle seg. Figuren er hentet fra fishpool.eu, og viser deres forventninger til lakseprisen for de neste 24 månedene.

De siste årene har Marine Harvest økt sine totale slaktevolum betraktelig. I 2011 var det en vekst i totalt slaktevolum på 16, %, mens veksten i 2012 var på 14,1 %. Vi regner med at denne veksten vil avta i fremtiden, men allikevel være positiv.

Som vi påpekte i den strategiske analysen, har myndighetenes konsesjonsbegrensninger på 25 % blitt opphevet og vi tror derfor at den norske virksomheten vil øke betraktelig. I Skottland går virksomheten svært godt med høye marginer og stabil produksjon. I Chile sliter Marine Harvest kraftig, og mye av grunnen til det dårlige resultatet i 2012 må skyldes dette virksomhetsområde, sammen med en generelt lav laksepris.

I 2013 tror vi at lakseprisen vil fortsette å synke og at det totale slaktevolumet vil vokse med 12 %, samtidig som lakseprisen fortsetter å synke. Vi har estimert en nedgang i driftsinntekter på 2,5 %.

I 2014 har vi estimert en økning i totalt slaktevolum på 10 %, og en videre nedgang i lakseprisen. Vi har estimert en økning i driftsinntekter på 0,1 % i 2014.

I 2015 tror vi total slaktevolum vokser med 6 %. Lakseprisen vil fortsette å synke, og vi får en estimert vekst i driftsinntekter på 1,9 %.

	NOK/ kg	Weekly Price Trend	Euro/ kg	NOK/ Euro
May 13	38.10	↗	5.05	7.54
Jun 13	36.00	⇒	4.77	7.55
Jul 13	35.20	↗	4.66	7.56
Aug 13	33.20	↗	4.39	7.57
Sep 13	31.50	↗	4.16	7.58
Oct 13	30.00	↗	3.95	7.59
Nov 13	31.40	↗	4.13	7.60
Dec 13	33.70	↗	4.43	7.61
Jan 14	33.35	↗	4.38	7.62
Feb 14	33.60	↗	4.40	7.63
Mar 14	33.85	↗	4.43	7.64
Apr 14	34.10	↗	4.45	7.66
May 14	33.85	↗	4.41	7.67
Jun 14	33.75	↗	4.39	7.68
Jul 14	33.10	↗	4.30	7.69
Aug 14	31.30	↗	4.06	7.70
Sep 14	31.30	↗	4.06	7.71
Oct 14	32.60	↗	4.22	7.72
Nov 14	32.60	↗	4.22	7.73
Dec 14	32.60	↗	4.21	7.74
Jan 15	31.00	⇒	4.00	7.75
Feb 15	31.00	⇒	3.99	7.77
Mar 15	31.00	⇒	3.98	7.78

Figur 58. Fremtidig prisutvikling laks

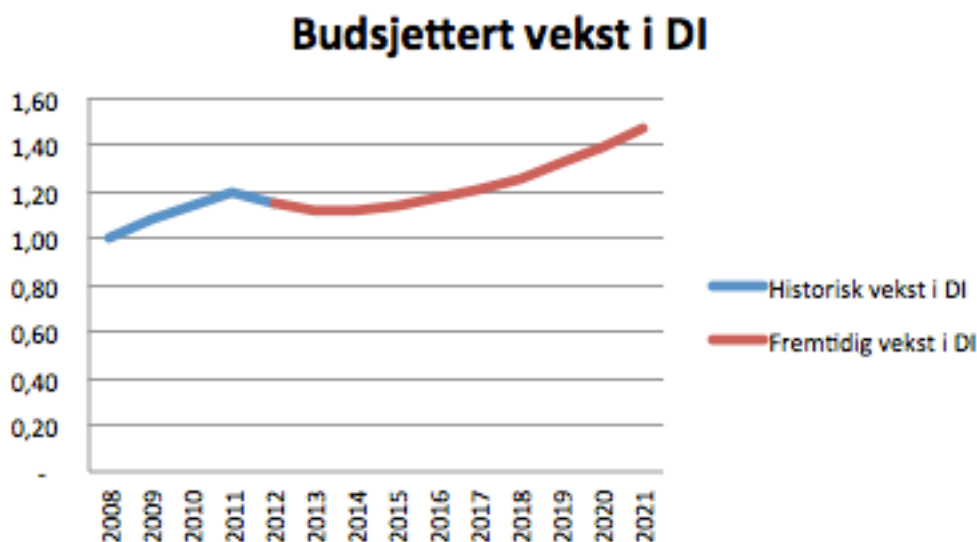
I 2016 vil lakseprisen begynner å stige igjen, som følge av laksens syklus på ”3 fete og 3 magre år”. Vi tror fortsatt at totalt slaktevolum vil øke, fordi fokuset på sunn mat blir sterkere og sterkere. Veksten i det totale slaktevolumet estimeres til 0,5 % slik at veksten i driftsinntekter blir 2,5 %. Vi tror veksten i driftsinntekten vider vil øke mot horisontverdien i 2021.

I 2020 tror vi Marine Harvest går inn i en stabiliseringsfase, og når ”steady-state” i 2021. I følge økonomisk historie er den økonomiske veksten på generell basis rundt 3 %. På lang sikt kan ingen bransje vokse mer enn den samlede økonomien. Samtidig må vi ta hensyn til inflasjonen. Norges Bank skal styre pengepolitikken etter et inflasjonsmål på 2,5 %. Nominell økonomisk vekst blir da på 5,5 % for Marine Harvest i steady state. Tabellen under viser vekst i driftsinntekter for noen utvalgte år.

<i>Budsjettering av driftsinntekter</i>					
År	2012	2013	2015	2020	2021
Vekst i driftsinntekter	-4,0 %	-2,5 %	1,9 %	5,5 %	5,5 %

Tabell 40. Analyse av vekst i driftsinntekter

I figuren under har vi brukt 2008 som indeksår, for å vise historisk vekst, og hvordan veksten utvikler seg frem mot budsjett horisonten i 2021.



Figur 49. Utvikling i fremtidige driftsinntekter

8.2.2 Budsjettering av netto driftseiendeler

Budsjettdriveren her er omløpet til netto driftseiendeler og avhenger av graden av kapitalbruk i selskapet.

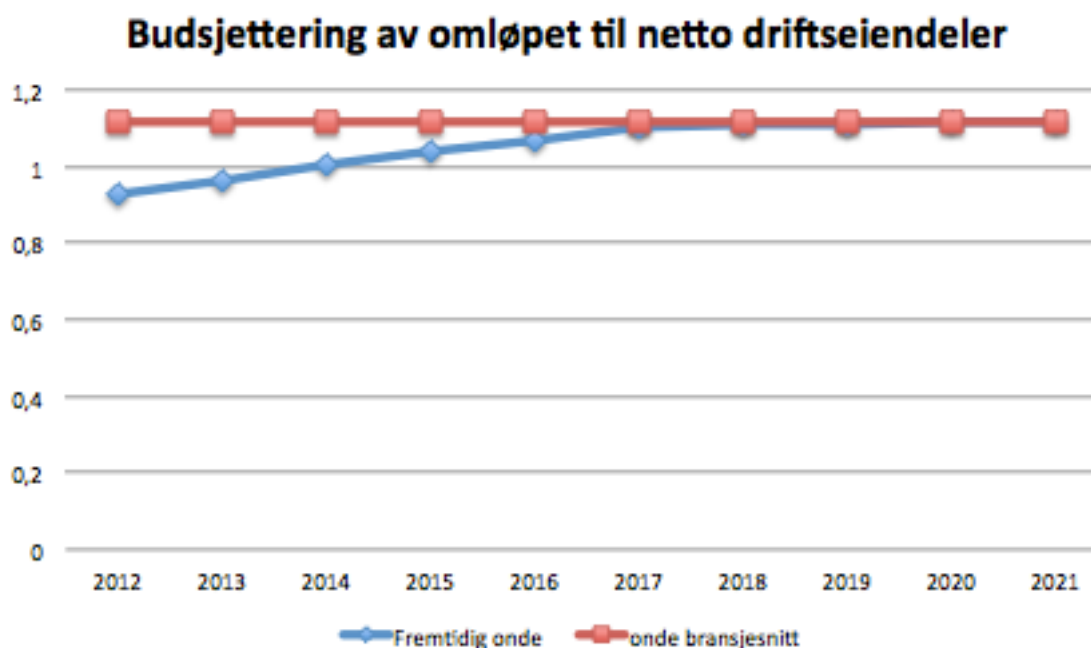
$$\text{ondet} = \text{DI}_t / \text{NDE}_t, \text{ hvor DI} = \text{Driftsinntekter og NDE} = \text{Netto driftseiendeler}$$

Ser vi på utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler for Marine Harvest (tabell 36) har denne holdt seg svært stabil, og det er ingen tegn på at denne vil forandre seg nevneverdig i framtiden.

Det vektete snittet av omløpet til netto driftseiendeler var 0,886, mens det vektete snittet til bransjen var på 1,114. Det vil være naturlig at Marine Harvest sin kapitaleffektivitet er den samme som bransjen i det lange løp. Ser vi på den historiske trenden i bransjen er det naturlig å tro at forholdstallet onde vil stabilisere seg på bransjens vektete snitt. Konvergeringen vil skje gradvis frem til 2021 hvor forholdstallet vil være 1,114. Grunnen til dette er at oppløsningen av konsesjonsbegrensingen vil gjøre flere produksjonsanlegg tilgjengelig for Marine Harvest som ligger akkurat på 25 % grensen, og færre tilgjengelige for resten av bransjen.

Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler					
År	2012	2013	2015	2020	2021
Fremtidig onde	0,928	0,966	1,040	1,113	1,114
onde bransjesnitt	1,114	1,114	1,114	1,114	1,114

Tabell 41. Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler



Figur 50. Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler

8.2.3 Budsjettering av netto driftsresultat

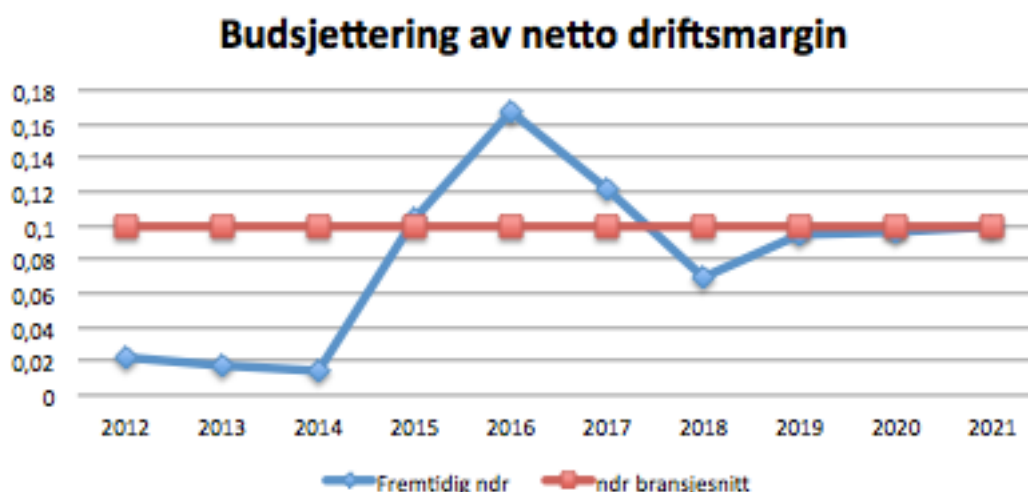
Budsjettdriveren for netto driftsresultat er netto driftsmargin.

$$NDR_t = DI_t \cdot ndm_t \rightarrow ndm_t = NDR_t / DI_t$$

Netto driftsmargin angir hvor stor del av inntekten man sitter igjen med etter at man har trukket fra driftsrelaterte kostnader. Tabell 30 gir oss den historiske utviklingen i netto driftsmargin. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 0,092 for Marine Harvest og 0,099 for bransjen. Historisk har netto driftsmargin ligget på 0,1 for oppdrettsbransjen. Det tidsvektede gjennomsnittet blir dratt ned av netto driftsmargin i 2012. Årsaken til dette viste seg å være høyere varekostnad og lavere driftsinntekter. Vi mener det er fullt mulig for Marine Harvest å redusere varekostnaden, slik at netto driftsmargin bli lik det normale gjennomsnittet i bransjen, dvs 0,1. Vi fant i SVIMA analysen at størrelsen til Marine Harvest kan bli en ressursfordel i fremtiden, dersom vi forutsetter at konsesjonsbegrensningen på 25 % biomasse opphører. Som sagt tidligere er netto driftsmargin svært konjunkturfølsom og vil da naturlig ligge vekselvis over og under nivået på 0,1, men stabilisere seg i "steady-state".

Budsjettering av netto driftsmargin					
År	2012	2013	2015	2020	2021
Fremtidig ndr	0,022	0,018	0,105	0,097	0,099
ndr bransjesnitt	0,099	0,099	0,099	0,099	0,099

Tabell 42. Budsjettering av netto driftsmargin



Figur 51. Budsjettering av netto driftsmargin

8.2.4 Budsjettering av finansiell gjeld og finansielle eiendeler

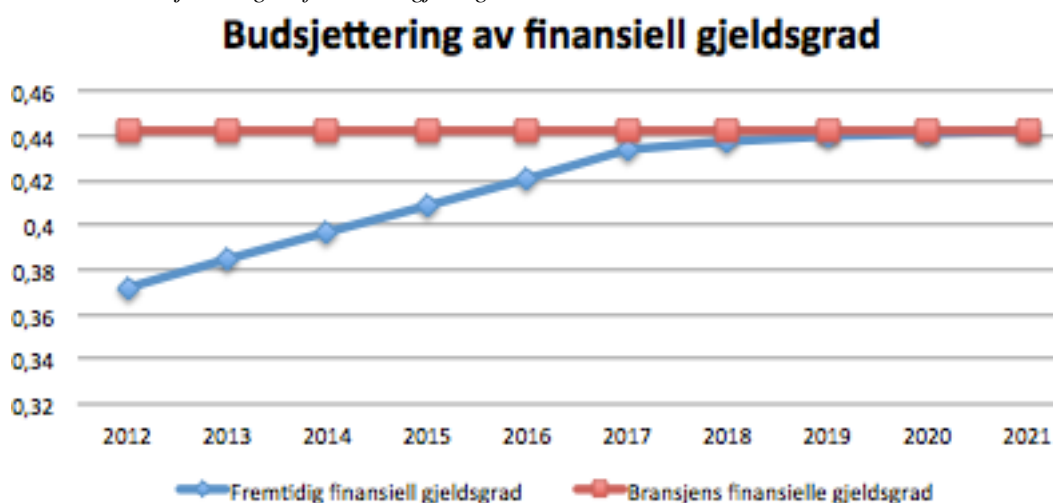
Budsjettdriverne her er finansiell gjeldsgrad og finansiell eiendelsgrad.

$$FG_t = NDE_t * fgd \rightarrow fgd = FG_t / NDE_t \quad \text{og} \quad FE_t = NDE_t * fed \rightarrow fed = FE_t / NDE_t$$

Vi mener det kan være fornuftig for Marine Harvest å øke den finansielle gearingen for videre å øke rentabiliteten. Samtidig er det ikke lurt å øke for mye, da dette vil gå ut over soliditeten. Marine Harvest opplyser i sin årsrapport for 2011 at de har som mål å holde investeringsnivå lavt for å opprettholde soliditeten. I 2012 var den finansielle gjeldsgraden (fgd) på 37,2 %. Det vektete snittet for Marine Harvest var 36,9 %, mens bransjens vektete snitt var 44,2 %. Vi har antatt en vekst mot horisonten på 1,2 % per år slik at selskapet konvergerer mot bransjens tidsvektede snitt på 44,2 %. En høyere gearing vil imidlertid ikke påvirke selskapets verdi, jfr Miller & Modigliani sitt første teorem.

Budsjettering av finansiell gjeldsgrad					
År	2012	2013	2015	2020	2021
Fremtidig finansiell gjeldsgrad	0,372	0,385	0,409	0,441	0,442
Bransjens finansielle gjeldsgrad	0,442	0,442	0,442	0,442	0,442

Tabell 43. Budsjettering av finansiell gjeldsgrad

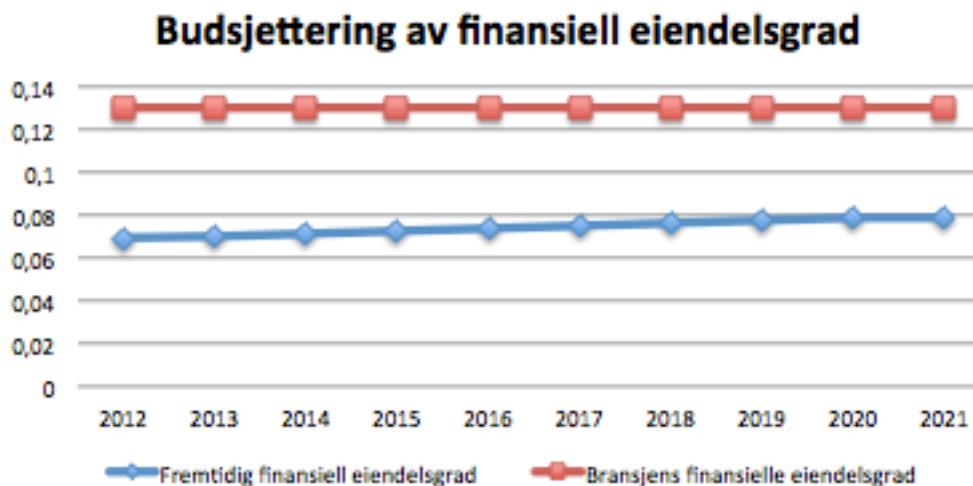


Figur 52. Budsjettering av finansiell gjeldsgrad

Når det gjelder finansiell eiendelsgrad (fed) møter oppdrettsbransjen en enorm vekst på tilbudssiden, og det vil da være mer naturlig å redusere andelen av finansielle eiendeler som kan erstattes med driftsrelaterte investeringer. En hvis del av de finansielle eiendelene vil imidlertid kunne virke som en ”buffer” under konjunkturedganger. I 2012 var den finansielle eiendelsgraden 6,9 %. Marine Harvest vektete snitt er på knappe 0,8 %, mens bransjens vektete snitt er på 13 %. Vi har antatt at veksten i finansiell eiendelsgrad vil være 1,5 % per år.

Budsjettering av finansiell eiendelsgrad					
År	2012	2013	2015	2020	2021
Fremtidig finansiell eiendelsgrad	0,069	0,071	0,073	0,078	0,079
Bransjens finansielle eiendelsgrad	0,130	0,130	0,130	0,130	0,130

Tabell 44. Budsjettering av finansiell eiendelsgrad



Figur 53. Budsjettering av finansiell eiendelsgrad

8.2.5 Budsjettering av netto finanskostnad

Budsjettdriveren er her finansiell gjeldsrente (fgr).

$$NFK_t = fgr_t \cdot FG_t \rightarrow fgr_t = NFK_t / FG_t$$

I et velfungerende kapitalmarked vil netto finansiell gjeldsrente (fgr) være lik netto finansielt krav (Penman, 2012). Følgende faktorer påvirker det finansielle gjeldskravet til Marine Harvest: risikofri rente, systematisk risiko og kredittrisikopremien. For å budsjettere finansiell gjeldsrente må vi budsjettere risikofri rente, finansiell gjeldsbeta og kredittrisikopremie.

