



Ruta Ytterstad (kandidat 692)

---

## Verdsettelse av Marine Harvest ASA



Veileder: Marie Viken

Bacheloroppgave 2017  
Bachelorstudium i økonomi og administrasjon  
Handelshøyskolen ved HiOA

## Sammendrag

Jeg har i denne oppgaven gjort en strategisk analyse, historisk regnskaps analyse og en verdsettelse av Marine Harvest ASA. Verdsettelsen i oppgaven er basert på fundamental analyse og total kapitalmodellen. Formålet med oppgaven var å finne et verdiestimat på Marine Harvest – aksjen og problemstilling er dermed «Hva er verdien av Marine Harvest ASA pr 23.02.2017?»

Verdsettelsen begynner med begrunnelse av metode valg for verdsettelsen og en strategisk analyse av Marine Harvest. Deretter har jeg analysert trender i selskapets historiske regnskap i perioden 2011-2016 basert på offentlig tilgjengelige rapporter. Verdiestimerting av fremtidige kontantstrømmene i total kapitalmodellen tar utgangspunkt i disse to analysene.

Videre er valg av avkastningskrav forklart i kapittel 6. Som en alternative verdsettelses metode har jeg valgt å benytte multippel basert verdsettelse.

Mitt verdiestimat på Marine Harvest aksjen er NOK 123,33 og egenkapitalen har en verdi av MNOK 55 781. Aksjekursen var på samme tidspunktet, den 23.02.2017 NOK 148,30. Jeg konkluderer at mitt beste forslag til handelsstrategi er å selge Marine Harvest aksjen. Samtidig påpeker jeg at aksje verdien er sensitiv til små endringer av de forutsetninger verdsettelsen bygger på. Det er dermed vanskelig å gi en konkret handelsstrategi.

## Forord

Denne bacheloroppgaven er et selvstendig arbeid som er obligatorisk for bachelorstudiet ved Høgskolen i Oslo og Akershus. Hensikten med oppgaven er kunne bruke og fordype den kunnskap vi har fått i løpet av det treårige bachelorstudiet i økonomi og administrasjon. Jeg har valgt fordypning innenfor bedriftsøkonomisk analyse som min studieprofil. For meg er verdsettelse en fin måte å oppsummere studieårene da kunnskap fra fag som regnskapsanalyse, bedriftsøkonomi, økonomistrategi, foretaksfinans, makroøkonomi, verdsettelse og andre fag var tatt i bruk. Da det har vært mye oppmerksomhet i media rundt oppdrettsnæring og de høye lakseprisene høsten 2016, ble jeg interessert i å se nærmere på denne industrien og forstå bedre hvilke økonomiske mekanismer som påvirker aksjeverdiene i næringen. I kraft av at Marine Harvest er et spennende selskap som er leder i oppdrettsnæring og er forholdsvis åpen om sin drift, påvirket det mitt valg av verdsettelsesobjekt.

Til denne oppgaven har jeg fått hjelp av flere. Jeg vil spesielt takke min veileder Marie Vikken som har kommet med konstruktive tilbakemeldinger og oppfølging underveis.

## Innholdsfortegnelse

<b>Sammendrag</b> .....	<b>2</b>
<b>Forord</b> .....	<b>3</b>
<b>1 Innledning</b> .....	<b>6</b>
1.1 Formål og problemstilling .....	6
1.2 Presentasjon av Marine Harvest ASA .....	6
1.3 Oppgavens struktur .....	7
<b>2 Teoretisk grunnlag for verdsettelse</b> .....	<b>7</b>
2.1 Verdsettelsesmetoder .....	7
2.2 Fri Kontantstrømmodellen (DCF-modellen) .....	8
2.3 Multipelvurdering .....	9
2.4 Valg av verdsettelses modell .....	9
2.5 Modeller for Strategisk analyse .....	10
2.6 Teorien bak regnskapsanalyse .....	14
2.7 Avkastningskrav til totalkapitalen .....	16
<b>3 Metode</b> .....	<b>17</b>
<b>4 Strategisk analyse</b> .....	<b>20</b>
4.1 PESTEL - analyse .....	20
4.1.1 Politiske forhold .....	20
4.1.2 Økonomiske forhold .....	21
4.1.3 Sosiokulturelle forhold .....	23
4.1.4 Teknologiske forhold .....	24
4.1.5 Miljømessige forhold .....	26
4.1.6 Legale forhold .....	27
4.2 Porters bransje analyse .....	27
4.2.1 Oppdrettsbransjen .....	27
4.2.2 Dagens Konkurrenter .....	31
4.2.3 Leverandørens forhandlingsposisjon .....	32
4.2.4 Trusselen fra Substitutter .....	36
4.2.5 Kundernes forhandlingsposisjon .....	37
4.2.6 Trusselen fra nye aktører .....	38
4.3 SVIMA - analyse .....	39
4.4 SWOT .....	43
<b>5 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>43</b>
5.1 Presentasjon av Historiske tall .....	44
5.2 Justering av resultatposter .....	47
5.2.1 Salgsinntekter .....	50
5.2.2 Justert EBITDA-margin .....	51
5.2.3 Investeringer og avskrivninger .....	53
5.3 Omgruppering av balanseposter .....	55
5.3.1 Netto Arbeidskapital .....	56
5.3.2 Netto finansiell gjeld .....	57
5.4 Oppsummering av regnskapsanalysen .....	57
<b>6 Prognose for fremtidige kontantstrøm</b> .....	<b>58</b>
6.1 Prognose for salgsinntekter .....	58

6.2	EBITDA – margin .....	60
6.2.1	<i>Materialkostnader</i> .....	60
6.2.2	<i>Lønnskostnader</i> .....	60
6.2.3	<i>Andre driftskostnader</i> .....	61
6.2.4	<i>Investeringer og avskrivninger</i> .....	61
6.2.5	<i>Arbeidskapital</i> .....	61
6.2.6	<i>Effektiv skatt på kontantrømmene</i> .....	62
<b>7</b>	<b>Avkastningskrav til totalkapitalen</b> .....	<b>63</b>
7.1	Beta .....	63
7.2	Risikofri rente .....	64
7.3	Markedspremie .....	64
7.4	Kredittrisikopremie .....	65
7.5	Markedsverdi av Egenkapital og Gjeld .....	66
<b>8</b>	<b>Verdsettelse</b> .....	<b>67</b>
8.1	Totalkapitalmodellen .....	67
8.2	Verdsettelse med multipler .....	68
8.2.1	<i>Sammenlignbare selskaper</i> .....	69
8.2.2	<i>P/E</i> .....	69
8.2.3	<i>EV/EBIT</i> .....	70
8.2.4	<i>EV/kg</i> .....	70
8.2.5	<i>Oppsummering av multippel basert verdsettelse</i> .....	71
<b>9</b>	<b>Sensitivitetsanalyse</b> .....	<b>72</b>
9.1	Langsiktig vekstrate .....	72
9.2	Kortsiktig omsetningsvekst .....	73
9.3	EBITDA-margin .....	74
9.4	Beta .....	74
9.5	Normalisert risikofri rente .....	75
<b>10</b>	<b>Konklusjon</b> .....	<b>76</b>
	<b>Litteraturliste</b> .....	<b>78</b>
	<b>Vedlegg 1: Rapportert resultat og balanse</b> .....	<b>82</b>
	<b>Vedlegg 2: Historiske avkastninger fra 2016</b> .....	<b>83</b>
	<b>Vedlegg 3: Kredittvurdering av Marine Harvest</b> .....	<b>84</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Formål og problemstilling

Formålet med denne bacheloroppgaven er å fastsette et verdiesimat på Marine Harvest ASAs aksje, sammenligne denne med børskursen og gi en kjøps- eller salg anbefaling. Oppgaven baserer seg i sin helhet på offentlig tilgjengelig informasjon. Jeg har altså ikke hatt tilgang til intern informasjon fra Marine Harvest ASA. Regnskapstallene baserer seg i helhet på årsrapportene og kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2016. Kvartalsrapporten for fjerde kvartal ble offentlig tilgjengelig 15.02.17. Input til avkastningskravet ble hentet 23.02.17. All vesentlig informasjon brukt i oppgaven var dermed offentlig tilgjengelig for markedet 23.02.17. Jeg har derfor valgt å verdsette selskapet pr 23.02.17 og sammenligne mitt estimat mot børskursen denne dagen. Dette leder til følgende problemstilling:

**Hva er verdien av Marine Harvest ASA pr 23.02.2017?**

## 1.2 Presentasjon av Marine Harvest ASA

Marine Harvest ASA er et verdens største oppdrettsselskap og har sin virksomhet i 24 land. Med sin visjon ”Leading the blue revolution” viser konsernet sin ambisjon om å holde sin posisjon som et ledende selskap innen sjømat (Marine Harvest, Mennesker). Selskapet spesialiserte seg i oppdrett av atlantisk laks som utgjør største andel av verdensmarkedet for laksefisk (SFI Handbook, 2016).

Marine Harvest startet opp sin virksomhet i 1965, som Mowi, en liten bedrift i Norge. Siden oppstart har selskapet vært i kontinuerlig vekst i løpet av de siste 50 årene, gjennom en naturlig vekst og rekke av oppkjøp og sammenslåinger med andre selskaper i bransjen. Siden år 2000 har selskapets navn vært Marine Harvest. I 2006 kjøpte Panfish opp Marine Harvest, men byttet navn til Marine Harvest igjen i 2007. Marine Harvest er notert på Oslo børs (OSE) og i 2014 ble selskapet notert på New York Stock Exchange (NYSE) (Marine Harvest, Historie).

Marine Harvest operer i den globale lakseoppdrettsbransjen, heretter for enkelhets skyld omtalt som oppdrettsbransjen. Oppdrett av fisk innebærer at hele fiskens livssyklus foregår i

fangenskap. Dette innebærer kunstig befruktning, klekking, yngelpleie og oppfôring (Hallenstvedt, 2015).

### 1.3 Oppgavens struktur

I kapittel 2 presenteres det teoretiske grunnlaget for verdsettelse av selskapet. Videre i kapittel 3 for metode omtaler jeg fremgangsmåten min i verdsettelses prosess. Den strategiske analysen er omtalte i kapittel 4 og regnskapsanalysen presenteres i kapittel 5. Disse legger grunnlag for prognose av fremtidige kontantstrømmene i kapittel 6. I kapittel 7 begrunner jeg mine valg i utarbeidelse av avkastningskrav. Her finner jeg estimat for selskaps beta og andre faktorene som inngår i den kortsiktige og langsiktige avkastningskravene. I kapittel 8 viser jeg selve verdsettelsen med både total kapitalmodellen og multipler. Videre, sensitivitetsanalysen i kapittel 9 avdekker hvordan eventuelle endringer i nøkkelfaktorene påvirker verdiestimatet jeg kom frem til ved total kapitalmodellen. Avslutningsvis i kapittel 10, oppsummerer jeg verdsettelsen og gir mitt beste estimat for verdien av Marine Harvest.

## 2 Teoretisk grunnlag for verdsettelse

### 2.1 Verdsettelsesmetoder

Verdivurderings metoder kan deles i fem hovedgruppene: inntjeningsbaserte, balansebaserte, markedsbaserte, kostnadsbaserte og opsjonsbaserte tilnærminger (Kaldestad & Møller, 2016). Inntjeningsbasert tilnærming er basert på nåverdi av forventede kontantstrømmer i fremtiden. En av inntjeningsbaserte metoder er fri kontantstrømmetode, som også kalles for DCF-metoden (*discounted cash flow*). Andre mulige verdsettelsesmetoder under denne kategorien er Dividende-modellen, EVA/Residual Value – metoden og Normalresultatmetoden. I balansebasert metode finner man selskapets verdi basert på en enkel beregning - verdi av eierdeler minus verdi av gjeld. Markedsbasert tilnærming også kalt multippelmetode estimerer verdien basert på multipler for sammenlignbare selskaper. I kostnadsbaserte metode finnes verdien av selskapet er basert på historisk kostnad ved kjøp av eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016). Opsjonsmetoden tar hensyn til ekstra verdi av fleksible fremtidige valg i verdivurdering av selskapet (Nordahl, 2016a). Normalt brukes det en inntjeningsbasert tilnærming som en hoved metode i verdsettelse og en av de andre metodene velges som en alternativ metode for å sammenligne verdien. (Nordahl, 2016a).

## 2.2 Fri Kontantstrømmodellen (DCF-modellen)

Verdien av selskapets aksjer er i stor grad basert på de fremtidige utbetalingene som selskapet forventes å generere i fremtiden (Penman, 2013). Således kan ikke prognosen for fremtidige kontantstrømmer ignoreres i verdivurdering. DCF – modellen tar i motsetning til enklere modeller hensyn til fremtidige inn- og utbetalinger. Dette er den største fordelen med modellen. Verdsettelse med DCF-modellen har imidlertid en ulempe relatert til usikkerheter i estimering av fremtidige kontantstrømmer. En fundamental analyse må dermed benyttes for å komme frem til et estimat for fremtidige kontantstrømmer. En annen ulempe er at metoden er krevende sammenlignet med andre verdsettelsesmetoder.

I modellen er selskapets verdi eller *EV (enterprise value)* definert som  $V_0 =$  Markedsverdi av (EK+Gjeld) – Kontanter. Der kontanter er likvider ut over det som er nødvendig for arbeidskapital (Strøm, 2016 s. 93). Verdien av selskapet i DCF-modellen finnes ved finne nåverdien av de frie fremtidige kontantstrømmer –FCF (*free cash flow*) der disse diskonteres med en relevant kapitalkostnad  $-r$ .

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \dots + \frac{FCF_T}{(1 + r_{wacc})^T} + \frac{V_T}{(1 + r_{wacc})^T}$$

$V_T$  er en terminalverdi som kan finnes ve hjelp av *Gordons vekstformel*:

*Verdi = siste kontantstrøm\*(1+ vekstfaktor) / (langsiktig avkastningskrav – vekstfaktor).*

T er antall perioder for prognosen. Det er vanlig å velge én prognose periode mellom 5 – 10 år (Dahl, 2011).

Videre kan det skilles mellom Totalkapitalmetoden og Egenkapitalmetoden. Det som skiller disse kontantstrømmetodene er de frie kontantstrømmer og diskonterings faktor. I Totalkapitalmetoden brukes det kontantstrømmene til total kapital og disse diskonteres med  $r_{wacc}$  (*wacc – weighted average cost of capital*) som er et veid gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og lånekostnaden. Den frie kontantstrøm for hver periode i totalkapitalmodellen er definert som:

$$FCF = EBIT \times (1 - \tau_c) + \text{Avskrivning} - \text{Investeringer} - \Delta \text{Arbeidskapital}$$

I Egenkapitalmetoden brukes det fri kontantstrøm til eierne (FCFE) der netto finansielle utbetalinger og endring i lån er med i utregning av kontantstrøm. Netto nåverdi finnes her ved



å neddiskontere eiernes kontantstrøm med avkastningskravet til egenkapitalen som normalt er litt høyere enn  $wacc$ .

$$FCFE = FCF - (1 - \tau_c) (\text{Rentebetalinger}) + (\text{Opplåning})$$

Begge kontantstrømmodellene vil til slutt gir samme netto nåverdi (Strøm, 2016).

## 2.3 Multipelvurdering

Verdivurdering med multipler er mye brukt i praksis på grunn av metodens enkelhet. Den brukes oftest som et raskt overslag over salgsverdien eller som en alternativ for DCF modellen. Metoden er best egnet i konkurranse utsatte bransjer med mange sammenlignbare selskaper. En fordel med multipler at de relativt enkelt og raskt gir et estimat på selskapets verdi. På den annen side er en svakhet at metoden ikke tar hensyn til forventede fremtidige inntjener og er mer komplisert å bruke for selskaper som ikke er børsnoterte.

Multipler som EV/EBIT, EV/EBITDA, P/S og P/E brukes oftest i praksis (Dahl, 2011). Multiplene finnes på basis av markedsverdi til sammenlignbare selskaper. Verdivurdering med multipler innebærer at de aktuelle multipler multipliseres med tilhørende regnskapstall som for eksempel EBIT, EBITDA eller resultat etter skatt.

## 2.4 Valg av verdsettelses modell

Jeg velger å benytte Totalkapitalmodellen for verdivurdering av Marine Harvest ASA. Denne tar hensyn til forventede fremtidige kontantstrømmer i selskapet, noe som er essensielt for aksjeverdien. Andre metoder ignorerer forventninger til fremtiden, noe som gjør verdiestimatet mindre pålitelig (Penman, 2013).

I tillegg til det vil jeg bruke multipelvurdering som en alternativ metode for å verifisere verdiestimatet fra kontantstrømmodellen. Det finnes gode muligheter for å sammenligne selskaper i oppdrettsnæringen (Giskeødegård, 2014) noe som gjør verdivurdering ved multipler aktuelt. Senior aksjeanalytiker Kolbjørn Giskeødegård, fremhever multiplene P/E og EV/EBIT som de mest tradisjonelle multiplene innen sjømatsektoren. Derfor velger jeg å benytte disse i oppgaven. I tillegg vil jeg benytte EV/kg som brukes” for å *identifisere de forskjellige oppdrettsselskapenes eksponering mot laksemarkedet*” (Giskeødegård, 2014, s. 149). Disse multiplene har alle sine fordeler og ulemper. Kallestad & Møller anbefaler å bruke kombinasjon av flere multipler. Jeg vil derfor bruke snittmultipel som et estimat for aksjeverdien.

Multipel P/E eller Price/Earnings finnes ved å dele markedsverdien av egenkapitalen med resultatet etter skatt. P/E varierer mye mindre enn andre multipler på tvers av bransjer noe som gjør at den er svært populær i praksis. Den største ulempen med den er at en multipel påvirkes av selskapets finansieringsgrad og dermed vil i prinsippet like selskaper med ulik kapitalstruktur få ganske forskjellige P/E (Kaldestad & Møller, 2016). Dermed bør den brukes som sekundær multipel til for eksempel EV/EBITDA eller EV/EBIT-multipler som unngår denne ulempen.

EV/EBIT multipel det vil si, Enterprise Value delt på EBIT (Inntjening før netto finans og skatt) er anbefalt og en nyttig multipel i sjømatsektoren. I likhet med EV/EBITDA-multiplene sammenligner den selskapenes underliggende drift. I tillegg tar den til en viss grad hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger (Kallestad & Møller, 2016). Ulempen med EV/EBIT er at den ignorerer forskjell i risiko. Dermed bør multiplene brukes sammen med andre multipler for å få et mer helhetlig bilde av virksomheten.

EV/kg er en bransjespesifikk multipel som ved å fordele selskapets totale verdi på antall kg som forventes å slaktes i det respektive året gir bilde på ”*hvor mye laks man får for pengene*” (Giskeødegård, 2014, s. 149). Som andre multipler vil en høy EV/kg indikere at aksjen er dyr, mens en lav EV/kg indikerer at aksjen er billig.

## 2.5 Modeller for Strategisk analyse

Strategisk analyse er den kvalitative delen i verddivurdering som gir grunnlaget for prognosen i kontantstrømbasert verdsettelse. Formålet med strategisk analyse er å analysere den strategiske posisjonen en bedrift har i forhold til eksterne forhold, og kartlegge de interne ressursene bedriften har. En slik analyse gir oss informasjon, som vi kan bygge prognosen på. Under forklarer jeg teoretisk grunnlag for de rammeverkene benyttet i strategisk analyse i denne oppgaven. Disse er PESTEL, Porter's Five Forces, SVIMA og SWOT.

### ***PESTEL –verktøyet***

Tabellen nedenunder viser hva PESTEL står for og hvilke påvirkningsfaktorer hvert forhold kan ha. PESTEL-analysen er et verktøy som brukes på makronivå.” *En slik analyse av bedriftens omgivelser dekker inn bedriftens generelle eksterne omgivelser gjennom en rekke*

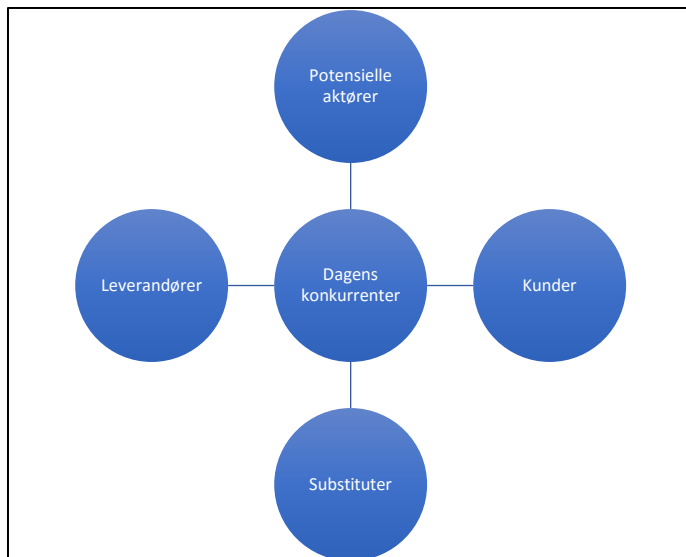
eksterne påvirkningsfaktorer” (Roos et al., 2010 s. 66). Det er viktig å merke seg at alle disse faktorene ikke er relevante for alle selskaper. Man må se etter de påvirkningsfaktorene som finnes i selskapets umiddelbare omgivelser og det er ønskelig å redusere de eksterne faktorene ned til de som er mest relevante for selskapets bransje (Roos et al., 2010).

Politiske forhold	Økonomiske forhold	Miljømessige forhold
<ul style="list-style-type: none"> <li>• skattepolitikk</li> <li>• privatiseringspolitikk</li> <li>• valutapolitikk</li> <li>• stabilitet hos myndigheter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sykluser</li> <li>• trender i BNP</li> <li>• rentenivå</li> <li>• inflasjon</li> <li>• valutafluktueringer</li> <li>• disponibel inntekt</li> <li>• energitilgang og -kostnad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• forurensnings- og utslippskvoter</li> <li>• påvirkning på naturen</li> <li>• gjenvinningsmuligheter</li> <li>• ressursmangel</li> <li>• økte energikostnader</li> <li>• kundenes holdning til miljøvern</li> </ul>
Sosiokulturelle forhold	Teknologiske forhold	Juridiske forhold
<ul style="list-style-type: none"> <li>• demografi</li> <li>• inntektsfordeling</li> <li>• sosial mobilitet</li> <li>• holdning til arbeid</li> <li>• konsum</li> <li>• utdanningsnivå</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• offentlig forskning</li> <li>• fokus på teknologi</li> <li>• nye oppdagelser</li> <li>• teknologioverføring</li> <li>• mislykkede prosjekter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• monopollovgivning</li> <li>• miljøvernlovgivning</li> <li>• handelsreguleringer</li> <li>• arbeidsreguleringer</li> </ul>

Tabell 2-1: PESTEL-analyse (laget etter Roos et al., 2010 s. 67)

### ***Porter's Five Forces - rammeverket***

Porters fem faktors modell (*Porter's Five Forces*) brukes som et rammeverk til å gjennomføre en analyse av bransjestrukturen. Som vist i figur 2-1 nedenunder, grupperer modellen bransjens eksterne faktorer i potensielle aktører, kunder, substitutter, leverandører og dagens konkurrenter. De fem faktorene kan forklare en virksomhets konkurranseevne og dynamikken i industrien virksomheten operer i. Analysen gir grunnlag for å se på hvilke strukturelle faktorer som ligger til grunn for bedriftens situasjon i markedet og hvilken effekt de har på selskapets vekst og lønnsomhet.



Figur 2-1: Krefter som påvirker konkurransen i bransje.

Konkurransen blant dagens konkurrenter kan være både pris og ikke-pris basert. Rivalisering blant eksisterende bedrifter i form av priskonkurransen fører til en betydelig reduksjon av lønnsomhet i bransjen siden det er vanskelig å redusere produksjonskostnader. Lave priser fører til lave marginer som over en lengere periode kan føre til konkurs (Besanko et al., 2013, s. 260).

Imidlertid, rivalisering i bransjen kan foregå på andre områder enn ren priskonkurransen. Ikke-pris konkurransen reduserer profitter ved drive opp faste og marginale kostnader (Besanko et al., 2013, s. 260). Høy konkurransen i en bransje er ofte relatert til utvikling av nye eller forbedring av eksisterende produkter. Dette er naturlig konsekvens av drift i konkurransen utsatte markeder og har mindre negativ effekt på bransjes lønnsomhet enn den prisbaserte konkurransen.

Vurdering av leverandørenes makt tar synspunkt på oppstrøms industrien og om leverandører kan forhandle priser på viktige innsatsfaktorer i bransjen (Besanko et al., 2013, s. 263). Leverandørenes forhandlingsmakt er sterk når bedrifter i stor grad er avhengige av leverandørene for å kunne drive sin virksomhet. Dette er tilfellet i situasjoner når det er få leverandører eller monopol eller ved relasjons-spesifikke investeringer i avtaleforhold. Ved slike betingelser har leverandørene makt til å øke prisen og presse overskuddet ned i bransjen (Roos et al., 2010). Tilsvarende kan de redusere prisen i dårlige tider for kundene deres for å ikke miste sitt marked.

Leverandørene kan også sette pris på innsatsfaktorer basert på tilbud og etterspørsel. I kompetitive markeder, som for eksempel markedet for drivstoff, har leverandører en indirekte

makt, det vil si at de kan øke prisen fordi etterspørselen er høy (Besanko et al., 2013, s. 263). Redusert kvantum eller dårligere kvalitet på leveranse utgjør andre trusler fra leverandørene.

Selv om Porters fem faktors modell ikke direkte inkluderer etterspørsel i analysen, tar den hensyn til en viktig faktor som påvirker etterspørselen – substitutter (Besanko et al., 2013, s. 262). Substitutter er differensierte varer eller tjenester” *som kan dekke samme funksjon og behov som produktet til den aktuelle bransjen*” (Roos et al., 2010, s. 73). Substitutter kan svekke inntjeninger til selskaper ved å redusere etterspørselen til produktet de konkurrer mot. Trussel fra substitutter er stor dersom substituttene er av samme kvalitet, men har en lavere pris.

Vurdering av kundenes forhandlingsmakt tar utgangspunkt i nedstrøms industrien og i hvilken grad kunder kan ha effekt på prisen eller andre faktorer ved produkter i en bransje. Dersom denne makten er høy kan kundene redusere lønnsomheten i bransjen ved å presse prisene ned og stille høye krav til kvaliteten. Dette maktforholdet mellom kunder og en bransje avgjøres blant annet basert på antall og størrelsen til kundene (Besanko et al., 2013). Større nedstrøms firmaer som handler i høyt volum har mere makt å forhandle prisen enn de små. Men denne effekten reduseres dersom det er flere kjøpere i bransjen enn det er leverandører. En annen viktig faktor er konkurranse i markedet. Hvis råvarer er kjøpt i konkurranseutsatte markeder, vil råvareprisene bli bestemt av tilbuds og etterspørsels krefter (Besanko et al., 2013).

Nye potensielle aktører i bransjen er en trussel for eksisterende aktører. Nyetablerte kan redusere lønnsomheten på to måter. For det første økes tilbudet i markedet. For det andre, reduserer de markedets konsentrasjon som øker konkurransen (Besanko et al., 2013, s. 262).” *Etableringstrusselen i en bransje vil i stor grad avhenge av hvilke etableringshindringer som finnes i den aktuelle bransjen*” (Roos et al., 2010, s. 70). Desto høyere barrierer, desto mindre er trusselen fra nye aktører. Litteraturen angir syv sentrale hindringer til nye etableringer (Ross et al., 2010). Jeg kommer til å gjennomgå de jeg anser som mest aktuelle for oppdrettsbransjen. Det vil si stordriftsfordeler, begrenset adgang til lokaliteter, myndighetens reguleringer og kapitalbehov.

Dersom produksjonen i bransjen i hovedsak er basert på stordrift, vil inntrengere i bransjen måtte klare å oppnå en betydelig markedtsandel for å kunne nå et minimum av effektivitet for å kunne overleve. Dette er vanskelig å gjøre og krever stor kapital. Det viktig” *å merke seg at*

*stordriftsfordeler kan være knyttet til alle selskapsaktiviteter ikke bare produksjon relatert virksomhet” (Ross et al., 2010, s. 70).*

### **SVIMA -rammeverket**

For analyse av Marine Harvest ASA interne ressurser vil jeg benytte SVIMA rammeverket. I SVIMA rammeverket vurderes en organisasjons ressurser etter kriteriene; er de sjeldne, viktige, ikke-imiterbare, mobiliserte og approprierbare (Lien & Jakobsen, 2015). Dersom ressursene tilfredsstillende disse kriteriene vil ressursene kunne gi et langsiktig konkurransefortrinn. Dersom ikke alle kategorier er oppfylt vil ressursen kunne gi et midlertidig konkurransefortrinn. Organisatoriske ressurser kan deles i fem grupper: finansielle, fysiske, organisasjons-, relasjons- og menneskelige ressurser (Roos et al., 2016)

### **SWOT- rammeverket**

Jeg vil benytte SWOT –analyse for å identifisere nøkkelfaktorer i strategisk analyse. SWOT-analysen består av fire hovedkomponenter: organisasjonens interne styrker og svakheter, og eksterne muligheter og trusler som finnes i bedriftenes omgivelser (Roos et al., 2010). I SWOT har jeg samlet nøkkelfaktorene som kan påvirke Marine Harvest sine fremtidige kontantstrømmer.

## **2.6 Teorien bak regnskapsanalyse**

Hensikten med regnskapsanalyse er å se på den historiske utviklingen av selskapet og se etter trender som kan gi utgangspunkt for prognosedelen i verdsettelsen.” *Et regnskap gir et bedre bilde av når og hvordan verdien blir skapt” (Kaldestad & Møller, 2016, s. 60).* Denne informasjon sammen med selskapets strategiske mål for fremtiden gir et bedre grunnlag for estimering av fremtidige kontantstrømmer.

Valg av analyseperiode avhenger i stor grad av om virksomheten har vært stabil eller ustabil. (Kaldestad & Møller, 2016). Betydelige restruktureringer, omlegginger, oppkjøp og fusjoner gjør historiske tall lite representative for dagens virksomhet. I 2010 har Marine Harvest gått gjennom reorganisering av forretningsområdet til salg og marked og oppdrett (Marine Harvest, Historie, 2017). Derfor mener jeg det er mest hensiktsmessig å begynne analysen i året etter, det vil si i 2011 og å ha den over seks års periode, til tross for oppkjøpet av Morpol i 2013. En

analyse over kun tre år ville gi en alt for kort analyse periode som ville kunne gi lite informasjon om trender.

EBITDA-margin er et forholdstall som finnes ved å dividere EBITDA med inntektene. Forholdstallet viser selskapets lønnsomhet. Forskjellen fra driftsmarginen er at avskrivninger og nedskrivninger er ikke med i beregningen og dermed er effektiviteten til selskapet bedre representert enn ved driftsmarginen. Således vil jeg ta utgangspunkt i EBITDA-marginen til Marine Harvest i prognosen.

Ved kontantstrømbasert verdsettelse trekkes fremtidige utbetalinger til investeringer fra kontantstrømmen som genereres fra driften. Det er derfor viktig å ha et forhold til denne størrelsen. Jeg ser her på nettoinvesteringer da innbetalinger fra salg av driftsmidler vil tilfalle selskapet. Utfordringen her vil være at bedrifter typisk har et ujevnt nivå på sine investeringer (Kaldestad & Møller, 2016).

Avskrivninger trekkes fra EBITDA for å finne et estimat på den skattemessige effekten avskrivningene har på kontantstrømmen. Her forutsettes regnskapsmessige avskrivninger som et estimat på de skattemessige avskrivningene. Avskrivningene legges så til kontantstrømmen da disse ikke har noen effekt på selskapets kontantstrøm. I teorien vil utbetalinger til investeringer og avskrivninger være identiske. Dette forutsetter dog en inflasjon lik null, noe som er urealistisk. Dette vil dessuten ikke være i harmoni med øvrige forutsetninger i oppgaven. Investeringer vil derfor beløpsmessig ligge noe over årlige avskrivninger. Forskjellen vil også være større for selskaper i vekst (Kaldestad & Møller, 2016).

Hvilken effektiv skattesats et selskap løpende betaler avhenger av selskapets avskrivningsprofiler og netto kapitalkostnader. For verdsettelsen er det kun interessant å se på effektiv skatt på de kontantstrømmene som utgjør grunnlaget for verdsettelsen. Her vil i hovedsak forskjellen mellom skattemessige og regnskapsmessige avskrivninger på driftsmidlene utgjøre differansen mellom effektiv skatt og nominell skattesats. Typisk vil effektiv skattesats ligge noe lavere enn nominell skattesats. Dette vil spesielt gjelde dersom selskapets årlige investeringer er høyere enn avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2016).

## 2.7 Avkastningskrav til totalkapitalen

Som tidligere omtalt har jeg valgt å benytte totalkapitalmodellen for verdivurdering av Marine Harvest. Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) brukes til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene i modellen.

WACC tar hensyn til de ulike finansieringskilder og den ulike risikoen som varierer mellom disse. Ved å vekte for egenkapital og gjeld basert på deres verdi og forventede kostnad estimeres det avkastningskrav til totalkapitalen. WACC defineres som følgende (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153):

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

E = markedsverdi av egenkapital  
 D = markedsverdi av gjeld  
 R<sub>e</sub> = selskapets egenkapitalkostnad  
 R<sub>d</sub> = selskapets gjeldskostnad  
 t = nominell selskapsskatt

I tillegg til det vanlige avkastningskravet vil jeg også å estimere et eget avkastningskrav til terminalverdiledet. Grunnen til det er at rentenivået er på et historisk lavt nivå og derfor er det usannsynlig å forvente at rentene skal holde seg på et slikt nivå i evig fremtid.

Det første steget i beregning av totalkapitalavkastningskravet er å estimere selskaps egenkapitalkostnad eller avkastningskravet til egenkapital. Egenkapitalkostnaden kan finnes ved (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156):

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R<sub>f</sub> = risikofri rente  
 R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub> = markedets risikopremie  
 β = selskapets egenkapitalbeta

Beta er et mål på hvordan selskapet blir påvirket av generell markedsrisiko og systematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Beta til markedsporteføljen er i snitt 1. Et selskaps beta på 1.0 viser at selskapets aksje har like store utslag i aksjekursen som markedsporteføljen har. Er koeffisienten -1.0 betyr det at aksjekursen har motsatt utslag av markedsporteføljen.” *Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs –eller misligholsrisiko*” (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Statsobligasjoner er det nærmeste man kommer til dette, siden staten i praksis kan ikke gå konkurs.



Markedspremie kan defineres som en risikokompensasjon for en investor som investerer i markedsporteføljen (Strøm, 2016).

Videre i beregning av WACC er estimering av kreditrisikopremie nødvendig for å kunne beregne selskapets gjeldskostnad. Formelen for denne er som følger:

$$R_d = (R_f + \text{Selskapets risikopåslag}) + (1 - \text{skattesats})$$

### 3 Metode

I verdsettelse med kontantstrømmodellen må prognosen for fremtidige kontantstrømmer estimeres basert på en grundig informasjons analyse. Metoden for denne analysen kalles fundamental analyse, hvilket jeg vil anvende i oppgaven. Fundamental analyse innebærer stegene; strategisk analyse, regnskapsanalyse, utvikling av prognose, verdsettelse på bakgrunn av prognose og forslag for investerings beslutninger (Penman, 2013).

Når det gjelder multiplbasert verdivurdering identifiserer Kallestad & Møller (2016) tre steg i verdivurdering med multipler.

1. Estimere multipler for selskap
2. Finn sammenlignbare selskaper og estimer multipler for disse
3. Estimer et verdiintervall basert på ulike multipler og sammenlign eventuelt med verdien fra kontantstrømanalysen.