8.2.5.1 Budsjettering av risikofri rente

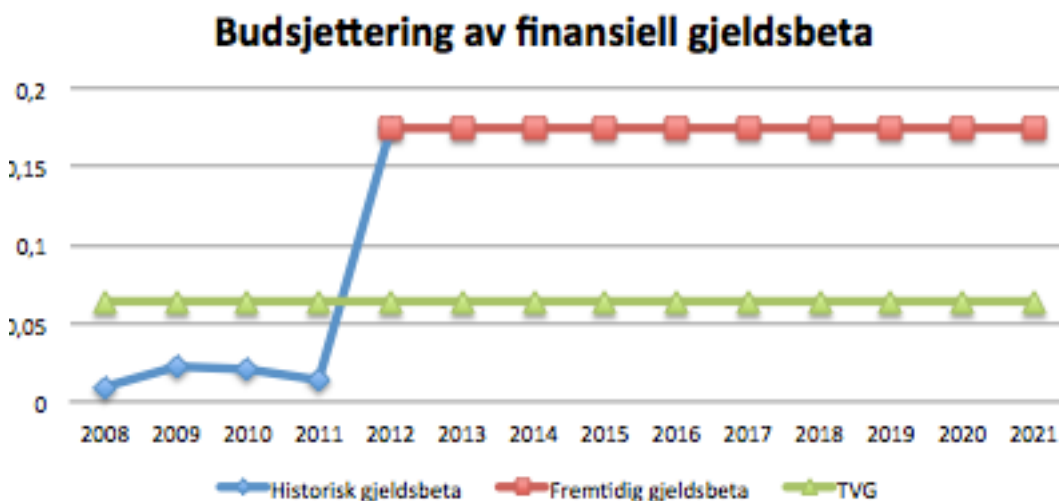
For 2012 var den gjennomsnittlige pengemarkedsrenten (NIBOR 3mnd) på rundt 2,2 %. Vi tror denne renten er unormalt lav, og at den vil stige jevnt i årene fremover. Vi antar at renten vil stige til til 3,9 % i 2021. Dette er den gjennomsnittlige pengemarkedsrenten de siste 12 år (Norges-bank, 2013). Den lave inflasjonen vil neppe vedvare, og nye kapitalkrav til bankene kan dermed bety noe høyere renter i årene som kommer (Nrk, 2012). Renten holder seg på dette historisk "riktige" nivået i resten av perioden.

År	2013	2015	2020	2021
NIBOR 3mnd rente	0,024	0,027	0,038	0,039
- Risikotillegg: 10 % av NIBOR	0,003	0,003	0,004	0,004
= Risikofri rente før skatt	0,021	0,024	0,034	0,035
- 28 % skatt	0,006	0,007	0,009	0,010
= Risikofri rente etter skatt	0,015	0,017	0,024	0,025

Tabell 45. Fremtidig utvikling i risikofri rente etter skatt

8.2.5.2 Budsjettering av finansiell gjeldsbeta

Under kapittel 6 beregnet vi den finansielle gjeldsbetaen til 0,174 i 2012. Dette er unormalt høyt i forhold til de foregående år. Marine Harvest har i disse årene en meget lav FE/FG, som har ført til en urealistisk lav finansiell gjeldsbeta. Vi har derfor valgt å videreføre den finansielle gjeldsbetaen fra 2012 på 0,174.



Figur 54. Budsjettering av finansiell gjeldsbeta

8.2.5.3 Kreditrisikopremie

Kreditrisikopremien beregnes på bakgrunn av den syntetiske ratingen som ble gjennomført i kapittel 5,3. Under forutsetningen om at gjeldsbetaen er null, fremkommer kreditrisikopremien ved å multiplisere kreditrisikofaktoren (se tabell 25), med tilhørende risikofrie rente.

I 2012 var den syntetiske ratingen BB. Vi tror denne ratingen vil vedvare i 2013, mens ratingen vil øke til BBB i 2014. I 2016 vil Marine Harvest stabilisere seg på ratingen de har hatt i de fleste regnskapsår, nemlig A.

8.2.5.4 Markedsrisikopremie

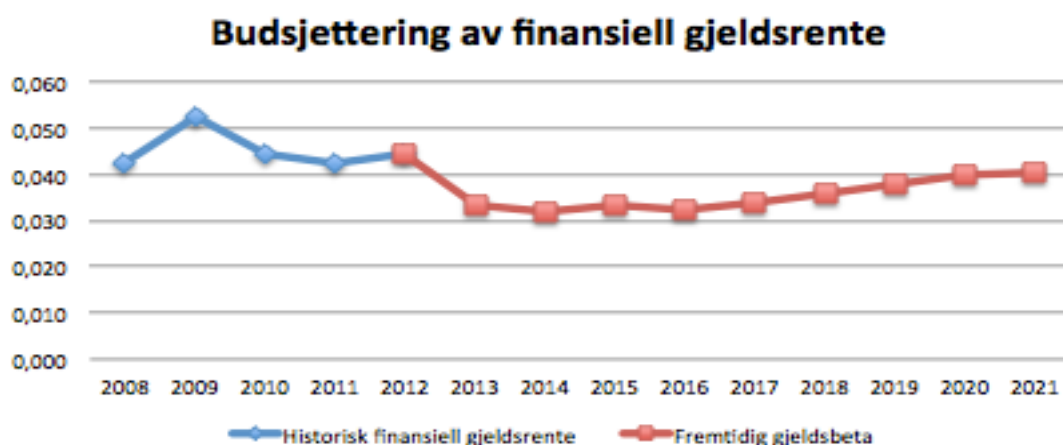
Vi ønsker å budsjettere med den samme markedsrisikopremien som vi brukte under kapittel 6. Risikopremien vi brukte ble målt aritmetisk, og med andre ord representativ for den fremtidige risikopremien. Denne settes dermed til 5,2 %.

8.2.5.5 Finansiell gjeldsrente

Ut fra de ovenstående antakelser kan vi nå budsjettere det finansielle gjeldskravet. Vi forutsetter at $fgr = fgk$

<i>Budsjettering av finansiell gjeldsrente</i>				
År	2013	2015	2020	2021
Syntetisk rating	BB	BBB	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,017	0,024	0,025
+ Finansiell gjeldsbeta	0,174	0,174	0,174	0,174
* Markedsrisikopremien	0,052	0,052	0,052	0,052
+ Kreditrisikopremien	0,009	0,007	0,006	0,006
= Finansielt gjeldskrav	0,033	0,033	0,039	0,040

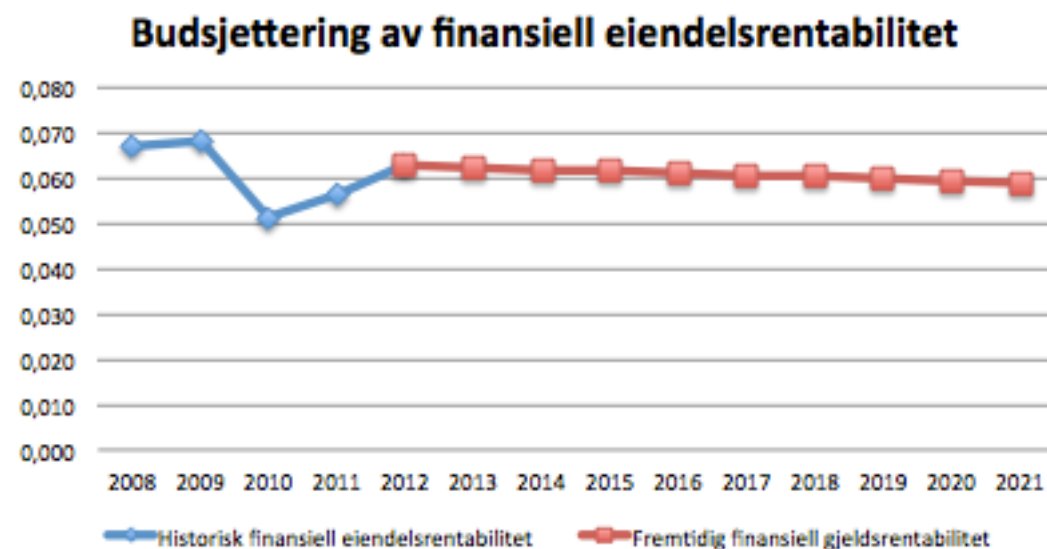
Tabell 46. Budsjettering av finansiell gjeldsrente



Figur 55. Budsjettering av finansiell gjeldsrente

8.2.6 Budsjettering av finansiell eiendelsrentabilitet

Fra kapittel 6 husker vi at det finansielle eiendelskravet holdt seg stabilt i hele analyseperioden. I 2012 var det finansielle eiendelskravet 6,3 %, mens det vektede gjennomsnittet var 5,9 %. Vi antar derfor at det finansielle eiendelsrentabiliteten vil konvergere mot det vektete snittet på 5,9 %. Vi forutsetter at $fer = fek$.



Figur 56. Budsjettering av finansiell eiendelsrentabilitet

8.3 Fremtidsregnskap

De syv budsjettdriverne er oppsummert i tabellen under. Ved hjelp av disse kan vi nå utarbeide vårt fremtidsregnskap, som består av budsjettert og fremskrevet resultat, balanse og kontantstrøm. Dette fremtidsregnskapet, samt våre fremskrevne krav utgjør basisen for å kunne gjennomføre vår verdsettelse av Marine Harvest.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
div	-0,025	0,001	0,019	0,025	0,032	0,042	0,050	0,055	0,055
onde	0,966	1,005	1,040	1,071	1,103	1,108	1,111	1,113	1,114
ndm	0,018	0,014	0,105	0,168	0,121	0,069	0,095	0,097	0,099
fgd	0,385	0,397	0,409	0,421	0,433	0,437	0,440	0,441	0,442
fed	0,071	0,072	0,073	0,074	0,075	0,076	0,077	0,078	0,079
fgr	0,033	0,032	0,034	0,032	0,034	0,036	0,038	0,040	0,040
fer	0,062	0,062	0,062	0,061	0,061	0,060	0,060	0,059	0,059

Tabell 47. Budsjettdriverne

Videre vil vi fremskrive verdidriverne for å kunne tallfest utviklingen etter budsjettperioden. Dette kalles horisontverdien og er helt sentral i vår verdsettelse av Marine Harvest.

8.3.1 Framskriving av verdidrivere

Vi vil nå analysere den fremtidige utviklingen i egenkapitalrentabilitet og –vekst over budsjettperioden.

Egenkapitalrentabiliteten kan regnes ut ved å bruke den samme formelen vi brukte til å dekomponere egenkapitalrentabiliteten i kapittel 7.

$$ekr = ndr + \underbrace{(ndr - nfgr) \cdot nfgg}_{\text{Virkning av finansiell gearing}} + \underbrace{(ndr - mir) \cdot mig}_{\text{Virkning minoritetsinteresser}}$$

Det første leddet er nettodriftsrentabiliteten, mens det andre leddet er virkningen av finansiell gearing. Det siste leddet kan vi se bort i fra, da vi har omgruppert minoritetsinteressen til finansiell gjeld.

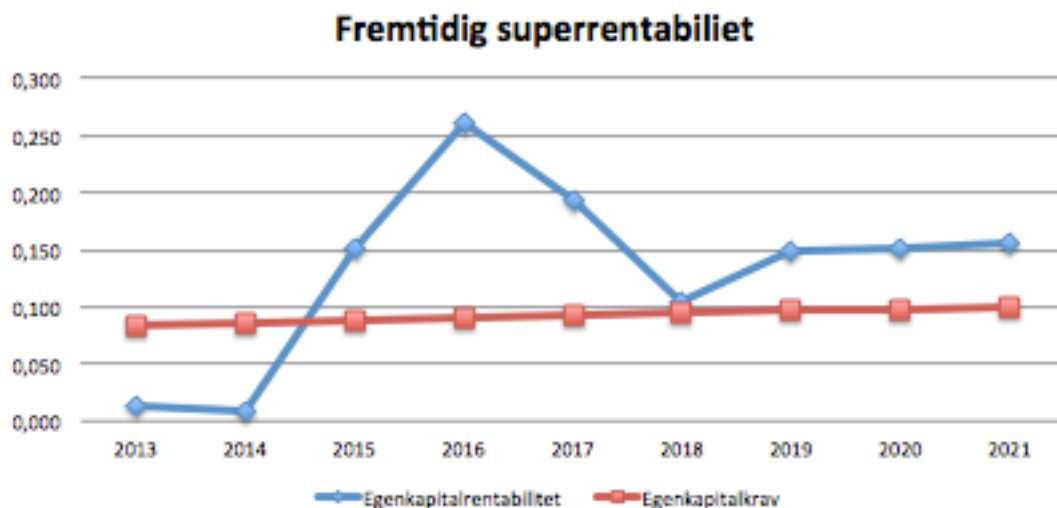
Fremtidig egenkapitalrentabilitet	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsrentabilitet	0,020	0,017	0,014	0,109	0,180	0,133	0,076	0,106	0,108
+ Virkningen av netto finansiell gearing	-0,008	-0,008	0,136	0,152	0,014	-0,029	0,072	0,046	0,047
= Egenkapitalrentabilitet	0,012	0,009	0,151	0,262	0,194	0,104	0,149	0,152	0,155

Tabell 48. Fremtidig egenkapitalrentabilitet

Som vi ser av tabellen over vil den budsjetterte egenkapitalrentabiliteten variere en del fra år til år. Videre vil vi nå se nærmere på superrentabiliteten i budsjettperioden. For utregning knyttet til fremtidig egenkapitalkrav, se kapittel 8.4.1.

Fremtidig superrentabilitet	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalrentabilitet	0,012	0,009	0,151	0,262	0,194	0,104	0,149	0,152	0,155
- Egenkapitalkrav	0,084	0,086	0,088	0,091	0,093	0,095	0,097	0,099	0,099
= ekr - ekk	-0,072	-0,077	0,062	0,171	0,100	0,009	0,052	0,053	0,056

Tabell 49. Fremtidig superrentabilitet

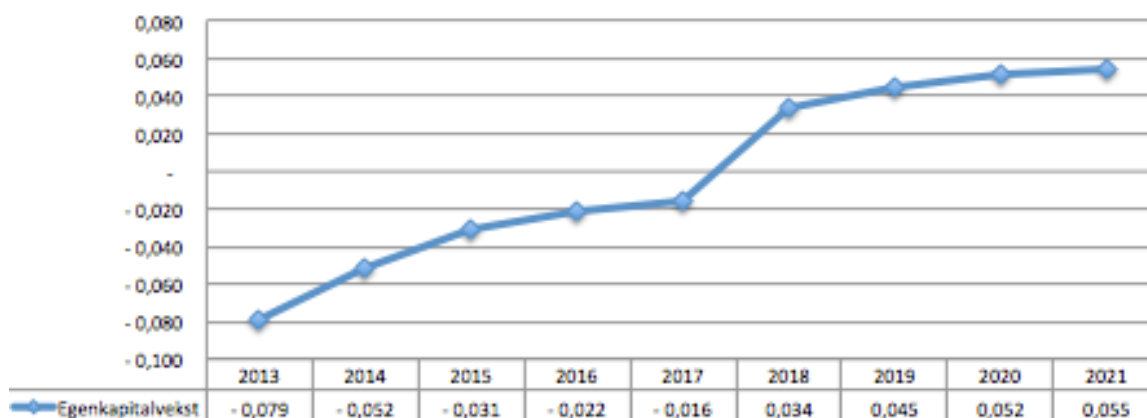


Figur 57. Fremtidig superrentabilitet

Som vi ser av figuren er egenkapitalrentabiliteten svært varierende, noe som kan stemme godt med oppdrettsbransjens konjunktursvingninger. Egenkapitalkravet er lineært stigende. I 2021 er egenkapitalrentabiliteten 15,5 %, mens egenkapitalkravet er 9,9 %, dvs en superrentabilitet på 5,6 %.

For å kunne fremskrive vekst tar vi utgangspunkt i egenkapitalveksten. Vi kan se av figuren under at denne veksten ser ut til å konvergere mot 5,5 % i 2020. I 2021 er egenkapitalveksten omtrent lik driftsinntektsveksten og vi har konstant vekst etter budsjett horisonten.

Egenkapitalvekst



Figur 58. Egenkapitalvekst

Vi kan nå sette opp framtidsregnskap over hele budsjettperioden- og framskrivingsperioden.

8.3.2 Presentasjon av fremtidsregnskap

Fremtidsresultat

Fremtidsresultat	2012	2013	2014	2015	2016
DI	15 463,50	15 076,91	15 091,99	15 378,74	15 758,59
NDR	339,67	264,94	212,16	1 614,77	2 647,44
+ NFI	- 0,65	68,68	66,63	66,11	66,29
= NRS	339,02	333,62	278,79	1 680,88	2 713,74
- NFK	275,62	201,22	190,21	202,55	200,80
+ NMR	-	-	-	-	-
= NRE	63,40	132,40	88,58	1 478,33	2 512,94
+ UNDR	276,98	-	-	-	-
+ UNFR	- 336,38	-	-	-	-
= FNR	4,00	132,40	88,58	1 478,33	2 512,94
- NBU/Fri CF til EK	- 849,40	1 056,09	647,34	1 795,15	2 727,77
= Endring i EK	853,40	- 923,68	- 558,76	- 316,82	- 214,84

Fremtidsresultat	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DI	16 264,60	16 943,53	17 792,26	18 770,84	19 803,23	20 892,41
NDR	1 968,02	1 169,10	1 690,26	1 820,77	1 960,52	2 068,35
+ NFI	82,57	88,26	95,20	103,26	112,15	87,90
= NRS	2 050,58	1 257,36	1 785,46	1 924,03	2 072,67	2 156,24
- NFK	217,69	239,38	265,30	295,35	316,88	334,31
+ NMR	-	-	-	-	-	-
= NRE	1 832,89	1 017,99	1 520,16	1 628,68	1 755,80	1 821,94
+ UNDR	-	-	-	-	-	-
+ UNFR	-	-	-	-	-	-
= FNR	1 832,89	1 017,99	1 520,16	1 628,68	1 755,80	1 821,94
- NBU/Fri CF til EK	1 983,03	698,40	1 084,95	1 098,76	1 168,01	1 198,89
= Endring i EK	- 150,14	319,59	435,21	529,92	587,78	623,04

Tabell 50. Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse

Fremtidsbalanse	2012	2013	2014	2015	2016	
NDE	16 662,30	15 605,90	15 020,68	14 788,47	14 712,38	
FE	1 157,50	1 100,38	1 075,00	1 074,26	1 084,76	
SSE	17 819,80	16 706,28	16 095,68	15 862,73	15 797,14	
EK	11 619,80	10 696,12	10 137,36	9 820,53	9 605,70	
MI	-	-	-	-	-	
FG	6 200,00	6 010,16	5 958,32	6 042,20	6 191,44	
SSK	17 819,80	16 706,28	16 095,68	15 862,73	15 797,14	
Fremtidsbalanse	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NDE	14 742,51	15 296,72	16 014,92	16 862,01	17 776,69	18 754,41
FE	1 103,29	1 161,94	1 234,74	1 319,55	1 412,00	1 489,66
SSE	15 845,80	16 458,66	17 249,66	18 181,56	19 188,69	20 244,06
EK	9 455,56	9 775,14	10 210,36	10 740,28	11 328,06	11 951,11
MI	-	-	-	-	-	-
FG	6 390,25	6 683,52	7 039,30	7 441,28	7 860,62	8 292,96
SSK	15 845,80	16 458,66	17 249,66	18 181,56	19 188,69	20 244,06

Tabell 51. Fremtidsbalanse

Framtidig fri kontantstrøm

Framtidig fri CF	2012	2013	2014	2015	2016	
NDR	339,67	264,94	212,16	1 614,77	2 647,44	
+ UNDR	276,98	-	-	-	-	
- Endring NDE	- 898,49	- 1 056,40	- 585,22	- 232,20	- 76,10	
= FKD	1 515,14	1 321,34	797,38	1 846,97	2 723,54	
+ NFI	- 0,65	68,68	66,63	66,11	66,29	
+ UNFI	250,50	-	-	-	-	
- Endring FE	1 030,29	- 57,12	- 25,38	- 0,74	10,50	
= FKS	734,70	1 447,14	889,39	1 913,83	2 779,33	
- NFK	275,62	201,22	190,21	202,55	200,80	
- UNFK	586,88	-	-	-	-	
+ Endring FG	- 721,50	- 189,84	- 51,84	83,88	149,24	
= FKE - NBU	- 849,30	1 056,09	647,34	1 795,15	2 727,77	
Framtidig fri CF	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NDR	1 968,02	1 169,10	1 690,26	1 820,77	1 960,52	2 068,35
+ UNDR	-	-	-	-	-	-
- Endring NDE	30,14	554,21	718,19	847,10	914,68	977,72
= FKD	1 937,88	614,89	972,07	973,67	1 045,84	1 090,63
+ NFI	82,57	88,26	95,20	103,26	112,15	87,90
+ UNFI	-	-	-	-	-	-
- Endring FE	18,53	58,65	72,80	84,81	92,45	77,66
= FKS	2 001,92	644,51	994,47	992,13	1 065,55	1 100,87
- NFK	217,69	239,38	265,30	295,35	316,88	334,31
- UNFK	-	-	-	-	-	-
+ Endring FG	198,81	293,27	355,78	401,98	419,34	432,33
= FKE - NBU	1 983,03	698,40	1 084,95	1 098,76	1 168,01	1 198,89

Tabell 52. Framtidig fri kontantstrøm

8.4 Framskriving av krav

For å kunne diskontere våre fremtidige kontantstrømmer må vi beregne avkastningskravene for egenkapitalen, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt krav. Disse må så videre fremskrives over budsjett horisonten til år 2022. Vi benytter den samme fremgangsmåten som vi brukte under kapittel 6.