Denne oppskriften vil bli i stor grad benyttet i denne oppgaven. For å få best mulig estimat på verdien er det viktig å velge multipler som er aktuelle for bransjen. I tillegg bør man være oppmerksom ved valg av sammenlignbare selskaper. I valg av referanseselskaper anbefales det å ta hensyn til blant annet bransjetilhørighet, virksomhet innen konsernbedrifter, utviklingsstadium, størrelse, børsnotering og konkurransesituasjon (Dahl, 2011).

P/E multipler til selskapene ble hentet fra Thomson Reuters Eikon den 23.02.2017.

I beregning av EV/EBIT multipler *Enterprise Value* til selskapene er hentet fra *Thompson Reuters Eikon* den 23.02.17, mens EBIT er hentet fra selskapenes Q4 2016 rapporter. For å

beregne Ev/kg multipl har jeg brukt forventet høstingsvolum i kg i 2017 angitt i selskapenes Q4 rapportene for 2016.

### ***Tall i regnskapsanalysen***

Historiske regnskapstall for resultat og balanse til Marine Harvest vises i vedlegg 1. Tallene fra 2011 til 2015 er hentet fra årsrapporter og tallene til 2016 er hentet fra Q4 2016 rapporten. Tallene fra Q4 2016 rapporten er rapportert i Euro. For å omregne disse til NOK har jeg benyttet snittkurs på 9,2899 NOK/EUR for 2016 i resultatregnskapet. For balansen er NOK/EUR kurs pr. 31.12.16 benyttet.

### ***Omgruppering og justering av regnskapstall***

I min oppgave vil jeg gjennomføre en justering av resultatregnskapet og omgruppere balansen. Marine Harvest har en kompleks virksomhet og bruker IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Regnskapene avviker dermed noe fra de norske regnskapsføringsprinsippene og inkluderer en del spesielle poster som kan gi et skjevt bilde av inntjening og vanskeliggjør estimering av fremtidige kontantstrømmer.

Omgruppering går ut på å klassifisere balanseposter til tre hovedkategorier: finansielle eiendeler og gjeld, arbeidskapital og driftsrelaterte eiendeler. Dette gjøres for å kunne finne verdi av egenkapitalen som er lik verdien av underliggende drift pluss verdi av ikke driftsrelaterte eiendeler fratrukket verdi av netto finansielle eiendeler og gjeld (Kaldestad & Møller, 2016, s. 191). Ved å identifisere finansielle poster kan man finne netto finansiell gjeld som trekkes fra selskapets totalverdi. Man sitter så igjen med verdien av selskapets egenkapital. Jeg har i min oppgave valgt å følge prinsippene til Kaldestad & Møller 2016, kapittel 9 ved omgruppering av balansen. Prinsippet for å finne egenkapitalverdi er vist i figuren nedenunder.



Figur 3-1: Verdi av egenkapital (Kaldestad & Møller, 2016, s. 191).

Justering av resultatposter gjøres for å justere ut unormale driftsposter, finansielle poster, engangsposter og lignende for kunne se den normaliserte underliggende inntjeningen (Kaldestad & Møller, 2016). På den måten glattes tallene ut og det er lettere å se tendenser og estimere fremtidige kontantstrømmene til bruk i verdsettelsen.

### ***Stegene i beregning av avkastningskrav***

Beta til selskapet kan finnes ved bruk av regresjonsligningen eller ved å dele kovarians mellom aksje og markedsportefølje på variansen på markedsportefølje. I beregning av egenkapital beta vil jeg benytte det siste nevnte og vil gjennomføre beregninger i *Excel*.

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \left( \frac{\text{Kovarians selskap og marked}}{\text{Varians marked}} \right) = \left( \frac{\text{Std.avvik selskap} \times \text{korr.koeffisient}}{\text{Std.avvik marked}} \right)$$

Videre må markeds indeks velges. Marines Harvest er, som omtalt tidligere, børsnotert på både Oslo børs med indeks OSEBX og New York Stock Exchange med indeks NYSE. Valg mellom disse var preget av valg av periode. Det beste er, ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 162), å bruke lengere tidsserie for å få se samvariasjon med markedet i både opp- og nedgangskonjunkturer og samtidig redusere støy relatert til daglige hendelser i selskapet. Av samme grunner anbefales også å bruke ukentlig hyppighet for aksjer som handles ofte. På bakgrunn av det har jeg valgt å hente ukentlige aksjeobservasjoner fra en 10-års periode. Da Marine Harvest først ble notert på NYSE i 2014, velger jeg OSEBX indeks som enn referanse til markedsporteføljen. I tillegg til det, mener jeg at oppdrettsbransjen er bedre representert på Oslo børs enn på NYSE, med relativt mange børsnoterte oppdrettsselskaper og egen sjømat indeks OSLSFX (*Oslo Seafood Index*). Ukentlige observasjoner ble hentet fra databasen *Thompson Reuters Eikon* den 23.02.2017 (Vedlegg 2).

For komme frem til den risikofrie renten og den normaliserte renten bruker jeg resultater til PwCs markedsundersøkelse fra 2016 samt analyser av markedstendenser i skrivene stund basert på utaleleser av Norges Bank. Resultatene blir grundig forklart i kapitlet som omhandler risikofri rente.

Markedets risikopremie kan fastsettes på tre ulike metoder; historisk markedspremie, spørreundersøkelser og implisitt markedspremie (Kaldestad & Møller, 2016). I oppgaven vil

jeg fokusere på de to første metodene. Implisitt markedspremie modellen krever forutsetninger om forventede vekstrate i utbytte som er krevende å gi estimat på. Modellen også gir volatile resultater og er svært sensitiv til input (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). For finne kredittrisikopremie/selskapets risikopåslag vil jeg bruke kredittratingstabell basert på rentedekningsgrad av Damodaran, 2017.

For estimering av kapitalstruktur skal det brukes markedsverdi på egenkapital og gjeld (Kaldestad & Møller, 2016). For å finne disse vektene av totalkapitalen har jeg hentet data fra databasen *Thompson Reuters Eikon*.

## 4 Strategisk analyse

### 4.1 PESTEL - analyse

#### 4.1.1 Politiske forhold

Historisk sett har oppdrettsnæringen i Norge vært preget av politiske avgjørelser. I 1973 ble det innført konsesjonsplikt for etablering av nye oppdrettsanlegg. Reglene medførte krav om lokalt eierskap og næringen ble en distriktsnæring. Fra 80-tallet og frem til i dag har antall konsesjoner økt kraftig. Oppdrettsloven ble også endret. Færre eierbegrensninger og krav om lokalt eierskap er ikke lenger den absolutte normen. Dette har ført til at næringen har fått økt tilgang på investeringskapital. Veksten har som følge av dette vært veldig sterk. Fra 1992 til 2009 har produksjonsvolumet for laks i Norge økt fra 131 tusen tonn til 962 tusen tonn. (Hovland, udatert).

I 2007 hadde Chile et utbrudd av smittsom laks anemi (ISA). Konsekvensene av dette var at oppdrettsnæringen i Chile kollapset. Utbruddet skyldtes en ukontrollert vekst tillat av Chilenske myndigheter som hadde for få restriksjoner. Dette har ført til at bransjen har fått seg en vekker og offentlig tilsyn er nå strammet inn (Alvial et al., 2012).

Videre vil restriksjoner i internasjonal handel være en vesentlig risiko for oppdrettsselskaper. Historisk sett forekommer dette med jevne mellomrom. Eksempler på dette er Kinas importforbud i grunnet utdeling av Nobels fredspris til Liu Xiaobo og Russlands forbud mot norsk laks som følge av konflikten med EU i forbindelse med konflikten i Ukraina (Lysvold et al., 2014).

Politiske forhold kan dermed påvirke verdien til selskapet både negativt og positivt. Eksempelvis kan strenge nasjonale reguleringer og importforbud redusere inntjeningene betydelig og dermed ha negativ virkning på selskapets verdi. Samtidig er en del reguleringer nødvendige for å unngå store tap ved sykdomsutbrudd. Lite sykdommer er bra for inntjeninger i næringen som vil gi en positiv effekt på selskapets verdi.

#### **4.1.2 Økonomiske forhold**

##### **Valuta**

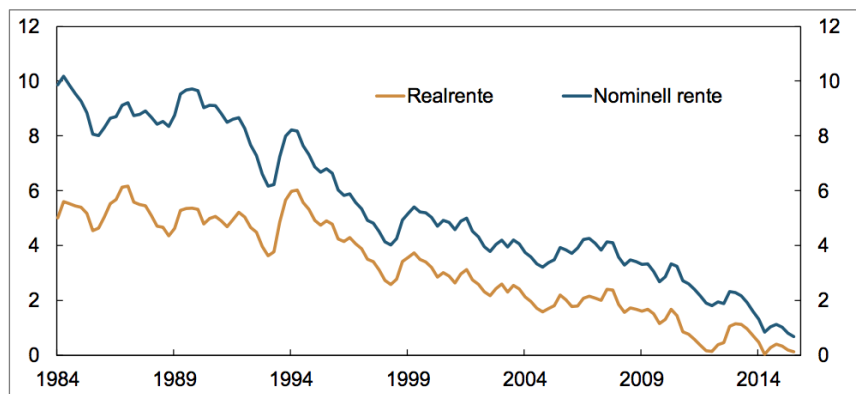
Europa og Nord-Amerika er de desidert største markedene for oppdrettslaks. Imidlertid går stadig en større andel av salget til fremvoksende markeder som for eksempel Kina og India. Laksen selges i hovedsak enten i EURO eller USD. Mange fremvoksende markeder bruker videre USD som valuta, dog er EU det største markedet for Marine Harvest (SFI Handbook, 2016). Eksporten medfører en risiko ved svingninger i valutakurser. De største aktørene i bransjen, blant annet Marine Harvest, bruker derfor valutasikringsinstrumenter (*hedging*) for sikre sinne inntjeninger. En svak NOK over tid vil bidra til bedre marginer for norske eksportører. Tabell 4-1 nedenunder illustrerer valuta fordeling i den globale handel av oppdrettslaks i perioden 2011-2015.

<b>Exposure against local currency – Developments 2011-2015</b>					
<b>Norway</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
EUR	59 %	58 %	59 %	61 %	64 %
RUB	12 %	13 %	11 %	5 %	0 %
GBP	4 %	4 %	5 %	6 %	7 %
SEK	4 %	4 %	4 %	5 %	5 %
JPY	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
USD	3 %	2 %	2 %	3 %	4 %
CNH / HKD	2 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Others	12 %	12 %	13 %	14 %	14 %

Tabell 4-1: Den globale handel flyt av oppdrettslaks i Norge (SFI, 2016, s. 53).

##### **Renter og Inflasjon**

I de siste 10 årene har Norges bank anslått en normal realrente på mellom 2 % - 3 %. Dette rentenivået, har falt og det gjenspeiles i et lavt globalt rentenivå (Olsen, 2016). I følge Sentralbanksjefen ligger langsiktige realrenter som var rundt 3% i 2001 nå på rundt null. Dette illustreres i figur 4-1 nedenunder.



Figur 4-1: Langsiktige renter. 14 OECD-land\*. Prosent. (Øystein Olsen, CME, 2016)

\* USA, Tyskland, Frankrike, Italia, Storbritannia, Japan, Belgia, Sverige, Danmark, Canada, Sveits, Norge. Kilde: OECD.

Om realrenten kommer tilbake til gammelt nivå er usikkert og det er større usikkerheten på størrelser som påvirker renter enn normalt for tiden. Imidlertid er renter så lave at det er rimelig å forvente at de i fremtiden kommer til å øke.

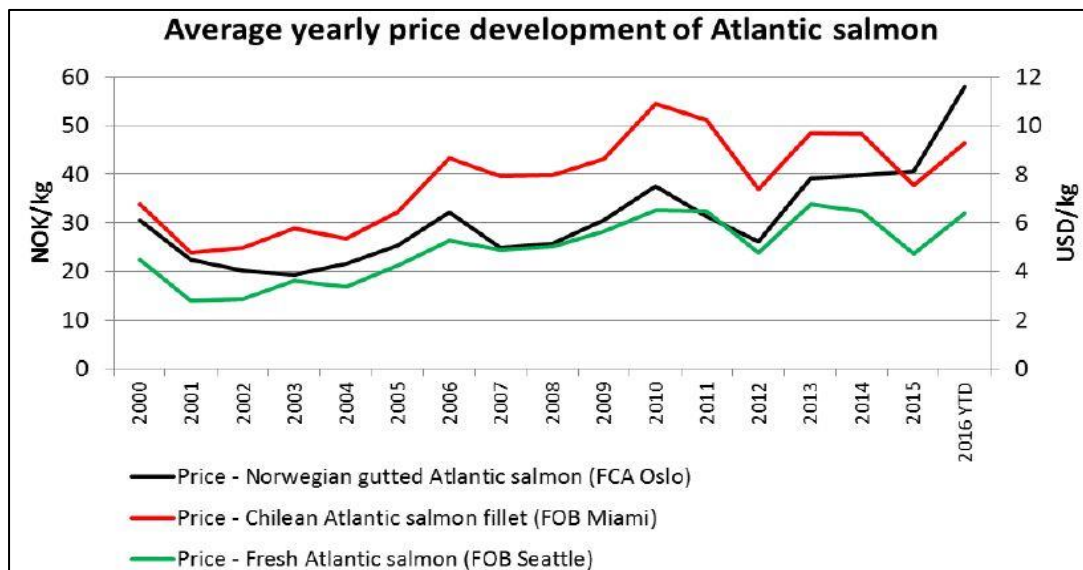
Videre har Norges Bank satt inflasjonsmålet til 2,5 %, og inflasjonsforventningene, har holdt seg stabilt, nær 2,5 % siden 2001. Til tross for det har konsum pris indeks KPI i gjennomsnitt økt med om lag 2 % årlig siden 2001 (Norges Bank Memo nr. 1, 2017). Avviket kan forklares med forstyrrelser som rammet norsk økonomi og har trukket inflasjonen ned. Lavere renter vil isolert sett gir et lavere avkastningskrav som vil føre til et høyere verdiestimat.

### Sykluser

Laksepriser er volatile og varierer sterkt med tilbud og etterspørsel. Endringer i den generelle økonomiske situasjonen kan påvirke etterspørselen etter laks. Det viser historisk og sesongbasert data. Et eksempel på det kan være laksepriser lavere enn produksjonskost som var tilfellet i perioden 2001-2004 og skyldtes svake konjunkturer i Europa og høy produksjonsvekst i oppdrettsbransjen (Giskeødegård, 2014).

På den annen side vil en høy laksepris kunne begrense nye kunders tilgang til laks fordi prisen rett og slett blir for høy. Ved en høy laksepris vil produksjonsvolumet normalt stige noe som på kort sikt vil føre til fall i prisene. Fallet i prisene vil kunne gi nye kunder, primært i Asia og India, tilgang til laks. Etterspørselen vil så øke og prisene stiger igjen. Historisk har denne utviklingen gjort at laks når stadig nye markeder i for eksempel Asia. Ifølge Giskeødegård,

2014 vil denne utviklingen over tid gjøre at etterspørselen etter laks øker. Ut fra figur 4-2 kan vi se at prisen, til tross for svingninger har en økende tendens.



Figur 4-2: Årlige gjennomsnittspriser på Atlantisk laks (SFI, 2016, s. 24).

### 4.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold som demografi, inntektsfordeling og konsum er spesielt aktuelle faktorer for en matprodusent som Marine Harvest. Verdens befolkning nådde 7,3 milliarder mennesker i 2015. Befolkningsveksten i dag er 1,18 % pr år, noe som tilsvarer ytterligere 83 millioner mennesker årlig. Det forventes at befolkning kommer til å fortsette å øke. Med denne veksten, tilsier prognosen at befolkningstallet vil øke til 8,5 milliarder frem mot 2030 og en ytterligere vekst til 9,7 milliarder frem mot 2050 (United Nations, 2015). Som følge av dette, vil etterspørselen etter ernæringsrik mat, inkludert fiskeproteiner, også øke. (SFI Handbook, 2016). Det er ventet stadig større problemer med å dekke verdensbefolkningens matbehov og det er forventet at sjømat i større grad vil bidra til å dekke dette behovet. Økningen i tilbud fra sjømat er i hovedsak ventet å komme fra oppdrett da fiskeriene i stor grad har tatt ut sitt maksimale biologiske potensial (Giskeødegård, 2014).

Laks har historisk sett vært klassifisert som luksusmat, med relativt høyere priser i mange land unntatt Norge. Som følge av dette har ikke alle konsumgrupper råd til å bruke laks som hverdagsmat. Middelklassen forventes å ha størst betydning for vekst i lakseforbruket. Med en stadig større andel av befolkningen tilhørende middelklassen, forventes det at etterspørselen etter laks vil øke betraktelig. Prognoser viser at den største veksten av middelklassen vil ta plass

i Asia. Som tabell 4-2 viser, er det estimert at middelklassen i Asia vil utgjøre 66% av den globale middelklassen i år 2030 (Kharas, 2010). Dette kan bety at oppdrettsbransjens hovedmarked i fremtiden blir Asia.

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

Tabell 4-2: Tall (millioner) og andel % av den globale middelklasse (Kharas, 2010, s. 28)

Veksten i befolkning og spesielt i middelklasse betyr mange muligheter for oppdrettselskaper i fremtiden. Dette bidrar til at vekstprognosene er positive, noe som igjen er positivt for oppdrettselskapers fremtidige inntjening.

#### 4.1.4 Teknologiske forhold

Teknologisk utvikling og forskning (FoU) er den motoren som driver bransjens vekst i høy hastighet. Spesielt i Norge har den teknologiske utvikling bidratt mye til verdiutvikling innen oppdrettsnæring. Både de private aktørene i næringen og den norske staten har vært en stor pådriver innen FoU (Giskeødegård, 2014). Et eksempel på det kan være en internasjonalt anerkjent forskningsklynge Bergen Marine, som står for 60% av all den marine forskning i Norge (Giskeødegård, 2014). Oppdrettsbedrifter investerer også betydelige beløp i FoU. For eksempel, har Marine Harvest økt sine ressurser i FoU til MNOK 235,2 i 2015, som er 80% mer enn i 2014. I tillegg til det betaler konsernet en årlig avgift på 0,3% av sin eksportverdi til den norske Fiskeri- og Havbruksnæringens forskningsfond (Marine Harvest Annual Report, 2015).

Det meste av forskning og teknologi utvikling er rettet mot å løse tre hovedproblemer i næringen. Det første er de biologiske- og sanitetsproblemene som lakselus og laksesykdommer. Det andre er lakserømminger og det tredje er å finne nye alternative områder for oppdrett av laks.

Lakselus er en stor utfordring for lakseoppdrettere. Disse er årsaken til store kostnader som reduserte lønnsomheten i næring med flere milliarder i 2016 (Thonhaugen, 2016). Økt antall



lus vil som regel bety økt bruk av legemidler som er skadelig for miljøet rundt anleggene. Forskningen på dette området er i stor grad rettet mot å finne en alternativ måte å behandle lakselus. En løsning til dette kan være mekanisk fjerning av lus. Et annet alternativ er å holde fisk i en lukkede anlegg til den veier én kilo. Dette reduserer ifølge seniorforsker Bendik Fyhn Terjesen sykdomsproblematikken betydelig (Sved og Lynum, 2015). Delvis lukkede merder på de moderne sjøfarmene vil også kunne være en bra løsning på rømmingsproblemet (Thonhaugen, 2016).

Det viktigste satsningsområde i FoU er å sikre en ytterligere vekst i oppdrettsnæring. Med tanke på at havbruk i fjordene er en begrenset naturressurs og at veksten i volum er i ferd med å stagnere jobbes det med å finne alternative områder for fiskeoppdrett som kan sikre en bærekraftig vekst. FoU innen det feltet er hovedsakelig rettet mot to alternativer: det ene er landbaserte anlegg og det andre er offshore baserte anlegg (Sved og Lynum, 2015).

Landbasert metode innebærer at oppdrett av fisk vil foregå i spesialtilpasset oppdrettsanlegg på land. I følge en investerings- og kostnadsanalyse gjennomført av konsulentfirmaet Deloitte, vil lakseoppdrett på land kunne være like billig som tradisjonelt oppdrett i fjordene (Sved og Lynum, 2015). Teknologien har kommet så langt at det første landbaserte anlegget ”RAS2020” allerede er ferdigstilt i Sveits og de første testene er i gang. Dette resirkuleringsanlegget er designet for å oppdrette laks eller øret til en full størrelse 4,5-5 kg. I følge av produsentene har ”RAS2020” lave driftskostnader og redusert miljøpåvirkning (Nodland, 2017).

Offshore oppdrett innebærer bruk av teknologien som tillater lakseoppdrett langt til havs. Offshore-kunnskapen fra oljebransjen brukes til å finne løsninger for konseptet (Rønningen, 2014). Fiskedirektoratet delte ut utviklingstillatelser til flere prosjekter innen akvakultur. Prosjektene forventes å bidra til teknologiutvikling som kan løse utfordringene i oppdrettsnæringen. De fleste er nettopp rettet mot offshore oppdrett (Thonhaugen, 2016).

Forskning og teknologi utvikling forventes å bidra positivt til økt effektivitet, fiskehelse, miljøvern, reduserte rømminger og aller viktigst til en bærekraftig økning i oppdrettsnæring i fremtiden. Dette kan bidra til økte inntjener i bransjen og følgelig forventes å ha positiv konsekvens for oppdrettsselskapenes verdi.

#### ***4.1.5 Miljømessige forhold***

Oppdrett av laks medfører en lang liste av krav som må følges for å beskytte miljøet. Lakserømminger, lakselus og påvirkningen på fjordene rundt oppdrettsanlegget er alle forhold som et oppdrettsselskap må forholde seg til. Lakserømminger er ikke bare store tap for lakseprodusentene, men har også en negativ påvirkning på det biologiske miljøet rundt merdene. Oppdrettslaksen blander seg med villaksen i elvene og på den måten har rømminger en negativ genetisk påvirkning som kan ødelegge laksestammene (Dalland & Lura, 2016). Derfor har myndighetene gitt store bøter for lakserømminger til oppdrettsbedrifter. For eksempel har Marine Harvest måtte betale en bot på 530 tusen kroner etter at en rømming i 2015 (Norges Miljøvernforbund, 2016). I tillegg har rømminger en negativ påvirkning til oppdrettsselskapenes renommé ettersom lakserømminger er mye omtalt i media.

Videre vil svingninger i vanntemperatur og vær ha påvirkning på produksjonen. En nøkkelbetingelse for laksen er en temperatur mellom null og 18-20 grader. Den optimale temperatur for laks dog er mellom 8 og 14 varmegrader (SFI Handbook, 2016). Det kan tenkes at en økning i vanntemperatur med noe grader på grunn av den globale oppvarming kan ha stor negativ påvirkning til oppdrettsnæringen i enkelte områder.

Konsumentenes holdninger til miljøvern begynner også å være mer relevante for dagens produsenter ettersom flere konsumentene, spesielt i det vestlige Europa, er opptatte av miljøvern. Miljøbevisste kunder kan unnlate å kjøpe varer av produsentene som her sterk negativ påvirkning på naturen. Dette kan resultere i reduserte inntjeninger for selskapene.

Marine Harvest skisserer en rekke målsetninger relatert til miljøvern i sin strategi for å møte samfunnets økte miljøbevissthet. For eksempel er de veldig opptatte av å være åpne om sine utslipp av klimagasser. I årsrapporten for 2015 opplyses det blant annet at de har redusert klimagassutslipp med 19 % sammenlignet med 2014. Salmon Farming Industry Handbook (SFI) oppgir at oppdrettsnæring har den mest klimavennlige produksjon av alle proteinkilder.

Konsekvensene av økt miljøbevissthet er bra for samfunnet, men for lakseoppdrettere innebærer det ofte økte kostnader og en redusert EBITDA-margin. På den annen side kan en økning av vann temperatur true hele næringen og dermed har oppdrettsnæringen en sterk motivasjon til å bidra til miljøvern for å unngå store tap i fremtiden.

### **4.1.6 Legale forhold**

Legale forhold som lover og regler spiller en stor rolle i oppdrettsnæringen. I Norge er næringen strengt regulert av Nærings- og fiskeridepartementet, og en egen lov ble kunngjort 17.06.2005 (akvakulturloven). Loven har som formål å ”*fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten*” (Akvakulturloven (2005), §1).

Departementet setter begrensninger til produksjonsområder, antall lisenser, miljønorm og miljøvåkning i akvakultur. Departementet regulerer også bestemmelser for tilsyn, faglig kompetanse, systematiske kontrolltiltak, opplysnings- og undersøkelsesplikt osv. (Akvakulturloven, kap. VI, 2005). Det kan brukes sanksjoner – bøter til selskap som overtrer loven. For eksempel ved overtredelse av krav og innhold i akvakulturtillatelse, skader for miljø, rømming av laks osv.

Lov og regler for akvakultur varierer fra land til land. Chile er for eksempel kjent for å ha mindre strenge reguleringer innen akvakultur enn Norge.

Videre har de internasjonale handlingsreguleringer stor effekt på Norsk oppdrettsnæring som eksporterer 95% av sin produksjon til utlandet. Markedets ”*prisnivåer og produksjonsvolum er nøye overvåket og til tider betydelig begrenset*” (Giskeødegård, 2014, s 152). For eksempel, anti-dumping tiltak for norsk laks innført av EU- kommisjonen i 1996 førte til en betydelig reduksjon i eksporten av oppdrettslaks i EU landene. Sanksjoner, bøter og eksport begrensninger kan ikke forutses og medfører derfor en vis risiko for investorer og tap for eiere i denne sektoren (Giskeødegård, 2014). Dette også har en negativ effekt for verdien av oppdrettsselskapene da inntjeninger reduseres ved økte kostnader og avskrekkede investorer.

## **4.2 Porters bransje analyse**

### **4.2.1 Oppdrettsbransjen**

#### ***Laksens livssyklus***

Jeg vil begrense analysen av oppdrettsbransjen til lakseoppdrett siden oppdrett av laks er hovedvirksomhet til Marine Harvest. Laksens livssyklus bestemmer i stor grad oppsett av anlegg, innsatsfaktorer og aktiviteter i oppdrettsbransjen. Laks tilhører anadrome arter noe som

innebærer at fiskens gyting, klekking og vekst frem til smoltifisering foregår i ferskvann (Hallenstvedt, 2015). Smoltifisering er en prosess der yngelen tilpasses til et liv i sjøen. To måneder før levering vaksineres og sorteres fisken. Smolten på 60 -100 gram fraktes til sjøanlegg med brønnbåt. Under transporten tilpasses smolten sjølivet ved å øke saltinnholdet i vannet gradvis. I sjøanlegget lever laksen til den når den optimale vekten på 4,5-5 kg. Deretter flyttes laksen til slakteri med brønnbåt. Produksjonssyklusen av laks er ca. 3 år (Marine Harvest, Produkt).

Atlantisk laks er den mest populære arten i oppdrett av salmonider. I 2015 utgjorde Atlantisk laks 2 millioner tonn av det totale tilbudet av salmonider på om lag 2,2 tonn av sløyd fisk (SFI Handbook, 2016). Høstingsvolum i en periode måles i standardiserte begrep som for eksempel *Gutted Weight Equivalent* (GWE), *Head-on-Gutted* (HOG) eller *Whole Fish Equivalent* (WFE). GWE måler vekten av sløyd fisk uten hode i kg og er det mest brukte målet (SFI Handbook, 2016). Det meste av laksen selges sløyd og pakket fersk på is i bokser (GWE).

### ***Geografiske omfang***

Geografiske omfang i oppdrettsmarkedet illustreres i figur 4-3 nedenunder. Lakseoppdrett er hovedsakelig lokalisert langs kystlinjer i Norge, Chile, Canada, Skottland, Færøyene, Island, Irland, Australia og New Zealand / Tasmania. I disse kystlinjer er vanntemperaturen mellom av 8-14 °C, som er en optimal temperatur for laks (SFI Handbook, 2016).

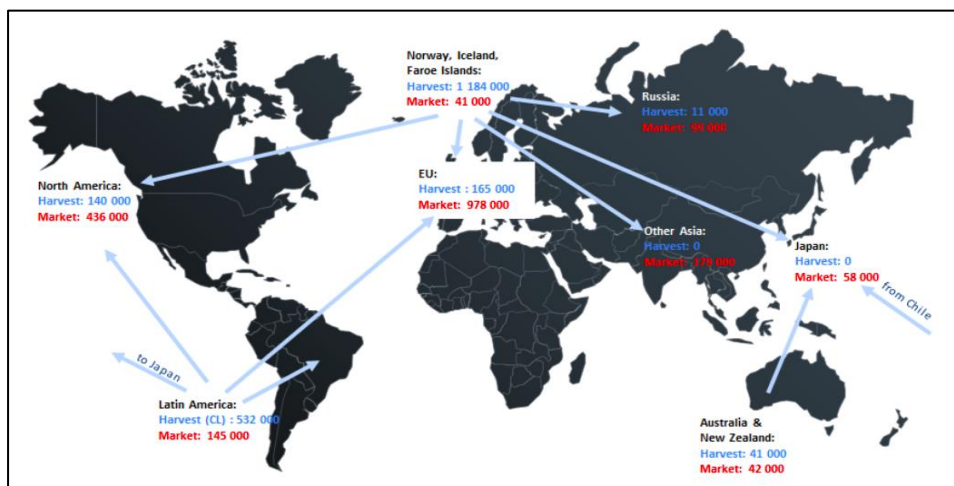
### ***Global markedet***

Laksemarked kan defineres som et globalt marked siden oppdrettsbedrifter har sine produksjonssteder fordelt i mange land og produktet selges til flere markeder i hele verden. Historisk sett har markedet for laks fordelt seg basert på produksjonens opprinnelse. Hver produserende region har fokusert på nærliggende markeder, siden laks primært selges som et ferskt produkt. Tid og kostnader til transport har også påvirket denne trenden.

Hovedmarkedet for norsk laks er EU og Asia. Markedet for laks fra Chile er USA, Sør-Amerika og Asia. Det meste av laks produsert i Canada eksporteres til vestkysten av USA. Laks produsert i Skottland forbrukes hovedsakelig innenriks i Storbritannia og eksporten er dermed begrenset (SFI Handbook, 2016).

Handel av laks kan også variere i perioder mellom markeder drevet av prisforskjeller. Slike arbitrasjemuligheter kan oppstå som følge av kortsiktig mangel og overskytende tilbud i de ulike produksjonsland. Figuren 4-3 nedenunder viser at det Asiatiske markedet deles av flere produserende regioner som følge av ganske like transportkostnader.

Oppdrettsbransjen er i vekst og det forventes en ytterligere 3 % årligvekst frem mot 2020. Oppdrettsnæring bidrar sterkt til et økt tilbud av fisk per capita (SFI Handbook, 2016). I 2014 har bransjen opplevd en overaskende høy vekst i volum. Det ble i 2014 produsert litt i overkant av 2,2 millioner tonn laks totalt på verdensbasis. Laks fra de norske oppdrettere utgjøre 54 % av denne produksjonen (Berge, 2015).

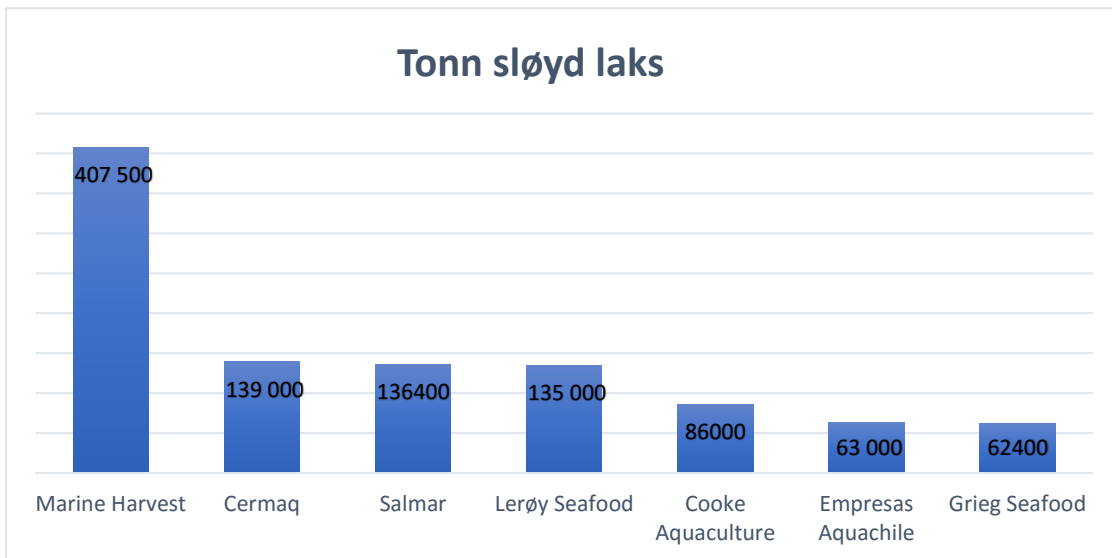


Figur 4-3: Global handelsflyt i tusen tonn GWE av oppdrettslaks (SFI Handbook, 2016, s. 20).

### **Konsolidering av bransjen**

Etter en rekke fusjoner og oppkjøp de siste ti årene er oppdrettsnæring konsolidert i alle regioner. I Norge finnes det totalt 151 bedrifter som eier konsesjoner for laks og øret, men en del av de er eide av andre morselskaper slik at det finnes 98 oppdrettsselskaper som produserer 100% av all laks i Norge (SFI Handbook, 2016 s. 28). Av disse står 22 bedrifter for 80% av totalproduksjonen. I Chile, Skottland og Canada er konsentrasjonen av bransjen enda større. Konsolidering av bransjen forventes å fortsette. (SFI Handbook, 2016).

De største aktørene i bransjen globalt, målt i tonn av sløyd laks (GWE), etter Marine Harvest er Cermaq, SalMar, Lerøy Seafood, Cooke Aquaculture, Empresas Aquachile og Grieg Seafood. Figuren 4-4 gir oversikt over produksjonsvolumet til de syv største produsentene av atlantisk laks.



Figur 4-4: Produksjonsvolum til de største produsentene av atlantisk laks målt i tusen tonn av GWE (Tall fra SFI Handbook, 2016).

### **Prisdannelse**

Lakseprisen vil direkte påvirke oppdrettselskapers marginer. Årlige gjennomsnittspriser på laks har variert mellom 2,42 EURO/kg til 4,97 EURO/kg i perioden 2003 til 2013 (SFI Handbook, 2016, s. 23). Denne variasjon i pris skyldes hovedsakelig variasjon i vekstraten i den globale tilbudssiden av atlantisk laks. For eksempel kan prisøkning i 2010 være relatert til ISA utbruddet i Chile i 2009, som reduserte tilbudssiden med 4 %. Et fall på tilbudssiden førte til en betydelig økning i lakseprisen med 35 %. Årlig vekst i markedet, det vil si antall tonn laks, har variert fra -4% til 22% i perioden 2000 til 2015 (SFI Handbook, 2016).

På grunn av den lange produksjonssyklusen og den korte holdbarheten på fersk laks (ca. 3 uker), vil spottprisen fungere som en funksjon av pris / mengde preferanse for kunden. Kombinasjonen av lang produksjonstid og kort holdbarhet gjør at tilbudssiden på kort sikt er uelastisk. Etterspørselssiden varierer også noe, typisk sesongmessige variasjoner. Dette har stor påvirkning på pris volatiliteten i markedet. (SFI Handbook, 2016).

I skrivende stund (uke 4 2017) er lakseprisen rundt NOK 70,35 pr kilo. Prisen i samme periode i uke 2016 var NOK 42,9 pr kg. Prisen var dermed 63 % høyere i 2017. Isolert sett bør dette bety at Marine Harvest forventes ha betydelig høyere marginer.