8.4.1 Egenkapitalkravet

Vi benytter samme fremgangsmåte som da vi beregnet egenkapitalkravet i kapittel 6. Våre beregninger fremgår av tabellen under.

	2012	2013	2015	2020	2021
NIBOR-renten	0,022	0,024	0,027	0,038	0,039
- Risikotillegg, 10 %	0,002	0,002	0,003	0,004	0,004
= Risikofri rente før skatt	0,020	0,021	0,024	0,034	0,035
- 28 % skatt	0,006	0,006	0,007	0,010	0,010
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,015	0,017	0,024	0,025
+ EK-beta	1,300	1,323	1,365	1,423	1,423
* Markedsrisikopremie	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052
+ Likviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,082	0,084	0,088	0,099	0,099

Tabell 53. Fremtidig egenkapitalkrav

Når det gjelder egenkapitalbetaen er denne estimert på samme måte som i kapittel 6, dvs vi har forutsatt et konstant netto driftsbeta på 0,907 og multiplisert denne med EK/NDK for å finne egenkapitalbetaen.

	2012	2013	2015	2020	2021
Egenkapitalbeta	1,300	1,323	1,365	1,423	1,423
* EK/NDK	0,697	0,685	0,664	0,637	0,637
= Netto driftsbeta	0,907	0,907	0,907	0,907	0,907

Tabell 54. Fremtidig egenkapitalbeta

8.4.2 Krav til netto finansiell gjeld

For å finne kravet til netto finansiell gjeld benytter vi oss av samme metode som før, dvs. ved å trekke det vektete finansielle eiendelskravet fra det vektete finansielle gjeldskravet.

Formelen for avkastningskravet til netto finansiell gjeld er:

$$nfgk = fgk * FG/NFG - fek * FE/NFG$$

	2012	2013	2015	2020	2021
fgk	0,032	0,033	0,034	0,040	0,040
* FG/NFG	1,230	1,224	1,216	1,216	1,219
- fek	0,063	0,062	0,062	0,059	0,059
* FE/NFG	0,230	0,224	0,216	0,216	0,219
= nfgk	0,025	0,027	0,027	0,035	0,036

Tabell 55. Fremtidig krav til netto finansiell gjeld

8.4.3 Netto driftskapitalkrav

Videre kan vi nå finne det fremtidige netto driftskapitalkravet ved å vekte avkastningskravene mellom egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2012). Uten minoritetsinteresser blir formelen:

$$\text{ndk} = \text{ekk} * \text{EK/NDK} + \text{nfgk} * \text{NFG/NDK}$$

	2012	2013	2015	2020	2021
ekk	0,082	0,084	0,088	0,099	0,099
* EK/NDK	0,697	0,685	0,664	0,637	0,637
+ nfgk	0,025	0,027	0,027	0,035	0,036
* NFG/NDK	0,303	0,315	0,336	0,363	0,363
= ndk	0,065	0,066	0,068	0,076	0,076

Tabell 56. Fremtidig netto driftskrav

8.4.4 Krav til sysselsatt kapital

Kravet til sysselsatt kapital finner vi ved å vekte avkastningskravet mellom egenkapitalen, minoritetsinteressene og finansielle gjeld (Knivsflå, 2012). Vi vil bruke en alternativ formel som vekter avkastningskravet mellom netto driftskapital og finansielle eiendeler. Formelen vi benytter er:

$$\text{skk} = \text{ndk} * \text{NDK/SSK} + \text{fek} * \text{FE/SSK}$$

	2012	2013	2015	2020	2021
ndk	0,065	0,066	0,068	0,076	0,076
* NDK/SSK	0,935	0,934	0,932	0,927	0,926
+ fek	0,063	0,062	0,062	0,059	0,059
* FE/SSK	0,065	0,066	0,068	0,073	0,074
= skk	0,064	0,066	0,068	0,074	0,075

Tabell 57. Fremtidig krav til sysselsatt kapital

8.4.5 Presentasjon av fremtidskrav

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	...
ekk	0,084	0,086	0,088	0,091	0,093	0,095	0,097	0,099	0,099	0,099
fgk	0,033	0,032	0,034	0,032	0,034	0,036	0,038	0,040	0,040	0,040
fek	0,062	0,062	0,062	0,061	0,061	0,060	0,060	0,059	0,059	0,059
nfgk	0,027	0,025	0,027	0,026	0,029	0,031	0,033	0,035	0,036	0,036
ndk	0,066	0,066	0,068	0,068	0,070	0,072	0,074	0,076	0,076	0,076
skk	0,066	0,066	0,068	0,068	0,070	0,071	0,073	0,074	0,075	0,075

Tabell 58. Presentasjon av fremtidskrav

9 Fundamental verdsettelse av Marine Harvest

Vi har nå kommet til den endelige verdsettelsen. I dette kapittelet skal vi bruke all den innsikt vi har fått fra foregående kapitler til å verdsette egenkapitalen i Marine Harvest. Denne skal så videre sammenlignes med markedets aksjekurs, hvor vi derfra skal trekke en handlingsstrategi for investorene.

Vi begynner i delkapittel 9.1 med en kort beskrivelse av rammeverket for den fundamentale verdsettelsen. Deretter skal i delkapittel 9.2 gjennomføre den endelige verdsettelsen etter egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Vi vil da stå igjen med to ulike verdier, som i delkapittel 9.3 vil konverger sammen til ett verdiesimat ved oppdatering av verdiene i balansen. I delkapittel 9.4 vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvor robust vårt verdiesimat er for endringer i våre forutsetninger. Til slutt vil vi utføre en komparativ verdsettelse i delkapittel 9.5 for å se om dette vil gi oss ny innsikt i vår verdsettelse.

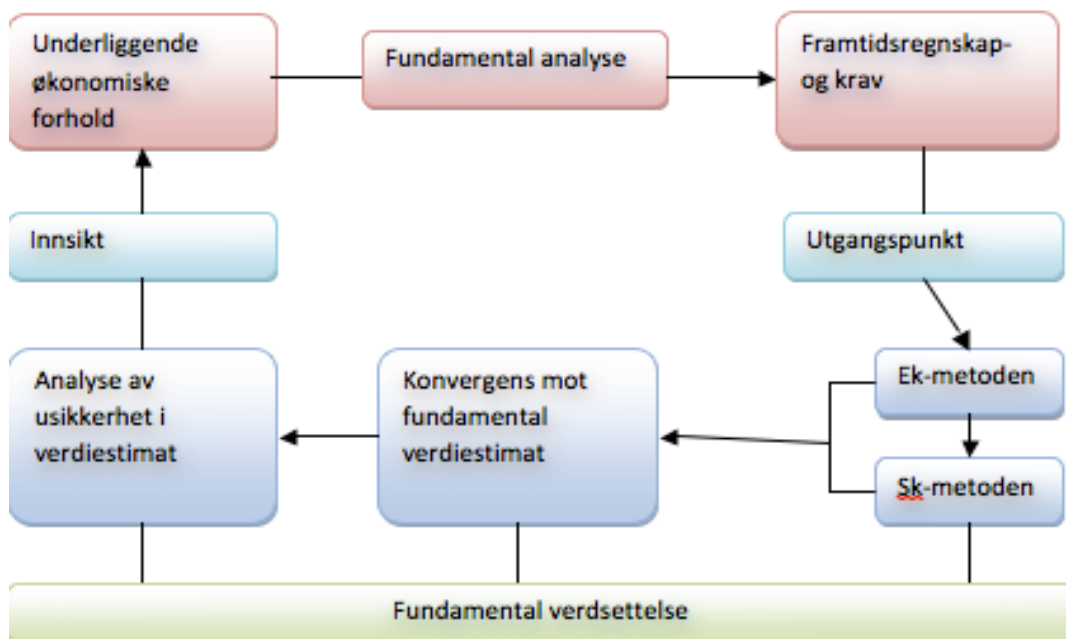
9.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Formålet med denne oppgaven er å finne ett godt estimat for verdsettelse av Marine Harvest. Vi har som tidligere nevnt valgt å benytte en fundamental verdsettelse i dette arbeidet. Vi har tidligere gjennomført en strategisk regnskapsanalyse, utarbeidet ett framtidregnskap og fremskrevet avkastningskravene. Dette skal vi nå bruke i vår fundamentale verdsettelse.

En fundamental verdsettelse kan gjennomføres ved hjelp av to nært beslektede metoder (Penman 2012). Den ene, *egenkapitalmetoden*, verdsetter egenkapitalen direkte ved å beregne nåverdien til fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen. Den andre,

selskapskapitalmetoden, verdsetter egenkapitalen indirekte. Dette skjer ved at en beregner nåverdien av fremtidige kontantstrømmer fra drift som først gir oss et verdiestimat på selskapskapitalen. Deretter trekker vi fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene for å få et verdiestimat på egenkapitalen. Denne metoden kan også utføres ved å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til sysselsatt kapital, for deretter å trekke fra den balanseførte verdien av finansiell gjeld. Vi vil vise begge metodene.

Ettersom vi har benyttet budsjetterte verdier i vår estimering av avkastningskrav vil vi sannsynligvis få to forskjellige verdiestimater. Disse vil vi senere konvergere mot hverandre slik at vi til slutt står igjen med et verdiestimat. Konvergeringen vil bli foretatt ved hjelp av egenkapitalmetoden basert på superprofittmodellen og selskapskapitalmetoden basert på kontantstrøm-modellen.



Figur 59. Rammeverk for fundamental verdsettelse

Vi har 4 forskjellige modeller vi kan benytte ved egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

1. Utbyttmodellen
2. Fri kontantstrøm-modellen
3. Superprofittmodellen
4. Superprofittvekstmodellen

I følge Knivsflå er disse modellen ekvivalente og vil derfor alltid gi samme verdiestimat om brukt konsistent, så fremt avkastningskravet er vekta på basis av verdibaserte vekter. Vi har valgt å benytte oss av fri kontantstrøm-modellen og superprofittmodellen. Som horisont benyttes T+1. Dette for å sikre at vi er i "steady state".