### **4.2.2 Dagens Konkurrenter**

Marine Harvest er en markedsleder innen oppdrettsbransjen med et totalt høstingsvolum av atlantisk laks på 420 150 tonn sløyd fisk i 2015. Produksjonen utgjør 21% av det totale høstingsvolumet i Norge, UK, Nord-Amerika og Chile i 2015. Marine Harvest har over tid posisjonert seg i de viktigste geografiske områdene for lakseoppdrett som Norge, Chile, Nord-Amerika og Skottland. De direkte konkurrenter til Marine Harvest er andre store oppdrettsselskaper som Cermaq, SalMar, Lerøy Seafood, Cooke Aquaculture, Empresas Aquachile og Grieg Seafood. Cermaq som er den nest største aktøren i bransjen, høstet til sammenligning 139 000 tonn, noe som utgjør 33% av Marine Harvest sitt volum i samme periode. Utenom de bedriftene finnes det mange andre mindre aktører i bransjen. Bare i Norge er det 18 oppdrettsselskaper som er notert på Oslo børs.

Priskonkurransen mellom oppdrettsselskapene er imidlertid noe mindre utbredt i bransjen. Laks regnes som en råvare og har omlag samme egenskaper uavhengig av produksjonssteder. Merkenavnet har dermed lite betydning for kunder når det gjelder selve produktet. Laksen kan dermed klassifiseres som et homogent produkt. Markedets spot-pris på laks bestemmes av balanse mellom tilbud og etterspørsel (Guttormsen, 2013).

Prisen på *futures*-kontrakter er basert på fremtidige forventninger til prisen, med utgangspunkt i spot-prisen. Dette innebærer at hver enkelt bedrift har liten eller ingen påvirkning på lakseprisen i markedet. Bedriftene omfatter prisnivået som gitt, uavhengig av egen produksjonsmengde eller markedsandel. På bakgrunn av det kan det oppsummeres at prisbasert konkurranse i oppdrettsbransjen er omlag nullstilt og dagens konkurrenter dermed ikke utgjør noen stor trussel.

Ikke –prisbasert konkurranse kan observeres også i oppdrettsbransjen. Det finnes stadig flere alternative måter å bruke laks på gjennom utvikling av sjømatindustrien. Oppdrettsbedrifter med høy vertikal integrasjon som Marine Harvest og Lerøy Seafood driver også med videreforedling av laks. Videreforedling av laks omfatter filetering, filet trimming, porsjonering, koteletter, røyking, ferdiglagede måltider eller emballasje med modifisert atmosfære (MAP) (SFI Handbook, 2016). Produktene som har vært sekundært behandlet kalles verdøkende produkter (VAP, *value-added products*) (SFI Handbook, 2016 s. 73). Det vil si at de medfører økte verdier i form av høyere priser. Markedet for sjømatindustrien er veldig fragmentert med mange små og noen store aktører (SFI Handbook, 2016). Konkurransen som

foregår mellom VAP produsenter er lite relevant for resten av oppdretterne. Videre bidrar denne konkurransen til økt etterspørsel etter laks og dermed økte marginer og vekst i bransjen. For Marine Harvest og Lerøy Seafood er denne konkurransen aktuell, men ved å være blant de største laksprodusenter i verden har de en betydelig fordel i forhold til de små aktørene. Både ved å eie internt leveranse av råvaren og å ha stordrifts – og samdriftsfordeler. Dette tyder på at konkurrenter innen videreforedling av laks kan omfattes som lav trussel for bedriftenes lønnsomhet.

En ikke-prisbasert konkurranse mellom oppdrettsselskaper går ut på å utvikle innovasjon som kan tillate oppdrett på alternative måter. Dette ville gi en økt vekst i volum som er i ferd å stagnere. Store investeringer er satset på dette området. Oppdrettsselskapet SalMar har investert flere hundre millioner i utvikling av den ” grønne havmerden”. De mener at i snarlig fremtid vil denne teknologien muliggjøre oppdrett langt til havs. Marine Harvest har søkt på lisenser for utvikling av konseptet ” Egg” for lukket oppdrett som skal kunne redusere rømminger, sykdommer og lus (Marine Harvest Annual Report, 2015). Begge teknologiene kan gi en økt vekst i volum som er positivt for selskapenes verdier. Men det første selskapet som når målet kan oppnå en betydelig ” førstemansfordel”, noe som kan innebære kapring av markedsandeler og dermed økte inntjeninger.

Kort oppsummert, rivalisering blant dagens konkurrenter omfattes som lav når det gjelder laksepris og videreforedling. Når det gjelder innovasjon er konkurransen hard blant de største aktørene i bransjen dette har et negativt men også positiv virkning på Marine Harvest verdi ettersom investeringer reduserer kontantstrømmene, men samtidig øker investorenes interesse i selskapets aksjer.

### ***4.2.3 Leverandørenes forhandlingsposisjon***

De viktigste leverandører i oppdrettsbransjen er leverandører av fôr, rogn og produksjonsteknologi og dermed vil jeg ha fokus på de i det følgende.

#### ***Leverandører av fiskefôr***

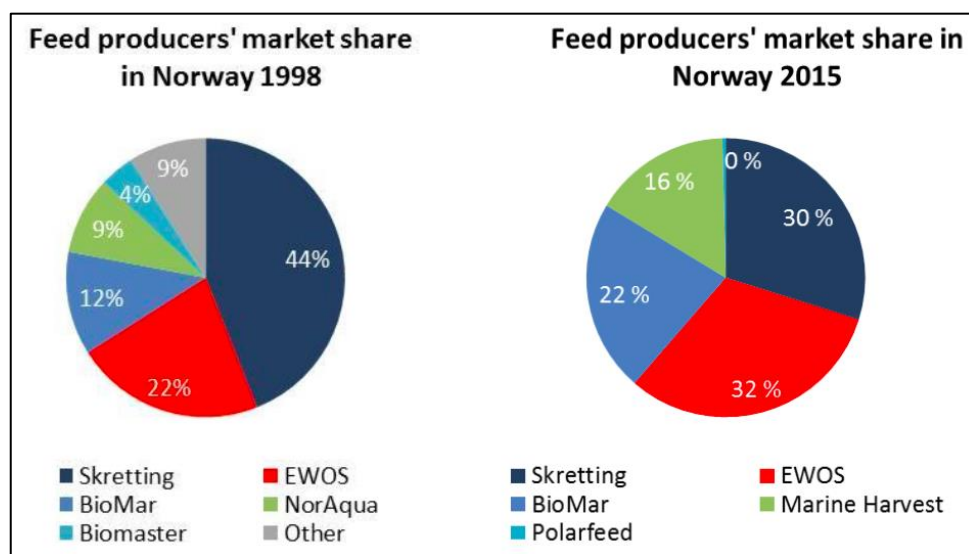
Omlag 50 % av totale produksjonskostnader er fôrkostnader i Norge. Denne størrelsen er noe lavere i resterende produksjonsland (SFI Handbook, 2016). Fôrkostnadene har derfor mye å si oppdrettsselskapers marginer. Fôrkostnadene påvirkes av to faktorer; prisen på selve fôret og hvor mye fôr som går med pr kg produsert fisk. I bransjen har fôrkostnadene generelt vært sterkt økende i perioden fra 2005 til 2015. For 2016 har det dessverre ikke lyktes å innhente



underlagsinformasjon. Denne økningen skyldes både at prisene på fôr har økt og at det har vært en økning i selve bruken av fôret (Iversen et al., 2015). I følge en analyse utført av Nofima i 2015 brukes det nå i større grad spesialfôr som øker laksens motstandsdyktighet mot lakselus og øker vekstraten. Fôret har på den annen side en pris som er mellom 15 – 20 % høyere enn standardfôr (Iversen et al., 2015).

Videre har fiskefôr industrien blitt stadig mer konsolidert. Siden 2008 har det i hovedsak vært tre produsenter som kontrollerer det meste av produksjonen av laksefôr globalt (SFI Handbook, 2016). Figur 4-5 nedenunder viser markedsandelene til fôrprodusenter i Norge.

Samtidig er det mange flere oppdrettsselskaper som kjøper deres fôr. Denne ulikheten i markedskonsentrasjon bidrar til en økt makt hos fôrprodusentene som kan øke priser på fôret og dermed redusere inntjeningene i oppdrettsnæringen. Det finnes ikke noen substitutter til laksefôr pr dags dato. Dette øker leverandørenes forhandlingsmakt ytterligere. Økt markedsrett hos fôrprodusentene kan resultere i høye fôrpriser. Fôrprodusentene er derfor en trussel for lønnsomheten og vekst i bransjen.



Figur 4-5: Markedsandel av fôrprodusentene i Norge i 1998 og 2015 (SFI Handbook, 2016, s. 43).

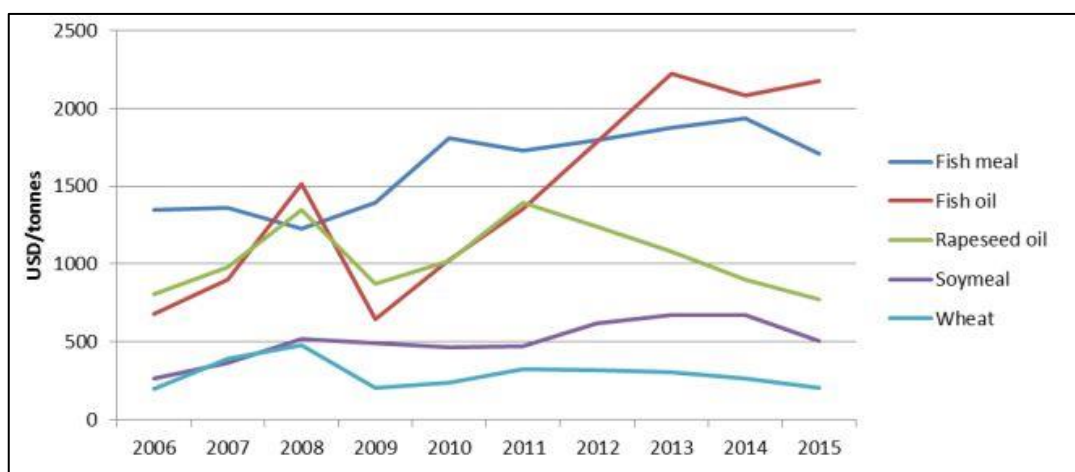
Delvis på grunn av denne utviklingen har Marine Harvest begynte å produsere sitt eget fôr. Oppstarten av fôrproduksjonen ble gjort i midten av 2014. Allerede i slutten av 2015 hadde selskapet en markedsandel for laksefôr tilsvarende 16% (SFI Handbook, 2016). Marine Harvest er ved utgangen av 2016, 87% selvforsynt med fôr i Norge. Som følge av denne suksessen har

styret planer til å bygge flere fiskefôrfabrikker i Skottland, Irland og Færøyene frem mot 2018 (Marine Harvest, 3Q 2016).

Dette endrer fullstendig Marine Harvest forhandlingssituasjon med sine fôrleverandører. Selskapet er ikke bare i ferd til å fullt kontrollere sin verdikjede, men er også en ny inntrenger i fiskefôrmarkedet. Fôrproduksjonen har hatt en høy vekst de siste årene. Det kan ikke utelukkes at Marine Harvest vil bli en fôrleverandør for eksterne aktører i fremtiden. Dette betyr at Marine Harvest har økt sin makt i forhold til leverandørene og svekket deres muligheter til påvirkning på egen driftsmargin og vekst. Kort oppsummert fôrleverandører utgjør en lav til moderat trussel for selskapets lønnsomhet.

### *Leverandører av råvarer*

Som en fôrprodusent må selskapet forholde seg til leverandørene av råmaterialer. Råmaterialer utgjør den største kostnaden i produksjon av fiskefôr. Råmaterialene har historisk hovedsakelig vært fiskemel og fiskeolje, men også, solsikke, hvete, korn, bønner og rapsolje blir brukt (SFI Handbook, 2016). Utvikling av prisene for hoved innsatsfaktorene i fôrproduksjon er vist i tabellen 4-6 nedenunder. Generelt har alle disse råvarene økt i pris gjennom perioden. Jeg observerer likevel et fall i prisene på slutten av perioden med unntak av fiskeolje. Prisene på ingrediensene til fiskefôr varierer etter tilbud og etterspørsel, og det finnes betydelig flere leverandører i rå materiale industrien enn i fiskefôrindustrien. Leverandørens forhandlingsmakt blir dermed svakere.



Figur 4-6: Prisutvikling av innsatsfaktorene i fiskefôr (SFI, 2016, s. 46).

Kort oppsummert har råvareleverandører noe lavere forhandlings makt enn det fôrleverandører har, siden markedskonsentrasjon på tilbudssiden er veldig lav. Råvareleverandører anses derfor som en liten trussel for lønnsomheten i bransjen.

### ***Leverandører av lakserogn***

Det er flere leverandører av rogn til industrien. AquaGen AS, Fanad Fisheries Ltd, Lakeland og Salmobreed AS er de største produsentene. Leverandørene kan tilpasse produksjonen sin til etterspørselen i markedet. Produksjonen kan enkelt skaleres ut. Markedet for lakserogn er internasjonal (SFI Handbook, 2016). Rogn er en primær innsatsfaktor i lakseproduksjon. På grunn av det, kan det sies at leverandørene av fiskerogn har noe forhandlingsmakt, spesielt i høysesongen når etterspørselen for rogn er stor. Samtidig kan det tenkes at de store oppdrettsaktørene som handler i stor skala også har en kjøpermakt. Dette reduserer leverandørenes makt. Marine Harvest er den største aktør i bransjen og dermed en attraktiv kunde til rognprodusentene. Dette gir sannsynligvis Marine Harvest noe kundemakt til å forhandle prisen ved kjøp av større kvantum.

Videre utgjør kostnader til rogn en betydelig mindre prosent av totale produksjonskostnader enn fôrkostnader. For eksempel av totale produksjonskostnader i Norge utgjorde disse i 2015 2,67 %, mens fôrkostnader utgjorde 13,34 % (SFI Handbook, 2016). Dette leder til en konklusjon at rognleverandører har en moderat forhandlingsmakt og er en til en vis grad trussel for lønnsomheten i bransjen.

### ***Leverandører av produksjonsteknologi***

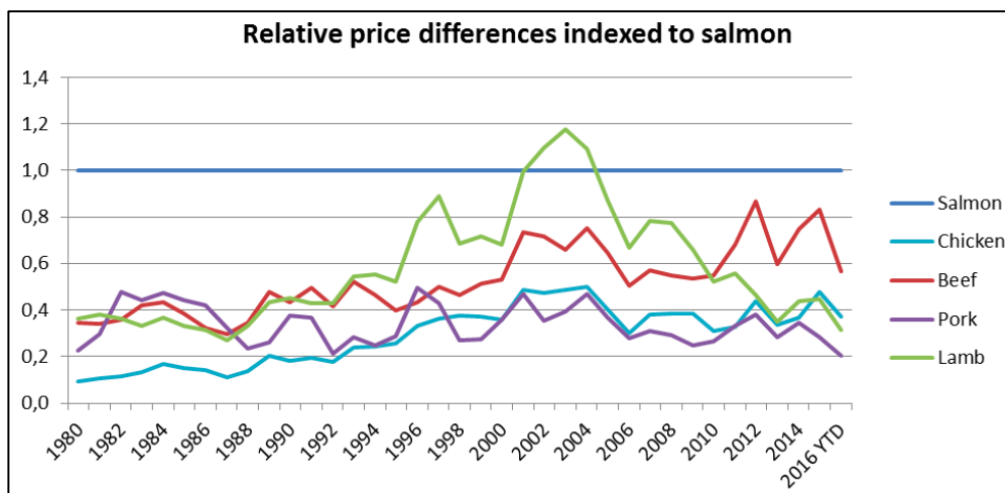
Leverandørene av produksjonsteknologi har en høy forhandlingsmakt siden det må antas at de ofte har patenter på sine produkter. I tillegg er teknologien en nødvendig innsatsfaktor for produksjonen av laks. Imidlertid er investeringer i produksjonsteknologi ikke en del av driftskostnader og foregår relativt sjelden. Således må det anses at store aktører som Marine Harvest er en ønsket kunde for teknologileverandører og dermed kan de være villige til å forhandle prisen. Videre er mange av oppdrettsselskapene med i utvikling av produksjonsteknologier ved å samarbeide og investere i FoU. Dette tyder på en moderat forhandlingsmakt for leverandører av produksjonsteknologi som kan redusere selskapenes verdier i oppdrettsbransjen. Videre påvirker ikke leveransen av produksjonsteknologi direkte vekst og EBITDA-marginen i DCF-modellen, men den påvirker investeringene som reduserer

kontantstrømmene. Jeg vil se nærmere på investeringene i regnskapsanalysen til Marine Harvest.

Kort oppsummert, leverandørene i oppdrettsbransjen kan anses som en stor til moderat trussel for lønnsomheten. For Marine Harvest ser fôrleverandørene ut til å utgjøre en betydelig lavere trussel for lønnsomheten som følge av egenproduksjon av fôr.

#### 4.2.4 Trusselen fra Substitutter

Substitutter til laks er andre animalske proteinkilder som kylling, storfe, svin og lam. Figuren nedunder illustrerer hvordan de relative priser på disse substituttene har utviklet seg over tid i forhold lakseprisen.



Figur 4-7: Historisk utvikling av relative priser på substitutter for laks (SFI, 2016, s. 16).

Fra figuren kan vi se at lakseprisen har blitt relativt sett billigere etter årtusenskiftet. Samtidig ser jeg at laks fortsatt er klart dyrere sammenlignet med substituttene. Til tross for den høye prisen, observeres det et prisnøytral etterspørsels vekst, som historisk sett var mellom seks og åtte prosent (SFI Handbook, 2016). Laks er et kvalitetsprodukt som i mange land anses mer som en luksusvare, enn hverdagsmat og er dermed, som de fleste varer i den høyere prisklassen, mindre prisfølsom på grunn av kvaliteten denne matvaren har. Laks er et attraktivt produkt for mange kunder på grunn av høyt innhold av fettsyre Omega -3 og vitamin D. Videre har laksekjøtt den høyeste proteinkonsentrasjon og nest høyest energi konsentrasjon sammenlignet med substituttene.

Miljøbevissthet og produksjon på en bærekraftig måte blir stadig mer aktuelt for samfunnet. Oppdrettsindustrien har på dette området mange fordeler i forhold til utvalgte substituttene. Sammenlignet med substituttene har laks for eksempel et lavere karbonutslipp og vannforbruk pr kilo produsert. Videre er fôrforbruket pr kilo produsert laks betydelig lavere sammenlignet med substituttene (SFI Handbook, 2016).

Laks kommer i stadig flere typer av produkter. Økt variasjon bidrar til at laksen finner nye veier til bordet hos konsumenter med forskjellig matpreferanser. Nye måter å bruke laks på er positivt for etterspørselen og reduserer trussel fra substitutter ytterligere. Imidlertid er laksepriser svært elastiske for forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Dette kan bidra til at i tider med høye laksepriser vil konsumentene med lavere inntektsnivå kunne velge billigere substitutter. Dette kan øke trusselen fra substitutter.

Helsedokumentert effekt, miljøvennlig produksjon og variasjon av produkter er aktuelle egenskaper for mange kvalitetsbevisste kunder. Det bidrar også til at laksens pris – kvalitetsforhold blir bedre og dermed oppleves prisen som rettferdig. Dette er positivt for laksens konkurransevne mot de alternative proteinkilder. Oppsummert, substitutter for laks har lite å si for marginer og vekstraten i oppdrettsbransjen. Dette tyder på at trusselen fra substitutter er på et lav til moderat nivå avhengig av segmentet.

#### ***4.2.5 Kundenes forhandlingsposisjon***

Produksjon av laks er foreløpig kun mulig få steder i verden. De få produksjons områder produserer laks som er et etterspurt produkt i omtrent hele verden. Det kan derfor tenkes at det finnes mange flere kjøpere enn produsenter og behovet for laks i markedet er dermed større enn produsentene klarer å tilfredsstille. Dette reduserer kundenes forhandlingsmakt i oppdrettsbransjen.

Laksemarked er et vel organisert marked og lakseprisen avgjøres på børsen basert på tilbud og etterspørsel. Med andre ord fiskebransjen er spot-orientert (Jordal, 2014). I et slikt marked har enkelt kunden liten påvirkning på prisen. Dette leder til konklusjon at kundene i oppdrettsbransjen er ingen trussel på lønnsomhet og vekst i bransjen.

#### **4.2.6 Trusselen fra nye aktører**

Stordriftsfordeler de største oppdrettsselskapene har er en hindring for etablering av nye aktører. Å oppnå en betydelig markedsandel for å kunne nå et minimum av effektivitet er vanskelig å gjøre og krever stor kapital i bransjen. Store oppdrettsselskaper som Marine Harvest eller SalMar har stor kapital som brukes i FoU, markedsføring, teknologioppdatering osv. De små aktørene utkonkurreres på mange områder og blir ofte kjøpt opp av de store selskapene. Å begynne i like stor skala som de største aktørene er ikke mulig i oppdrettsnæringen også på grunn av andre hindringer som begrenset tilgang til nøkkel faktorer i produksjonen som f.eks. konsesjoner.

I oppdrettsbransjen er begrenset adgang til oppdrettslokaliteter en stor hindring for nye aktører. Nesten alle lokalitetene er allerede tatt i bruk av eksisterende aktører. Antall konsesjoner er begrenset og selv om de er evigvarende, kan de trekkes tilbake ved vesentlig brudd av vilkårene i tillatelse, akvakultur- eller miljølovgivning (SFI Handbook, 2016).

Myndighetenes reguleringer er en annen etableringshindring. På grunn av miljøpåvirkningen er lakseoppdrett sterkt regulert myndighetene. Kravene fra myndighetene er stilt til sikkerhet, kvalitet ved produksjonen og rapportering til myndigheter. Å tilfredsstille de høye kravene stilt av myndighetene til oppdrettsnæring krever mye kunnskap og erfaring noe som er knapp ressurs for potensielle aktører og en betydelig fordel for de eksisterende aktører i bransjen.

Videre krever etablering i oppdrettsbransjen en forholdsvis høy startkapital. SFI Handbook 2016 angir at investeringene i Norge til nødvendig utstyr ligger på MEUR 3,5- 4,5 for å kunne starte et oppdrettsselskap med fire konsesjoner som har anskaffelseskost på mellom MEUR 18-27. Ved å ta hensyn til andre kostnader som fôr og smolt er det beregnet at ved gjennomsnittlig salgspriser vil investert kapital betales tilbake i løpet av 7 år (SFI Handbook, 2016). Dette kan for små aktører være en stor hindring som reduserer antall nye inntrengere betraktelig.

Lakseoppdrett på land krever ikke konsesjoner. Dette betyr at med et anlegg tilpasset for laks er det mulig produsere laks hvor som helst i verden. De er anslått at et slikt anlegg er ikke dyrere enn én konsesjon (Sved & Lynum, 2015). Landbasert oppdrett er en stor mulighet for nye og en trussel for eksisterende aktører. Dette kan øke konkurransen og tilbud som vil senke lakseprisen. På den annen side kan landbasert anlegg også være en mulighet for de eksisterende opprettere som har kunnskap og erfaring til sin fordel dersom de er med på denne utviklingen.

Det er også rimelig å anta at det ved utbredelse av landbasert oppdrett vil komme reguleringer fra myndighetene vedrørende kvantum og kvalitet, sikkerhet osv. som igjen er en barriere for nye etableringer.

De omtalte etableringshindringer gjør til sammen at nye aktører er en liten trussel for lønnsomheten i bransjen per dags dato. På den annen side vil denne trusselen kunne bli større fremtiden, dersom oppdrett av laks i landbaserte anlegg blir like vanlig som i sjøen.

### 4.3 SVIMA - analyse

#### *Finansielle ressurser*

Det som skiller Marine Harvest ASA fra de nærmeste konkurrenter er at konsernet er det eneste oppdrettsselskapet som er notert på New York Stock Exchange (NYSE). Dette gjør kravet til å være sjeldent tilfredsstilt. Fordelen ved å være med på verdens største aksjemarkedet er at selskapet har utvidet sin tilgang til ny kapital. I tillegg får Marine Harvest en uavhengig tredje parts vurdering av aksjeprisen på to markeder. Riktig aksjeprising er aktuelt for eventuelle investorer. Investeringer i nye prosjekter er viktig for selskapets vekst og verdiskapning og dermed vil det å være notert på NYSE være verdifullt. Selv om det stilles høye krav for selskaper for å kunne bli notert på NYSE er det ikke umulig at det i fremtiden vil være flere oppdrettsselskaper på denne børsen. Derfor kan denne ressursen ikke ses på som ikke-imiterbar. Marine Harvest ASA har vært notert på NYSE siden 2014 og dermed kan denne ressursen anses som mobiliserbar. Det er kun Marine Harvest som sitter igjen med de økonomiske fordelene av å være notert på NYSE, derfor må ressursen ses som approprierbar. Noteringen på NYSE tilfredsstiller alle krav unntatt å være ikke-imiterbar. Dette leder til konklusjon at selskapet har et midlertidig konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter.

#### *Fôrfabrikkene*

Som tidligere omtalt i avsnitt om leverandørenes forhandlingsposisjon startet Marine Harvest opp som fiskefôrprodusent i 2014. Foreløpig er Marine Harvest det eneste oppdrettsselskapet som driver med egen fôrproduksjon. Det faktum indikerer at ressursen er sjelden. Ved å produsere sitt eget fôr får Marine Harvest større kontroll over sine operasjonelle kostnader og kvaliteten på fôret. Videre kaprer de markedsandeler i fôrmarkedet (16% i 2016). Reduserte

fôrkostnader og økt differensiering innen produksjonsområder gjør Marine Harvest mindre følsom til de volatile laksepriser. Fôrproduksjonen er derfor en verdifull ressurs.

For å starte opp fôrproduksjon er det en del inngangsbarrierer som må brytes og det krever mye kapital. Det medfører derfor en risiko som ikke alle er villige til å påta seg. Marine Harvest suksess ved egen fôrproduksjon kan oppfordre konkurrentene å starte sin egen fôrproduksjon. Denne ressursen anses er altså imiterbar.

Marine Harvest sitt fôr utgjorde 86% av det totale volumet av fôr forbrukt i den norske virksomheten pr fjerde kvartal 2016 (Marine Harvest Q4 2016, 2017). Det at selskapet fortsatt ikke er 100% selvforsynt med sitt eget fôr leder til konklusjon at fôr som ressurs er delvis mobilisert i skrivene stund.

Til slutt bidrar fôrproduksjon positivt til de operasjonelle EBIT i selskapet. Disse var på EUR 12,4 og 10,8 millioner er henholdsvis den tredje og fjerde kvartalene i 2016. De positive driftsresultatene er de økonomiske fordeler som Marine Harvest sitter igjen med. Dermed er kravet om at ressursen er approprierbar tilfredsstilt. Totalt sett gir fôrfabrikkene et midlertidig konkurransefortrinn siden det kan imiteres og er ikke 100 % mobilisert.

### ***Videreforedling av laks***

Som tidligere omtalt kontrollerer Marine Harvest omlag hele verdikjeden inkludert nedstrøms virksomheter som videreforedling av laks. Marine Harvest tilbyr ulike varianter av laks som hel, sløyet laks, fileter, koteletter, porsjonerte retter og røkelaks (Marine Harvest, Produkt). Etter oppkjøpet av Morpol i 2013, ble Marine Harvest den største produsenten av røkelaks (SFI Handbook, 2016).

Marine Harvest er ikke det eneste oppdrettsselskapet som driver med videreforedling av laks. I tillegg har selskapet mange andre konkurrenter i sjømatindustrien. Dermed er videreforedling av laks er ikke en sjelden ressurs. Videreforedling av laks gir produktet en økt verdi som er direkte relatert til høyere pris. Videre bidrar sekundær prosessering til en økt etterspørsel etter selskapets produkter. Ressursen er dermed verdifull. Det er ikke spesielt krevende å starte sin egen videreforedling av laks, når man først har oppdrettsvirksomhet, dermed er ressursen imiterbar. Videre er ressursen mobilisert, siden Marine Harvest eier en vellykket drift med videreforedling og blant annet er størst på røkelaks. Videreforedling ga i Q4 2016 gode



resultater til tross for høye laksepriser med driftsresultat på EUR 22.9 mill. og EBIT-margin på 5.4%. Dette er økonomiske fordeler som selskapet får nytte av og dermed ressursen er approprierbar. Ressursen tilfredsstillter ikke alle kravene og dermed gir kun midlertidig et konkurransefortrinn.

### ***Skala fordeler***

Marine Harvest størrelse er det som skiller selskapet mest fra andre oppdrettsselskaper i bransjen. Marine Harvest bransjens leder målt i produsert tonn av sløyd laks (GWE). En økning av produksjonsskala innebærer at enhetskostnadene blir mindre når antall av produserte enheter øker (Kallestad & Møller, 2016). I denne forstad må det antas at Marine Harvest oppnår lavere enhets kostnader på grunn av sinn produksjons størrelse. Denne fordelten er sjeldent, siden selskapets produksjonsvolum er om lag tre ganger større enn hos det nest største selskapet. Produksjonsvolumet til de største selskapene var omtalt i kapittel 4.2.1. og vist i figur 4-4. Det er også verdifullt siden lavere kostnader er et mål for alle bedrifter. Dette er veldig vanskelig å imitere gitt at lokaliteter for lakseoppdrett er allerede opptatte og kun noen få nye konsesjoner deles ut. Til og med fusjon av to andre største selskaper ville gi en betraktelig mindre produksjons skala. Videre er ressursen allerede mobilisert og den er approprierbar siden lavere enhets kostnader bidrar til høyere operasjonell EBIT. Til sammen gir stor skalla et langsiktig konkurransefortrinn.

### ***Andre organisasjons og menneskelige ressurser***

FoU i Marine Harvest og i bransjen ble generelt omtalt i PESTEL-analysen. Ut fra det merker jeg at FoU er en viktig ressurs for fremtidig vekst, men den er ikke sjelden siden mange oppdrettsbedrifter samt staten satser hardt på dette området. I tillegg til det ikke alle oppfinnelser lett mobiliserbare og kan være imiterbare. Dersom nytte av FoU dekker alle utgifter knyttede til de og gir bedre produksjons resultater er de approprierbare, men igjen dette er ikke alltid et tilfelle. Oppsummert, FoU gir kun et midlertidig konkurransefortrinn.

De menneskelige ressurser, renommé og merkevarer gir i mindre grad et konkurransefortrinn i oppdrettsbransjen. Jeg har tidligere i oppgaven omtalt at laks er et homogent produkt, hvor forskjellen mellom selskapenes produkter er marginal. Derfor det er relativt lett for kunder å bytte lakseleverandør og det er derfor urimelig å tro at det er stor lojalitet på lakseprodusentenes merkevarer.

Selv om Marine Harvest har et godt renommé pga. av sin åpenhet, miljøbevissthet og jobb rettet mot å forbedre seg etter tidligere feil, gir det lite økonomiske fordeler. På den annen side fraværet av et godt renommé kunne gi en ulempe, da det er mye miljø og kvalitet beviste kunder. Likevel er det usannsynlig å forvente at et godt renommé gir et langsiktig konkurransefortrinn for Marine Harvest.

Som unntak kan det nevnes merkevarer til videreforedledede produkter. Marine Harvest har sitt merkenavn MOWI, som er godt kjent og relatert til laks av ypperlige kvalitet blant det aktuelle kundesegmentet. Salg av MOWI produkter har mer enn tredoblet seg fra 2014 til 2015 (Marine Harvest Annual Report, 2015). Merkevarer MOWI tilfredsstillende krav til å være et langsiktig konkurransefortrinn siden det er sjeldent, ikke-imiterbar, verdifull, mobilisert og appropriert.

Videre er menneskelige ressurser ikke sjeldne og er mindre verdifulle i oppdrettsbransjen enn for eksempel de fysiske ressursene. Dermed er ansatte ikke en kilde til et konkurransefortrinn. Relasjoner med kunder og leverandører vil på samme måten kun gi et midlertidig konkurransefortrinn siden de kan ikke anses som sjeldne da alle oppdrettsselskaper har hver sine relasjoner. Kunder ville lett bytte sin leverandør dersom de tilbyr bedre betingelser. Leverandører av fôr som ble omtalt tidligere er svært konsentrerte og gir dermed ingen konkurransefortrinn gitt at alle oppdrettsselskaper handler fôr hos samme få leverandører.

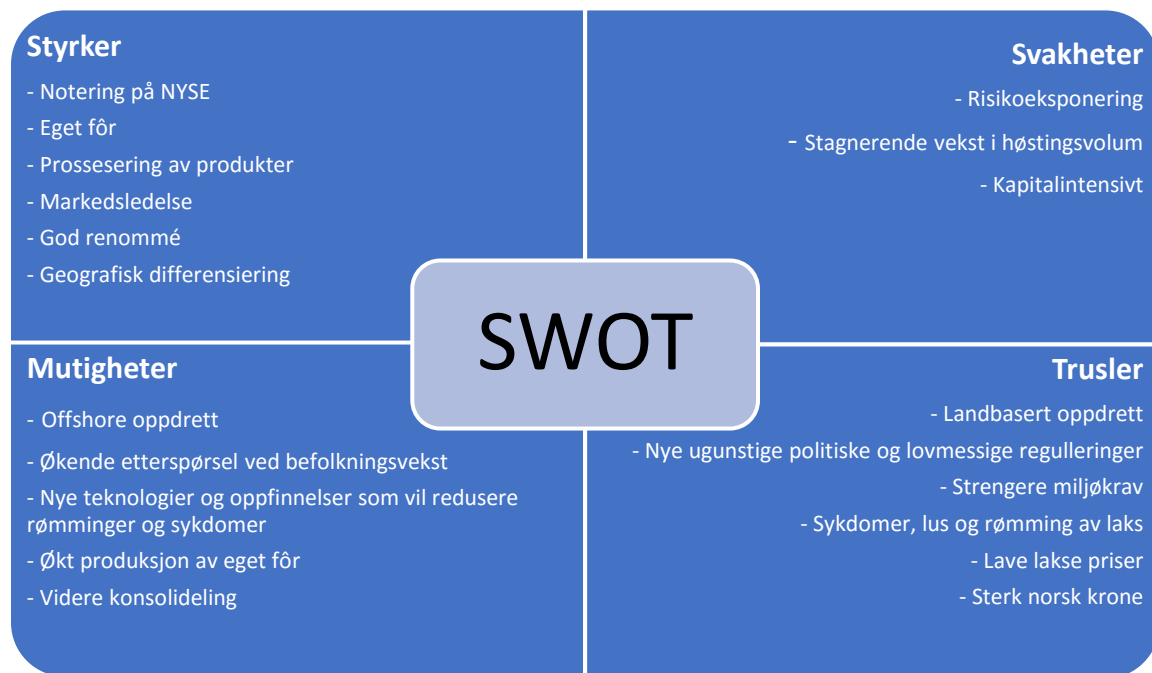
Tabell 4-3 nedunder oppsummerer resultatene i SVIMA analysen. Det at Marine Harvest kun har to langsiktige fortrinn gitt at selskapet er markedsleder tilsier at konkurransen i bransjen er sterkere enn hva man først kunne forestille seg.

Ressurs	Sjelden	Verdifull	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Konkurransefortrinn
NYSE	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Fôr fabrikker	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Videreforedling	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Skala fordeler	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig
FoU	Nei	Ja	Nei	Ja/Nei	Ja/Nei	Midlertidig
Renommé	Ja	Nei	Ja	Ja	Nei	Ingen
MOWI	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig
Ansatte	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Ingen
Kunde relasjon	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Leverandør relasjoner	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja/Nei	Ingen

Tabell 4-3: Oppsummering av SVIMA analysen.