9.2 Verdsettelsen

Vi skal nå verdsette Marine Harvest etter egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden, ved hjelp av våre valgte modeller, kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

Ved kontantstrømmodellen ligger nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til grunn for verdiestimatet. Kontantstrømmodellen er en to-periode modell. Det vil si at vi deler verdsettelsen opp i to perioder, hvor den første perioden baserer seg på de årlige kontantstrømmen vi beregnet i vårt fremtidsregnskap, mens den andre perioden er den "evige" steady state perioden og kalles terminalverdien. Formelen vi benytter er følgende:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FK_t}{(1+k_1) \cdot \dots \cdot (1+k_t)} + \dots + \frac{FK_{T+1}}{(1+k_1) \cdot \dots \cdot (1+k_T) \cdot (k_{T+1} - v_{T+1})}$$

der V = verdien av valgt kapital

FK = fri kontantstrøm til valgt kapital

k = kapitalkravet til valgt kapital

v = vekst i terminalåret

Ved superprofittmodellen ligger balanseverdien av justert egenkapital i dag i tillegg til nåverdien av fremtidig superprofitt til grunn for verdiestimatet. Verdien av valgt kapital, ved superprofitt-modellen, finner vi ved følgende formel:

$$V = BV_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SP_t}{(1+k_1) \cdot \dots \cdot (1+k_t)} + \dots + \frac{SP_{T+1}}{(1+k_1) \cdot \dots \cdot (1+k_T) \cdot (k_{T+1} - v_{T+1})}$$

der BV = balanseverdien av valgt kapitalstørrelse

SP = profitt ut over kravet til valgt kapital

For å få plass til våre verdsettelse illustreres bare noen år i tabellene.

9.2.1 Egenkapitalmetoden

Kontantstrømmodellen

EK- fri kontantstrøm							
Alle tall i 1 000 000 NOK	2012	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Fri kontantstrøm til EK		1 056,09	1 795,15	1 983,03	1 084,95	1 168,01	1 198,89
/ Diskonteringsfaktor		1,08	1,28	1,53	1,84	2,22	
= Nåverdi 2013-2021	8 252,22	974,22	1 400,71	1 297,12	590,80	526,72	
+ Nåverdien av TV	12 217,96						
= Verdien til EK	20 470,19						
/ Antall utestående aksjer	3 748,34						
= Verdiestimat per aksje	5,46						

Tabell 59. Verdiestimat per aksje ved egenkapitalmetoden, kontantstrømmodellen

Superprofittmodellen

EK- superprofitt							
Alle tall i 1 000 000 NOK	2012	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Balanseført EK	11 619,80						
Superprofitt fra EK		- 844,07	581,64	934,80	573,60	689,82	697,63
/ Diskonteringsfaktor		1,08	1,28	1,53	1,84	2,22	
= Nåverdi 2013-2021	1 740,84	- 778,63	453,84	611,46	312,35	311,08	
+ Nåverdien av TV	7 109,55						
= Verdien til EK	20 470,19						
/ Antall utestående aksjer	3 748,34						
= Verdiestimat per aksje	5,46						

Tabell 60. Verdiestimat per aksje ved egenkapitalmetoden, superprofittmodellen

9.2.2 Selskapskapitalmetoden

Kontantstrømmodellen (NDK)

NDK-fri kontantstrøm							
Alle tall i 1 000 000 NOK	2012	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Fri kontantstrøm fra drift		1 321,34	1 846,97	1 937,88	972,07	1 045,84	1 090,63
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,21	1,39	1,60	1,85	
= Nåverdi 2013-2021	9 110,79	1 239,43	1 521,23	1 395,83	608,38	565,36	
+ Nåverdien av TV	27 569,13						
= Nåverdien an NDK	36 679,92						
- Netto finansiell gjeld	5 042,50						
= Verdien til EK	31 637,43						
/ Antall utestående aksjer	3 748,34						
= Verdiestimat per aksje	8,44						

Tabell 61. Verdiestimat per aksje ved selskapskapitalmetoden (NDK), kontantstrømmodellen

Superprofittmodellen (NDK)

NDK - superprofitt							
Alle tall i 1 000 000 NOK	2012	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Balanseført NDK	16 662,30						
Superprofitt fra NDK		- 836,26	593,88	935,34	563,07	672,51	710,47
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,21	1,39	1,60	1,85	
= Nåverdi 2013-2021	2 058,14	- 784,42	489,14	673,71	352,40	363,54	
+ Nåverdien av TV	17 959,49						
= Nåverdien an NDK	36 679,92						
- Netto finansiell gjeld	5 042,50						
= Verdien til EK	31 637,43						
/ Antall utestående aksjer	3 748,34						
= Verdiestimat per aksje	8,44						

Tabell 62. Verdiestimat per aksje ved selskapskapitalmetoden (NDK), superprofittmodellen

Kontantstrømmodellen (SSK)

SSK - fri kontantstrøm							
Alle tall i 1 000 000 NOK	2012	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Fri kontantstrøm til SSK		1 447,14	1 913,83	2 001,92	994,47	1 065,55	1 100,87
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,21	1,39	1,59	1,84	
= Nåverdi 2013-2021	9 526,95	1 357,74	1 577,73	1 444,85	624,70	579,46	
+ Nåverdien av TV	29 775,40						
= Verdien av SSK	39 302,35						
- Finansiell gjeld	6 200,00						
= Verdien til EK	33 102,35						
/ Antall utestående aksjer	3 748,34						
= Verdiestimat per aksje	8,83						

Tabell 63. Verdiestimat per aksje ved selskapskapitalmetoden (SSK), kontantstrømmodellen

Superprofittmodellen (SSK)

SSK - superprofitt							
Alle tall i 1 000 000 NOK	2012	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Balanseført SSK	17 819,80						
Superprofitt fra SSK		- 839,77	593,93	952,22	588,96	707,13	715,06
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,21	1,39	1,59	1,84	
= Nåverdi 2013-2021	2 142,25	- 787,89	489,63	687,25	369,97	384,55	
+ Nåverdien av TV	19 340,30						
= Verdien av SSK	39 302,35						
- Finansiell gjeld	6 200,00						
= Verdien til EK	33 102,35						
/ Antall utestående aksjer	3 748,34						
= Verdiestimat per aksje	8,83						

Tabell 64. Verdiestimat per aksje ved selskapskapitalmetoden (SSK), superprofittmodellen

9.3 Konvergering

Vi har nå utarbeidet tre forskjellige referanseverdier, og i dette delkapittelet vil vi konvergere to av disse mot hverandre for å få et mer korrekt resultat. Trinnene i konvergeringsprosessen er som følger (Knivsflå, 2012):

1. Start med balanseførte verdier i vektingen
2. Finn estimat på verdiene i balansen
3. Gjennomfør vekting på basis av oppdaterte verdiestimat
4. Finn igjen estimat på verdien i balansen, gitt nytt estimat
5. Gjennomfør vektingen igjen på basis av oppdaterte verdi estimat
6. Finn igjen estimat på verdien i balansen, gitt nytt estimat
7. ...
8. ...

Denne prosessen fortsetter til verdiene i estimatene er mer eller mindre like.

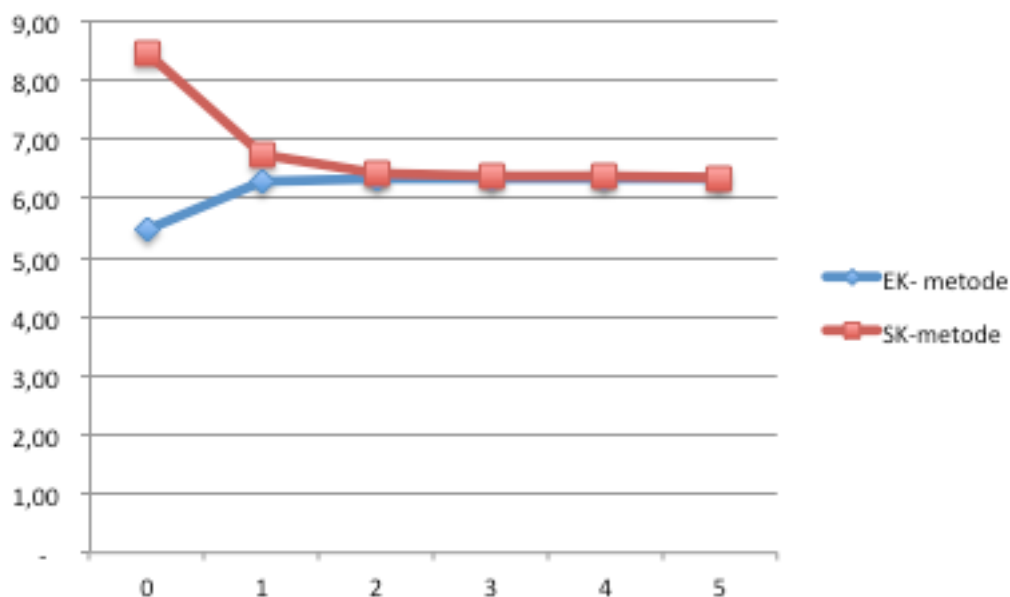
Tabellen under viser konvergering av verdiestimatene fra egenkapitalmetoden, kontantstrømmodellen og NDK-metoden, superprofittmodellen.

	Steg i konverteringsprosessen EK og NDK					
	0	1	2	3	4	5
EK- metode	5,46	6,30	6,35	6,35	6,35	6,35
SK-metode	8,44	6,72	6,41	6,38	6,36	6,35
Prosentvis avvik i verdiestimat	42,9 %	6,4 %	1,0 %	0,5 %	0,2 %	0,0 %

Tabell 65. Konvergering av verdiestimater

Vi kan se av tabellen at egenkapitalmetoden beveger seg mindre enn selskapskapitalmetoden. Etter egenkapitalmetoden starter verdien per aksje på kr 5,46 og beveger seg i første trinn opp til kr 6,30 per aksje. Deretter holder verdien seg rimelig stabilt fram til trinn 5. Etter selskapsmetoden beveger estimatet seg mer: fra 8,44 kr per aksje til 6,35 kr per aksje i trinn 5. Ved trinn 5 har verdiestimatene mer eller mindre konverget til en verdi. Vi kan dermed konkludere med at Marine Harvest sin egenkapital utgjør en verdi på kr 6,35 kr per aksje.

Figuren under viser konvergeringen grafisk.