## 4.4 SWOT

I figur 4-8 nedunder har jeg samlet de viktigste observasjoner fra den strategiske analysen til oppdrettsbransjen og Marine Harvest. Oppsummeringen vil sammen med analysen av de historiske regnskapstallene danne grunnlaget for prognosen i verdsettelsen.



Figur 4-8: SWOT, identifikasjon av nøkkelfaktorer i strategisk analyse.

Som SWOT tabellen viser har Marine Harvest mange styrker og muligheter for fremtiden som vil kunne gi en positiv effekt for verdien av selskapet. På den annen side finnes det også en del svakheter og trusler som kan redusere verdien. For å få et klarere bilde av hva som påvirker inntjeningene mest er det nødvendig å se på selskapets historiske regnskapstall. Dette blir gjort i regnskapsanalysen i neste kapittel.

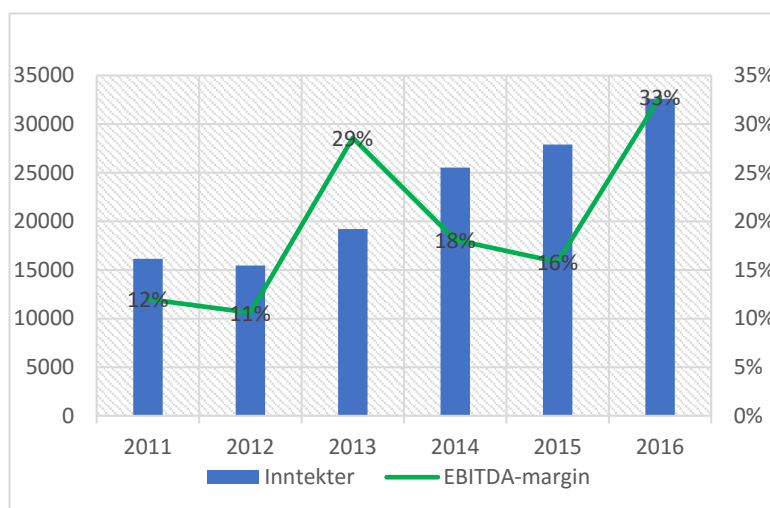
## 5 Regnskapsanalyse

I det følgende kapittel vil jeg først presentere Marine Harvest sin historiske utvikling i EBITDA-margin, omsetning og nøkkeltall. Deretter vil jeg justere resultatregnskapet for å skape et mer helhetlig bilde av hvilke kontantstrømmer som generes fra driften. Justerte regnskapstall vil deretter analyseres. Til slutt vil jeg gjøre en omgruppering av balansen for å finne netto arbeidskapitalen og netto finansiell gjeld.

## 5.1 Presentasjon av Historiske tall

### ***EBITDA – margin og omsetning***

Figur 5-1 nedenfor viser utvikling i inntekter og EBITDA- marginen. Årene 2013 og 2015 skiller seg ut ved å ha størst forskjell mellom disse to størrelser. Høy EBITDA-marginen i 2013 skyldes en 24% økning i omsetningen siden 2012, mens sum driftskostnader falt fra MNOK 13 817 til 13 710. Økningen i omsetningen i 2013 er primært drevet av en betydelig økning i markedspriser for laks og konsolidering med Morpol da regskapstalene ble overførte til konsernets resultatregnskap den 01.10.2013 (Marine Harvest Annual Report, 2013).



*Figur 5-1: Utvikling i omsetning og EBITDA-margin.*

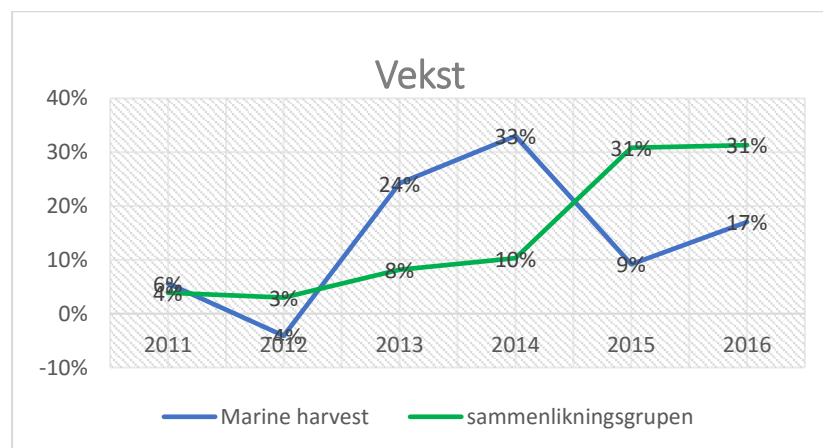
Nedgangen i EBITDA-marginen fra 2014 til 2015 skyldes betydelig økte kostnader. Til tross for 33% økning i inntekter i 2014, som skyldtes økte volum og høyere laksepriser i disse årene, ble marginen lavere på grunn av økte kostnader som økte ytterligere i 2015. Materialkostnader økte med om lag 37%. Denne økningen er primært drevet av innkjøp av råmaterialer til å starte produksjon av fôr, kombinert med konsolidasjon med Morpol for ett fullt år.

Videre har lønnskostnader og andre driftskostnader økt med henholdsvis 24% og 30% mest på grunn av konsolidasjon med Morpol for ett fullt år (Marine Harvests Annual Report, 2014). I tillegg til det nevnte har kostnader i 2015 også økt på grunn av økning for behandling av lakselus og økt dødelighet (Marine Harvest Annual Report, 2015). I 2016 ga rekord høye laksepriser samt reduksjon av kostnadene en høy EBITDA-marginen på 33%.

Ut fra denne informasjon kan vi se at økte laksepriser og volum er et hoved driveren i inntjeningene. Kostnadene øker ved utbrudd av lakselus og dødelighet. Volatilitet av laksepriser og utbrudd av sykdommer en del av risikoeksponering selskapet har. Dette vil kunne reduserte EBITDA-marginen og selskapets verdi.

## Vekst

Vekst av selskaps inntekter er en viktig størrelse som påvirker verdien av terminalleddet i DCF-modellen. Vekst er spesielt interessant å se i forhold til andre selskaper i bransjen for å få antagelse på hvor godt selskapet ligger an. Figur 5-2 under viser Marine Harvest vekst i analyse perioden i forhold til gjennomsnittlig vekst til sammenligningsgruppen. Sammenligningsgruppen består av SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Cermaq. Alle selskapene har sin hovedvirksomhet i Norge og driver hovedsakelig med oppdrett av Atlantisk laks. Samtlige selskaper er blant de syv største oppdrettsbedrifter i verden.



Figur 5-2: Utvikling i vekst i forhold til sammenligningsgruppen.

Ut fra figuren ovenfor kan vi se at veksten til Marine Harvest har variert mye, mens veksten til sammenligningsgruppen har vært stigende i nesten alle år. I 2015 har selskapet opplevd noe lavere vekst enn i 2014 siden prisen på laks var noe svakere enn året før. I 2016 viser vekst av inntekter igjen en økende trend, drevet av sterkere laksepriser. Videre er det interessant å merke seg at gjennomsnittsvekst for analyseperioden er på 14,1% til Marine Harvest, 14,6% til sammenlignings gruppe og 14,4 % for alle fem bedrifter til sammen. Konsekvensen av økende vekst er positiv for selskapets verdi.

## ***Hoved nøkkeltall***

Bedriftens økonomiske situasjon kan generelt gjenspeiles av tre økonomiske begrep det vil si likviditet, soliditet og lønnsomhet. Tabell 5-1 under viser utvalgte nøkkeltal brukt for betegnelse av disse tre størrelsene.

<b>MARINE HARVEST ASA</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
<b>Likviditetsgrad 1</b>	3,4	2,9	3,1	3,2	3,3	3,0	3,2
<b>Egenkapitalandel (%)</b>	47,6	53,4	56,2	42,3	53,8	42,9	49,4
<b>Totalkapitalrentabilitet (%)</b>	7,7	5,1	14,4	5,7	6,9	17,9	9,6

*Tabell 5-1: Hoved nøkkeltallene til Marine Harvest.*

### ***Likviditet***

Likviditetsgrad 1 måler hvor mye omløpsmidler selskapet har i forhold til kortsiktige forpliktelser (OM/KG). Likviditetsgrad over to er et tegn på en god likviditet. Fra tabellen ovenfor ser jeg at Marine Harvest gjennom hele analyse periode hadde en likviditetsgrad 1 godt over to som tyder på en god likviditet det vil si evne til å betale sine forpliktelser etterhvert som de forfaller.

### ***Soliditet***

Egenkapitalandel i % av totalkapital brukes som et av nøkkeltallene for soliditet. Egenkapitalandelen forteller hvor mye av selskapets eiendeler er finansiert med egenkapital. Nøkkeltalet på 15-30% anses som et rimelig nivå og alt over 30% kan betegnes som en meget god soliditet. I tabell 4-1 ovenfor kan vi se at egenkapitalandelen varierte noe i analyse perioden og hadde et fall i 2016. Til tross for det er soliditeten i alle år godt over 30% og gjennomsnitt er om lag 50%. Dette tyder på god soliditet og selskapets evne til å tåle perioder med dårligere resultater er god.

### ***Lønnsomhet***

Lønnsomheten til selskapet kan betegnes med flere nøkkeltall som blant annet EBITDA-marginen jeg har omtalt tidligere. I tillegg til denne har jeg også valgt å se på selskapets totalkapitalrentabilitet som viser selskapets avkastning på sine eiendeler. Det er positivt å ha så høy totalkapitalrentabilitet som mulig. Rimelig nivå er ofte nevnt som 10-15%, men rentabiliteten bør minst dekke avkastningskravet på totalkapitalen.

Lav total kapitalrentabilitet i 2012 skyldes for det meste lave spot priser for laks på grunn av betydelig økning i tilbudet av laks på 22%, noe bidro til nedgang i driftsresultat (Marine Harvest Annual Report, 2012). I 2014 skyldes som omtalt tidligere nedgangen i driftsresultatet og dermed total kapitalrentabilitet en betydelig økning av kostnadene. Tabellen ovenfor viser at total kapitalrentabiliteten for Marine Harvest generelt er på et lavere nivå med gjennomsnitt på 9,6%. Til tross for det ses det en klar økende tendens i 2016, da selskapet har oppnådd total kapitalrentabiliteten på 17,9% som er et litt høyere enn rimelig nivå og er langt over avkastningskravet på total kapitalen i 2016 på 5,32% (Tabell 7-1, kap. 7). Dette tyder på at selskapet hadde en lønnsomt drift i 2016.

Ut fra disse nøkkeltalene kan det oppsummeres at til tross for noe lavere lønnsomhet har Marine Harvest gode framtidsutsikter. God likviditet og soliditet vil gjøre selskapet er i god posisjon til å gjøre investeringer og ta del i den fremtidige veksten i markedet.

## 5.2 Justering av resultatposter

Justeringer jeg har foretatt er fremstilt i tabell 5-2 som viser justert resultatregnskap for analyse perioden. For poster markert i oransje er det foretatt justeringer. Justeringene er diskutert nedenunder.

<b>Resultatregnskap (tall i MNOK)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Omsetning	16133	15464	19199	25531	27881	32609
Materialkostnader	8399	9667	9999	13677	15858	16556
Lønnskostnader	2178	2419	2674	3321	3826	4088
Andre driftskostnader	2063	2164	2582	3350	3970	4389
Restruktureringskostnader	65	62	77	103	112	131
Gevinst/Tap på terminkontrakter	0	0	0	0	0	0
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	0	0	0	0	0	0
Andre ikke operasjonelle elementer	0	0	0	0	0	0
Verdijustering av biomasse	0	0	0	0	0	0
<b>Justert EBITDA</b>	<b>3428</b>	<b>1153</b>	<b>3868</b>	<b>5080</b>	<b>4115</b>	<b>7445</b>
Avskrivninger	667	677	763	967	1252	1324
Nedskrivninger	67	1	65	24	61	165
<b>Justert EBIT</b>	<b>2695</b>	<b>475</b>	<b>3040</b>	<b>4090</b>	<b>2802</b>	<b>5956</b>
Justert skattekostnad	303	333	738	237	616	1 526
<b>Justert driftsresultat (NOPLAT)</b>	<b>2391</b>	<b>142</b>	<b>2302</b>	<b>3853</b>	<b>2186</b>	<b>4430</b>

Tabell 5-2: Justert resultatregnskap til Marine Harvest.

### ***Verdijustering av biomasse***

Biologiske eiendeler er vurdert til virkelig verdi med fradrag for salgskostnader, med mindre virkelig verdi ikke kan måles pålitelig. Stamfisk, settefisk og levende fisk under ett kilo måles til anskaffelseskost med fradrag av nedskrivninger, som en tilnærming til virkelig verdi. Endringen i virkelig verdi innregnes i resultatet kontinuerlig og er klassifisert separat (ikke inkludert i prisen på slaktet biomasse). Ved slakting blir verdijustering reversert på samme linje (SFI Handbook, 2016).

Estimater til biomassevolum, kvaliteten på biomasse, størrelsesfordeling og markedspriser er brukt til å vurdere endring i virkelig verdi. Denne estimering vil alltid være relatert til usikre antagelser da det er spesielt vanskelig å forutsi biomassen dødelighets rate, kvaliteten og fiskenes størrelsesfordeling på slaktetidspunktet. Videre vil minimale endringer i markedspriser også gi et stort utslag i verdien av biomasse (Marine Harvest Annual Report, 2015, note 6). Denne posten gir ingen informasjon om fremtidige inntjening, eller hvilken kontantstrøm selskapet har hatt i den gitte perioden. Dermed justeres posten bort i sin helhet.

Videre vil jeg påpeke at fra 2012 til 2013 har vært en endring i regnskapsprinsippene. Man har gått fra å presentere verdijusteringen av biomasse fra netto til brutto. I tabell 5-2 er disse to postene slått sammen og vises netto fra årene 2013 til og med 2016.

### ***Restrukturering***

I følge Penman (2013) er kostnader til restrukturering å anse som unormale engangsposter. Imidlertid påpeker han at for selskaper som årlige har kostnader til restrukturering vil det kunne argumenteres for at disse kostnadene er en del av den ordinære forretningsdriften. Av regnskapene kan jeg se at Marine Harvest har hatt årlige kostnader til restrukturering. Dette tyder på at kostnadene er en del av ordinær forretningsdrift. Av notene fremgår det at Marine Harvest løpende avsetter for kostnader til restrukturering gitt at restruktureringsplanene er offentliggjort innen utløpet av rapporteringsperioden. Som jeg ser av regnskapstallene varierer kostnadene til restrukturering forholdsvis mye hvert år. De siste 4 årene i restruktureringsperioden har disse variert fra 273 MNOK til 50 MNOK. Videre ser jeg også at tallene i tidligere år har variert mye. Jeg har gjennomgått notene og sett årsakene til variasjonen i årlig restruktureringskostnad. 2013 peker seg ut. Dette året kjøpte Marine Harvest opp Morpol. Samme året hadde Marine Harvest også store kostnader til utvikling av foredlingsfabrikker i Chile. I notene til 2015 regnskapet fremkommer det også at en stor andel av kostnadene er av ekstraordinær karakter. I min oppgave har jeg som beste estimat på en normalisert kostnad til



restrukturering benyttet gjennomsnittlige kostnader til restrukturering i % av omsetningen. Jeg har kommet frem til at kostnadene til restrukturering i snitt tilsvarer 0,4 % av omsetningen. Følgelig er kostnader til restrukturering justert til dette nivået.

### ***Avsetning tapskontrakter***

Det foreligger begrenset informasjon i årsrapportene til Marine Harvest vedrørende tapskontrakter. For 2016 ser jeg at avsetningen for tapskontrakter er betydelig høyere enn tidligere år. Basert på Q4 rapporten skyldes dette i hovedsak en høyrere laksepris. Det virker rimelig å anta at Marine Harvest har inngått *forward* kontrakter for salg av laks. Således fremstår posten som et rent sikrings instrument. Jeg har derfor i min oppgave valgt å justere denne posten bort da den ikke tilfører operasjonell drift noe.

### ***Resultatandeler fra tilknyttede selskaper***

Tilknyttede selskaper er selskaper der Marine Harvest har en større eierandel, men ikke bestemmende innflytelse. Eierandelen vil være på 20 til 50 %. Ingen av disse selskapene er børsnotert. Av note 5 i årsregnskapet for 2015 ser jeg at disse selskapene driver innen fiskeindustri eller direkte tilknyttet med virksomhet i oppdrettsnæringen. Således kan det tenkes at selskapene inngår i Marine Harvest sine driftsrelaterte eiendeler. I så fall ville resultatandelene inngå i den drifts genererte kontantstrømmen. På den annen side ville det vært nærmest umulig å komme med gode prognoser for hva resultatandelene fra tilknyttede selskaper vil være uten å gjøre fordypende analyser av disse. Jeg har valgt å klassifisere inntektene som rene finansinntekter. Følgelig vil disse justeres bort i sin helhet. Følgelig vil også investeringen av disse bli klassifisert som en finansiell eiendel i omgruppering av balansen.

### ***Andre ikke operasjonelle størrelser***

I hovedsak er dette avsetninger og tilbakeføringer for tvister og bøter. Som jeg ser av årsrapportene er det avsatt betydelige beløp her i 2013 og 2014. Avsetningene skyldes i hovedsak at EU kommisjonen varslet bøter til Marine Harvest som følge av brudd på fusjonsreglene i forbindelse med oppkjøp av Morpol ASA (Marine Harvest Annual Report, 2015). Andre avsetninger er for bøter for eksempel fiskerømminger. Det kan muligens diskuteres hvorvidt disse postene er engangstilfeller eller en del av kostnadene som påløper ved lakseoppdrett. Jeg har valgt å justere disse bort. Hoveddelen av avsetningene fra 2013 og 2014

i forbindelse med oppkjøpet av Morpol ASA og anses som en engangspost. Denne posten var på 20 millioner Euro. Det vil si ca. 160 MNOK.