Figur 60. Konvergering av verdiestimer

9.4 Sensitivitetsanalyse

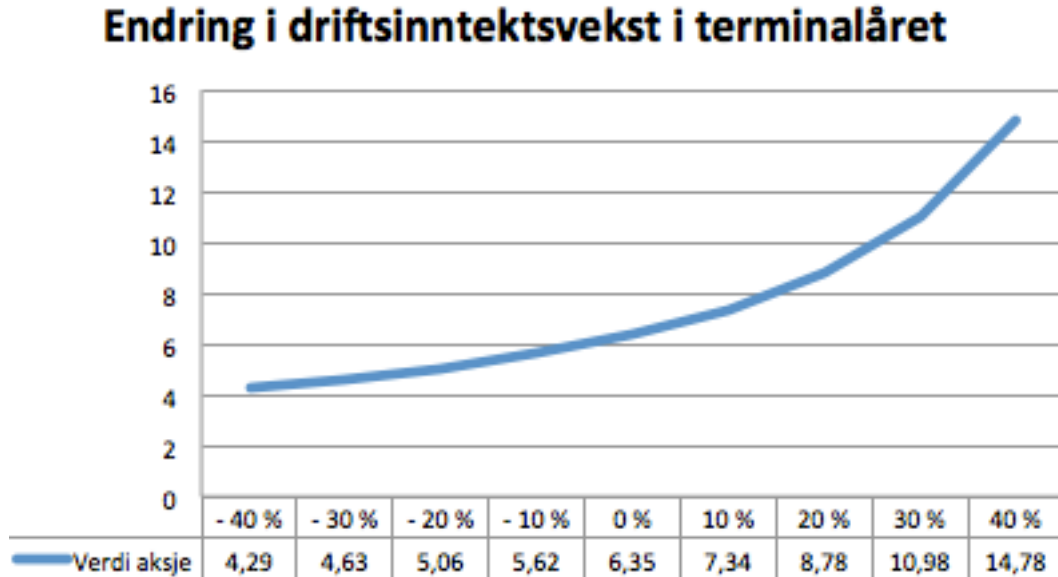
Metoden vi har benyttet for å verdsette egenkapitalen i Marine Harvest, kalles en statisk verdsettelse. Alle forholdstall og vekstforhold forutsettes å holde seg på det nivået vi har satt dem til. Imidlertid vil det alltid være en viss usikkerhet knyttet til disse forholdstallene, og det vil være interessant å se på hva som skjer dersom noen av disse forholdstallene skulle forandre seg i fremtiden. Dette skal vi se på i dette delkapittelet, hvor vi vil gjennomføre en såkalt sensitivitetsanalyse.

En sensitivitetsanalyse vil gi oss innsikt i hvor robust vårt verdiestimat egentlig er. Dess mindre aksjeverdien endres ved en endring i en forutsetning, dess mindre følsomt er verdiestimatet for svingninger i denne forutsetningen. Vi har valgt å se på svingninger i driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og den risikofrie renten etter skatt.

Våre forutsetninger vil være mer usikker jo lengre vi kommer ut i perioden, samtidig som terminalverdien vil utgjøre en stor andel av vårt verdiestimat. Av disse grunner har vi valgt å se på hvor robust vårt verdiestimat virkelig er, ved å se på endringer i terminalåret, dvs ”steady state”.

9.4.1 Endringer i driftsinntektsveksten

Figuren under illustrerer hvordan verdiestimatet per aksje endres ved prosentvise endringer i driftsinntektsveksten.



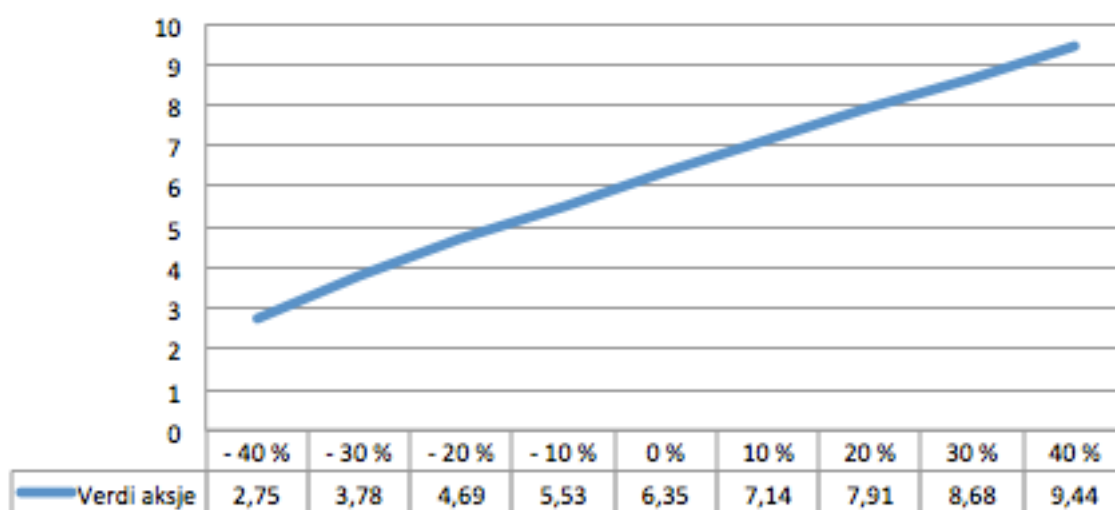
Figur 61. Endring i verdiestimatet ved endring i driftsinntektsveksten i terminalåret

Av figuren ser vi at verdiestimatet er rimelig følsomt for endringer i driftsinntektsveksten. Med en 40 % reduksjon av driftsinntektsveksten i terminalåret blir verdiestimatet redusert til knappe 4,29 kr per aksje. Ved en 40 % økning i driftsinntektsveksten i terminalåret, øker verdiestimatet til hele 14,78 kr per aksje. Vi kan konkludere med at den minste endring i driftsinntektsveksten vil endre vårt verdiestimat, og for Marine Harvest vil det derfor bli ekstremt viktig å legge til rette for fortsatt vekst.

9.4.2 Endringer i netto driftsmargin

Figuren under viser hvordan verdiestimatet vårt endres ved prosentvise endringer i netto driftsmargin i terminalåret.

Endringer i netto driftsmargin i terminalåret

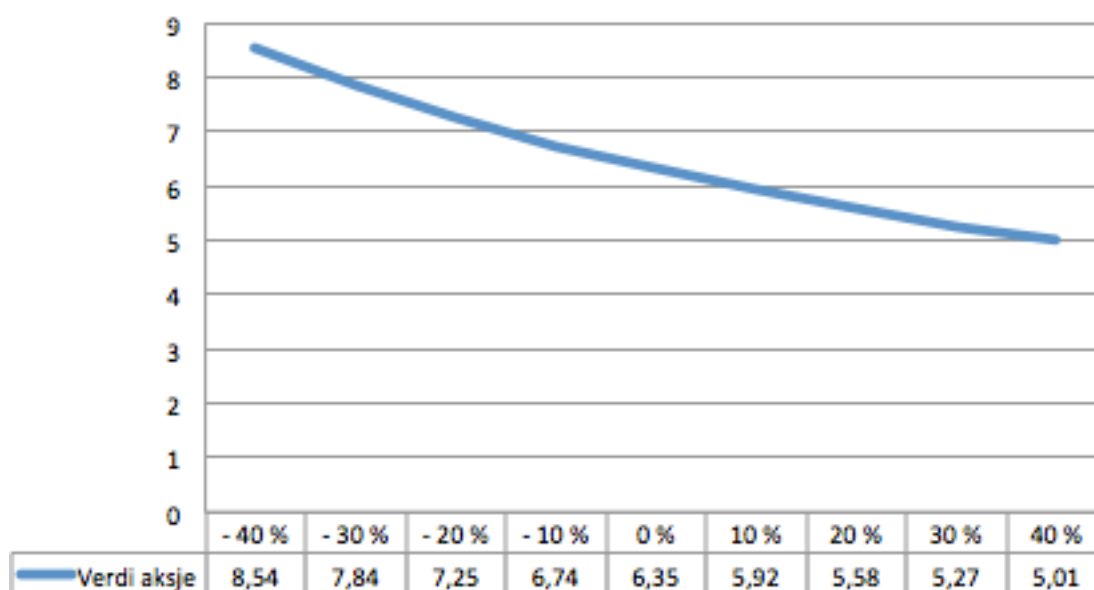


Figur 62. Endring i verdiestimatet ved endring i netto driftsmargin i terminalåret

Vi ser at endringer i netto driftsmargin påvirker verdiestimatet mer lineært enn endringer i driftsinntektsveksten. Verdiestimatet vårt er også følsomt for endringer i netto driftsmargin. En reduksjon på 40 % vil gi et verdiestimat på 2,75 kr per aksjen, mens en økning på 40 % vil gi et verdiestimat på 9,44 kr per aksje.

9.4.3 Endringer i risikofri rente etter skatt

Endringer i risikofri rente etter skatt



Figur 63. Endring i verdiestimatet ved endring i risikofri rente etter skatt i terminalåret

Figuren over viser hvordan verdiestimatet per aksje endres ved prosentvise endringer i den risikofrie renten i terminalåret.

Diskonteringsbaserte verdsettelsesmetoder vil alltid være følsomt for endringer i diskonteringsrenten. Det virker imidlertid som om positive endringer gir økt økning i verdi, mens negative endringer gir redusert reduksjon i verdi. En reduksjon på 40 % gir en verdi på 8,54 kr per aksje, mens en økning på 40 % gir en verdi på 5,01 kr per aksje.

9.5 Komparativ verdsettelse

I tillegg til vår fundamentale verdsettelse vil vi utføre en komparativ verdsettelse av Marine Harvest.

Vi vil bruke multiplikatormodellen ved egenkapitalmetoden, og beregner da våre komparative multiplikatorer ved følgende formel:

EK - metoden: $\text{Pris} = m * \text{Basis}$

For å beregne vår komparative egenkapitalverdi, benytter vi våre sammenlignbare selskaper: Lerøy, Cermaq og Salmar. De mest anvendte multiplikatormodellene til bruk i investering i aksjer er pris/bok og pris/fortjeneste (Penman 2012).

Aksjekursen er hentet fra Oslo Børs per 15 mai 2013, mens det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen er hentet fra regnskapsanalysen i kapittel 4.

Foretak	Aksjekurs	Antall aksjer	Markedsverdi (MNOK)
Marine Harvest	6,27	3 748 341 597	23 502,10
Lerøy Seafood	177,00	54 577 368	9 660,19
Cermaq	102,50	92 500 000	9 481,25
Salmar	59,00	113 299 999	6 684,70

Tabell 66. Beregning av markedsverdi for komparative selskaper

Foretak	Markedsverdi (MNOK)	Bokført verdi (MNOK)	NRE (MNOK)	P/B	P/E
Marine Harvest	23 502,10	11 619,70	63,40	2,02	370,70
Lerøy Seafood	9 660,19	5 314,57	222,77	1,82	43,36
Cermaq	9 481,25	5 656,20	145,55	1,68	65,14
Salmar	6 684,70	2 831,40	169,45	2,36	39,45
Gjennomsnitt				1,97	129,66
Verdiestimat ved P/B og P/E modellen				6,10	2,19

Tabell 67. Beregning av verdiestimat ved P/B – og P/E – modellen.

Dersom vi benytter P/B modellen gir dette en aksjekurs på: $6,27 * (1,97/2,02) = 6,10$ kr, mens P/E modellen gir oss en estimert aksjekurs på knappe: $6,27 * (129,66/370,70) = 2,19$ kr.

Denne er svært forskjellig fra aksjekursen vi fant i den fundamentale verdsettelsen. En svakhet med multiplikatormodellen er at vi som analytikere kan velge den multiplikatoren som er best tilpasset vårt estimat fra den fundamentale verdsettelsen. I tillegg kan modellen vise for lav verdi på aksjen dersom det er en pessimistisk stemning i aksjemarkedet (Penman, 2012).

Vi velger å forkaste de to verdiestimatene vi fant under multiplikatormodellen, og beholder derfor verdiestimatet vi fant ved vår fundamentale verdsettelse, nemlig 8,44 kr per aksje.

10 Oppsummering og konklusjon

Denne utredning har hatt som mål å verdsette egenkapitalen i Marine Harvest ASA.

Gjennom oppgaven har vi fått erfart at Marine Harvest driver i en bransje som er svært følsom for konjunktorene i lakseprisen. Vi var inne på dette i vår strategiske analyse, men det var først i vår regnskapsanalyse at dette viste seg å være tilfelle.

Den strategiske fordelene til Marine Harvest vi fant i vår analyse av lønnsomhet er knyttet til bransjen. Vi sett at høye inngangsbarrierer som høyt kapitalkrav og vanskelig konsesjonstilgang, gir et stort potensiale for høy lønnsomhet i oppdrettsbransjen.

Den vektete bransjefordelen vi fant var 4,3 %.

I vår strategiske analyse i kapittel 3 argumenterte vi for at størrelsen til Marine Harvest ville gi dem en ressursbasert strategisk fordel når konsesjonsbegrensning på 25 % biomasse endres i fremtiden. I tillegg tror vi tiltak som oppkjøpet av Morpol og laksefôravtalen med Felleskjøpet Rogaland, kan gi dem varige konkurransefortrinn over sine konkurrenter.

Disse fordelene viste seg imidlertid ikke i vår analyse av lønnsomhet. Vi så i begynnelsen av kapittel 7 at Marine Harvest sin egenkapitalrentabilitet var lavere enn egenkapitalrentabiliteten i bransjen i hele analyseperioden. Hovedårsaken til det fant vi ved dekomponering å være et lavere omløp til netto driftseiendeler. Bransjen har med andre ord en større evne enn Marine Harvest til å skape driftsinntekter per krone investert.

Likevel mener vi at fravær av interne ressursbaserte strategiske fordeler ikke er noen krise for Marine Harvest. Vår analyse av langsiktig risiko i kapittel 5 viste oss at Marine Harvest har en god soliditet og er godt beskyttet mot konkurs. Egenkapitalandelen ligger godt over bransjesnittet og beskytter bedriften mot konjunktursvingninger som bransjen må forvente med jevne mellomrom. Videre viste analysen av kortsiktig risiko at Marine Harvest er mer likvid enn bransje, da det vektete snittet av likviditetsgrad 1 er 3,225 mot 2,808 i bransjen.

På bakgrunn av innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen utarbeidet vi et fremtidsregnskap som skulle danne grunnlaget for verdsettelsen av bedriften. I budsjetteringen har vi vurdert prognoser hentet fra statisk sentralbyrå, samt undersøkt forward-prisen på laks. Vi har vurdert Marine Harvest og bransjen til å ligge i en konjunkturdal, og med de bransjerelaterte fordeler oppdrettsbransjen har, har vi budsjettert med en positiv utvikling for bedriften.

Etter budsjettering av framtidregnskap, og fremskriving av avkastningskrav, kom vi altså frem til et verdiestimat på Marine Harvest - aksjen på kr 8,44, noe som ligger over kursen på Oslo Børs på kr 6,27 per 15.mai. 2013. Dette vil si at aksjen er undervurdert i dagen marked. Det er imidlertid viktig å understreke at vårt estimat er noe usikkert. Gjennom sensitivitetsanalysen i delkapittel 9.4 så vi hvor følsomt verdiestimatet var for marginale endringer i ulike forutsetninger.

Likevel holder vi fast på at aksjekursen er underpriset. Vi venter en positiv konjunkturoendring i oppdrettsbransjen, og at Marine Harvest vil komme styrket ut av motgangen. Vår handlingsstrategi blir derfor - *kjøp*

Kildereferanser:

Faglitteratur:

Penman, Stephan H (2012): Financial Statement Analysis and Security Valuation, 5th edition (McGraw-Hill International edition)

Grant, Robert M (2010): Contemporary Strategy Analysis, 7th edition, (John Wiley & Sons).

Jacobsen, E. W. og Lasse B. Lien (2001). *Ekspansjon*. Gyldendal Akademisk

Pindyck, Robert & Rubinfeld, Daniel (2008): Microeconomics, 7th edition (Prentice Hall)

Porter, Michael E (2008): The Five Competitive Forces That Shape Strategy. (I: Harvard Business Review, January 2008)

Roos, Von Krogh, Roos og Fernstrøm, (2005): Strategi – en innføring, 5.utgave (Fagbokforlaget)

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne (2011): Verdivurdering DnR

Grinold Richard & Kahn, Ronald (2000): Active Portfolio Management, 2nd editon (McGraw-Hill)

Aviser/Internett-artikler

DN.no (2013) Marine Harvest snuser på laksefôr (28.3.2013)
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2362429.ece>

E24.no (2013) Norge er den siste sovjetstaten (5.2.2013)
<http://e24.no/makro-og-politikk/norge-er-den-siste-sovjetstaten/20328478>

E24.no (2013) Nye regler en seier for Marine Harvest (14.2.2013)
<http://e24.no/boers-og-finans/nye-regler-en-seier-for-marine-harvest/20311138?view=print>

E24.no (2013) Norsk laks kan bli liggende 14 dager på flyplassen (14.2.2013)
<http://e24.no/makro-og-politikk/kinas-nobel-raseri-rammer-norsk-fisk-knallhardt/20276015>

Fiskeri.no (2013) Fakta om Laksen (5.2.2013)
<http://www.fiskeri.no/Biologi/Biologilaks.htm>

Havbrukssenter.no (2013) Fakta om Miljø og Havbruk (28.3.2013)
<http://havbrukssenter.no/index.php?m=info&fil=miljo>

Lovdata.no (2013) Lov om akvakultur (akvakulturloven) (5.2.2013)
<http://www.lovdata.no/all/hl-20050617-079.html>

Matportalen.no (2013) Hva består fiskefor av ? (18.4.2013)
<http://www.matportalen.no/a-aa/fiskefor>

Mattilsynet (2013) Smittevern og bekjempelse av lakselus (28.3.2013)
http://www.mattilsynet.no/smittevern_og_bekjempelse/fisk/lakselus/sp_rsm_1_og_svar_om_1_akselus_80943

Miljøstatus.no (2013) Fiskeoppdrett – en næring i veks (18.4.2013)
<http://www.miljostatus.no/Tema/Hav-og-kyst/Fiskeoppdrett/>

Regjeringen.no (2013) Fiske, fangst og fiskeoppdrett (2.5.2013)
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/tema/norsk-naringsliv/fiske-fangst-og-fiskeoppdrett-.html?id=481757>

SNL.no (2013) Hva er fiskeoppdrett ? (12.2.2013)
<http://snl.no/fiskeoppdrett>

SNL.no (2013) Rentabilitet (28.4.2013)
http://www.mattilsynet.no/smittevern_og_bekjempelse/fisk/lakselus/sp_rsm_1_og_svar_om_1_akselus_80943

SSB.no (2013) Eksport av laks, veke 17 2013 (2.5.2013)
<http://www.ssb.no/laks/>

VG.no (2013) Stoltenberg møtte Kinas toppleder (5.2.2013)
<http://www.vg.no/nyheter/utenriks/kina/artikkel.php?artid=10047712>

VG.no (2013) ESA: Norske fiskeoppdrett-regler strider mot EØS (5.2.2013)
<http://www.vg.no/nyheter/innenriks/artikkel.php?artid=10066705>

Fiskedirektoratet (2013) Ulike forskrifter og regelverk ved akvakultur (28.01.2013)
<http://www.fiskeridir.no/akvakultur/regelverk>

Finansfeber.no (2011) Finansiell analyse av Morpol (17.03.2013)
<http://www.finansfeber.com/upload/Finansiell%20analyse%20av%20Morpol.pdf>

NRK.no (2012) Slik blir din økonomi i 2013 (29.04.2013)
<http://www.nrk.no/nyheter/norge/1.10845674>

Forelesningsnotater

Kinserdal, F (2011): Forelesningsnotater fra BUS425 - Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse, fra Veileder.

Frøystein Gjesdal (2012): Forelesningsnotater fra MRR413/BUS440 - Regnskapsanalyse og verdsettelse, høsten 2012.

Kjell Henry Knivsflå,(2012): Forelesningsnotater fra MRR413/Bus440 – Regnskapsanalyse og verdsettelse, høsten 2012.

Internett

PWC (2013)

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risiko-pdf.pdf> (15.4.2013)

Norges Bank (2013)

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/> (20.2.2013)

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/#nibor> (20.2.2013)

Smolt (2013)

<http://www.nofima.no/nyhet/2012/10/slik-kan-smoltproduksjonen-se-ut-i-fremtiden>
(19.2.2013)

Purehelp (2013)

http://www.purehelp.no/company/owner_network/marineharvestasa/964118191
(19.2.2013)

Andre kilder

Følgende selskapers års- og kvartalsrapporter fra 2008-2012: SalMar, Lerøy, Grieg Seafood, Cermaq, Marine Harvest.

Marine Harvest Industri Håndbok 2012

http://www.marineharvest.com/PageFiles/1296/2012%20Salmon%20Handbook%2018.juli_h%C3%B8y%20tl.pdf