### ***Skattekostnad***

I årlige skattekostnader inngår finansposter som en del av beregningsgrunnlaget for skattekostnaden. Jeg har derfor justert skattekostnaden for skatt på netto finanskostnad. Dette er ikke gjort for øvrige driftsrelaterte justerte poster. I hovedsak skyldes dette at hovedvekten av justeringene er justering for verdiendring av biologiske eiendeler. Her foreligger det ikke nok info til å si noe sikkert om disse inngår i skattegrunnlaget for betalbar skatt eller er rene midlertidige forskjeller.

### ***5.2.1 Salgsinntekter***

Tabellen 5-3 viser salgsinntekter, høstingsvolum og tilhørende nøkkeltall. Ut fra tallen nedenfor ser vi at salgsinntekter sammen med gjennomsnittlig laksepris (FishPool.eu, udatert) og NOK/EUR kurs (Norges Bank, 2017) har økende trend med unntak i 2012. Marine Harvest mottar største del av salgsinntektene sine i euro. Dermed vil en sterk euro i forhold til norsk krone bidra en økning i inntjening. Imidlertid, kommer den største økning i inntektene fra økningen i lakseprisen.

Volumet av høstet laks varierer derimot fra år til år uten en klar tendens, men samtidig er de siste årene forholdsvis stabil rundt 400 mill. kg. En del av denne variasjon kan forklares av større/mindre utbrudd av sykdommer, lakselus og rømminger. Resten av økning i volumet forklares av nye konsesjoner. Eksempelvis forklares volumøkning i 2014 at Marine Harvest fikk ny konsesjon i Norge. En konsesjon i Norge innebærer fra 780 til 945 tonn av biomasse (SFI Handbook, 2016). For 2017 forventer Marine Harvest et høstingsvolum på 403 mill. kg som er en økning fra 2016 (Marine Harvest Q4 2016, 2017).

Videre er det viktig å merke seg at salgsinntekter pr kilo årlig er høyere enn den gjennomsnittlige lakseprisen. Dette skyldes at selskapet skaper merverdier i form av videreforedling av laks, for eksempel røkt laks, og at selskapet selger større kvantum i perioder med høyere laksepris. Fra 2014 ser jeg at denne differansen mellom inntektene pr kg og den gjennomsnittlige lakseprisen øker ytterligere. Dette har sammenheng med oppkjøpet av Morpol. I de siste tre årene gjennomsnittlig forskjell på NOK 22,17 pr kilo.

Regnskapsår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter M NOK	16 133	15 464	19 177	25 300	27 710	32 609
Høstet volum av laks (GWE), Mkg	342,82	392,31	343,77	418,87	420,15	380,62
Salgsinntekter pr kg	47,06	39,42	55,78	60,40	65,95	85,67
Gjennomsnittlige laksepris pr kg	31,99	26,58	39,59	40,30	42,09	63,13
NOK / EUR årlig snitt kurs	7,79	7,47	7,81	8,35	8,95	9,29
Laksepris - salgsinntekt pr kg	15,07	12,84	16,19	20,10	23,86	22,54
vekst i salgsinntekter		-4 %	24 %	32 %	10 %	18 %

Tabell 5-3: Utvikling i salgsinntekter og tilhørende nøkkeltall.

### 5.2.2 Justert EBITDA-margin

Tabell 5-4 under viser utvikling i EBITDA-margin før og etter justeringer. Det kan ses at den rapporterte marginen er mer volatil enn den justerte. Justert EBITDA-marginen ble betydelig mindre i 2013 og 2016 mest på grunn av bortjustering av endring i virkelig verdi biomasse som er spesielt høye i disse årene. Dette leder til en konklusjon at den operasjonelle driften er mer stabil enn det de rapporterte regnskapstallene viser.

Regnskapsår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Justert EBITDA margin	21,3 %	7,5 %	20,1 %	19,9 %	14,8 %	22,8 %
Rapportert EBITDA margin	12,0 %	10,6 %	28,6 %	18,1 %	15,8 %	32,8 %

Tabell 5 -4: Sammenligning EBITDA-margin.

### Analyse av justert EBITDA- margin

Materialkostnader, herunder fiskefôr utgjør den desidert største kostnadsposten for Marine Harvest. Materialkostnader vil ikke nødvendigvis svinge i takt med omsetningen da prisen på innsatsfaktorene i produksjonen ikke nødvendigvis trenger å svinge i takt med lakseprisene. Jeg finner det derfor mest hensiktsmessig å analysere materialkostnadene pr produsert kg fisk. Lønnskostnader og andre driftskostnader synes i større grad å være stabile størrelser målt i % av omsetningen. Dermed mener jeg det her vil være hensiktsmessig å beregne disse kostnadspostene i prognosen som en prosentandel av omsetningen. I tabellen nedenunder er utviklingen i analyseperioden oppsummert. Jeg vil i det følgende redegjøre for mine hovedfunn fra analysen.

<b>Regnskapsår</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Høstet volum av laks (GWE), Mkg	343	392	344	419	420	381
<b>Materialkostnader</b>	<b>8 399</b>	<b>9 667</b>	<b>9 999</b>	<b>13 677</b>	<b>15 858</b>	<b>16 556</b>
<i>Materialkostnader pr kg</i>	24	25	29	33	38	43
<i>materialkostnader i % av omsetning</i>	52,1 %	62,5 %	52,1 %	53,6 %	56,9 %	50,8 %
<b>Lønnskostnader</b>	<b>2 178</b>	<b>2 419</b>	<b>2 674</b>	<b>3 321</b>	<b>3 826</b>	<b>4 088</b>
<i>Lønnskostnader pr kg</i>	6	6	8	8	9	11
<i>Lønnskostnader i % av omsetning</i>	13,5 %	15,6 %	13,9 %	13,0 %	13,7 %	12,5 %
<b>Andre driftskostnader</b>	<b>2 128</b>	<b>2 226</b>	<b>2 659</b>	<b>3 453</b>	<b>4 082</b>	<b>4 521</b>
<i>ADK pr kg</i>	6	6	8	8	10	12
<i>ADK i % av omsetningen</i>	13,2 %	14,4 %	13,8 %	13,5 %	14,6 %	13,9 %
<i>Sum kostnader i % av omsetningen</i>	78,7 %	92,5 %	79,9 %	80,1 %	85,2 %	77,2 %
<i>Sum kostnader pr kg</i>	37	36	45	49	57	66
<b>EBITDA Margin</b>	<b>21,3 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>20,1 %</b>	<b>19,9 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>22,8 %</b>

Tabell 5-5: Kostnader i analyseperioden.

### **Materialkostnader**

Som vi kan se i tabell 5-5 er høstet volum stigende, men forholdsvis stabilt. Materialkostnader pr kg produsert fisk har derimot økt mye. I hovedsak skyldes dette økte problemer med fiskehelse, herunder lakselus, og økte priser på fôr og smolt (Marine Harvest Annual Report, 2015). Generell prisnedgang på råvarer for fiskefôr fra 2015 ser ikke ut til å ha gitt noen positiv effekt på materialkostnadene til Marine Harvest i 2016. På den annen side kan jeg se at prisene fortsatt var forholdsvis høye i store deler av 2016.

Lakselus problematikken har generelt vært økende med et økt produksjonsvolum. På samme måte har det i analyseperioden vært en tendens til å bruke større smolt, noe som følgelig også er dyrere. Dette kan forklare noe av den store økningen av materialkostnadene ved spesialfôr og satsing på større smolt (Iversen et al., 2015). Denne trenden øker også i 2016, men her er trenden mer synlig da produksjonsvolumet har gått ned.

### **Lønnskostnader**

Lønnskostnadene har i analyseperioden holdt seg forholdsvis stabilt mot omsetningen. De er likevel kraftig økende. Dette gjelder generelt i hele bransjen (Iversen et al., 2015). Som kan sees i tabell 5-5 ovenfor holder lønnskostnadene seg relativt stabilt målt i % av omsetningen. Nofima peker i sin rapport på at kostnadene til lønn i bransjen øker som følge av en større arbeidsbelastning i produksjonen (Iversen et al., 2015). Eksempler på dette kan være at luseproblematikken fører til mer tilsyn av fisken og økt bruk av rensfisk som krever oppsyn.

Videre poengterer de den sterke generelle lønnsveksten som har vært i deler av perioden og konkurransen om kvalitativ arbeidskraft. De utelukker ikke at denne veksten vil avta noe med en generelt lavere lønnsvekst de siste årene.

### *Andre driftskostnader*

Ut fra tabell 5-5 kan vi andre driftskostnader (ADK) er økende. Allikevel har andre driftskostnader holdt seg stabilt målt i % av omsetningen på rundt 14% gjennom hele analyseperioden.

### *5.2.3 Investeringer og avskrivninger*

I årsrapportene er det spesifisert hvilke investeringer som er knyttet til driften og hvilke som er av finansiell karakter. Det har derfor ikke vært nødvendig å foreta noen justeringer av disse tallene. Det samme er tilfellet for avskrivninger. Tabell 5-6 nedenfor viser utvikling i investeringene og avskrivningene i analyseperioden. Disse varierer en del fra år til år, men holder seg forholdvis stabile målt i % av omsetning.

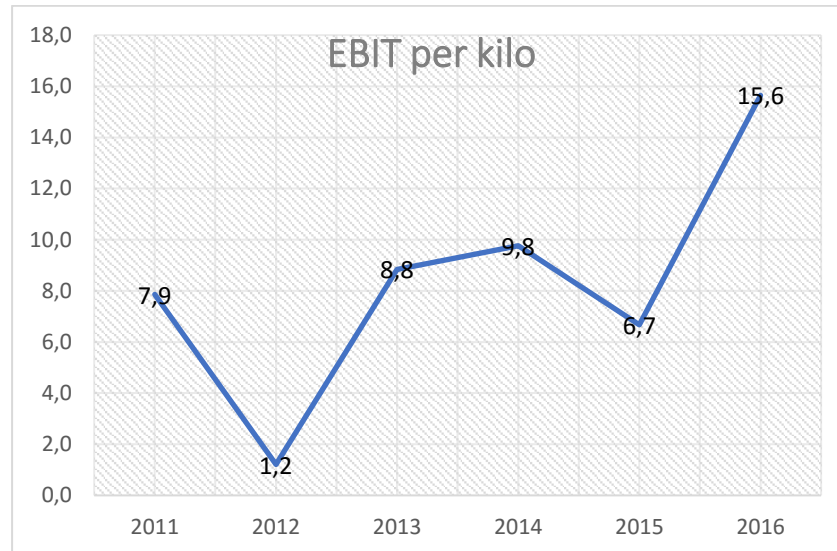
<i>Regnskapsår</i>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<i>Snitt</i>
<b>Omsetning</b>	<b>16 133</b>	<b>15 464</b>	<b>19 199</b>	<b>25 531</b>	<b>27 881</b>	<b>32 609</b>	
Kjøp varige driftsmidler	1 055	733	1 968	1 761	1 933	1 966	
Salg varige driftsmidler	69	71	66	49	49	115	
<b>Netto investeringer</b>	986	662	1 902	1 712	1 884	1 851	
<b>Investeringer / omsetning</b>	6,1 %	4,3 %	9,9 %	6,7 %	6,8 %	5,7 %	6,6 %
<b>Avskrivninger</b>	734	678	828	991	1 313	1 489	
<b>Avskrivninger / omsetning</b>	4,5 %	4,4 %	4,3 %	3,9 %	4,7 %	4,6 %	4,4 %

*Tabell 5-6: Historiske investeringer og avskrivninger i % av omsetning.*

### *Driftsresultat pr kilo*

Et annet nøkkeltall brukt i oppdrettsbransjen for å indikere lønnsomheten er driftsresultat pr kilo. Nøkkeltallet finnes ved å dele driftsresultat med høstingsvolumet målt i kg av sløyd laks i samme tids periode. Et høyt tall indikere god lønnsomhet i de aktuelle årene. Det justerte driftsresultatet pr kilo for Marine Harvest er vist i tabellen under. Det er interessant å merke at driftsresultat pr kilo for hele sjømatnæringen viser en nedgang fra år 2011 til 2012 og var på NOK 2 pr kilo på det laveste punktet siden 2012 da trenden snudde og resultatene økte kraftig i 2013 opptil NOK 13 pr kilo (Giskeødegård, 2014). De samme tendenser kan vi se for driftsresultat pr kilo for Marine Harvest. Jeg har omtalt tidligere at 2012 var et år med lave

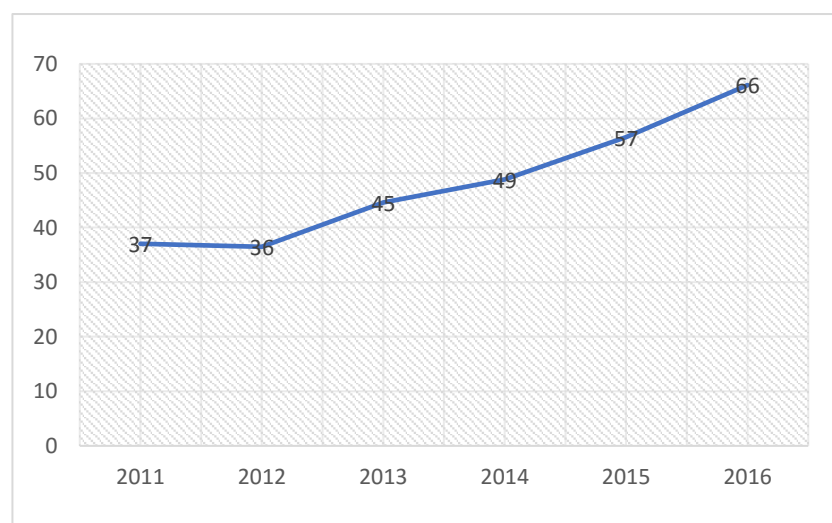
laksepriser, mens prisene i 2013 økte. Dette illustrerer godt at lønnsomheten i stor grad er avhengig av lakseprisene. Dette bekreftes igjen i 2016, da lakseprisene var rekord høye. Utviklingen illustreres i figur 5-3 nedenunder.



Figur 5-3: Driftsresultat pr kilo.

### ***Kostnad pr kilo***

På samme måten kan man også sjekke hvor mye driftskostnader brukes til å produsere et kilo laks. Med kostnader pr kilo menes her summen av kostnader til materiell, lønn og annen driftskostnad. I figur 5-4 under kan vi se at driftskostnader pr kilo produsert laks har et klar økende tendensen siden 2012.



Figur 5-4: Kostnad pr kilo.

### 5.3 Omgruppering av balanseposter

I tabell 5-7 vises omgrupperingen av balansen. Grupperingen er gjort ved å gjennomgå årsrapportene og sett nærmere på de ulike balansepostene. Jeg vil i det følgende gå gjennom klassifiseringen av de ulike balansepostene.

<b>Balanse (tall i MNOK)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Gruppering</b>
Varelager	783	820	1 751	2 401	2 665	2 255	DOM
Biologiske eiendeler	6 285	6 208	9 537	10 014	10 940	14 300	DOM
Kundefordringer	1 915	1 782	3 191	3 360	3 926	5 680	DOM
Andre Fordringer	610	593	956	883	1 260	0	DOM
Leverandørgjeld	-1 482	-1 453	-2 233	-2 039	-2 380	-3 498	DG
Annen kortsiktig gjeld	-1 180	-1 475	-1 393	-1 794	-1 451	-2 133	DG
Driftsrelaterte avsetninger	0	0	-492	-508	-440	-647	DG
Skattetreksmidler	66	89	167	213	112	153	DOM
<b>Netto arbeidskapital</b>	<b>6 997</b>	<b>6 564</b>	<b>11 485</b>	<b>12 530</b>	<b>14 631</b>	<b>16 111</b>	
Driftsrelaterte imm. eiendeler	8 007	7 739	8 778	9 246	10 024	9 697	DAN
Varige driftsmidler	4 168	4 112	6 677	8 257	9 246	9 160	DAN
Andre anleggsmidler	26	73	9	15	21	49	DAN
<b>Sum investert kapital</b>	<b>19 198</b>	<b>18 488</b>	<b>26 949</b>	<b>30 048</b>	<b>33 922</b>	<b>35 017</b>	
Investeringer i tilknyttet selskap	624	647	900	978	1 189	1 527	FE
Andre aksjer	92	1 009	132	166	4	1	FE
Andre finansielle fordringer			130	227	280		FE
Bankinnskudd	213	246	439	1 195	577	791	FE
Eiendeler holdt for salg			1 059	19	17	32	FE
<b>Sum eiendeler</b>	<b>20 127</b>	<b>20 390</b>	<b>29 610</b>	<b>32 633</b>	<b>35 989</b>	<b>37 368</b>	
Egenkapital	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	18 731	EK
Minoritetsinteresser	76	69	28	16	9	8	FG
Utsatt skatt	2 352	2 544	3 365	3 569	3 759	4 121	DG
Langsiktig rentebærende gjeld	6 589	5 339	7 710	10 669	10 279	9 026	FG
Annen rentebærende gjeld			855	2 219	2 011	3 877	FG
Pensjons- og andre forpliktelser	99	415	121	116	115	221	FG
Betalbar skatt	87	26	253	525	696	0	FG
Oblig. og lån til kredittinst.	157	378	687	7	2	1	FG
Kortsiktig rentebærende gjeld			82	810	940	1 382	FG
Gjeldandeler holdt for salg			191				FG
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>20 126</b>	<b>20 390</b>	<b>29 610</b>	<b>32 633</b>	<b>35 989</b>	<b>37 368</b>	

Tabell 5-7: Omgruppert balanse

Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) er alle åpenbare omløpsmidler, det vil si de brukes i driften. Bankinnskudd er delt, der skattetreksmidler anses som en del av de driftsrelaterte eiendelene. Øvrig bankinnskudd anes som en finansiell eiendel (FE) sammen med investeringer

i tilknyttede selskaper, aksjer og ander finansielle fordringer. I driftsrelatert gjeld (DG) inngår leverandørgjeld, annen kortsiktig gjeld og driftsrelaterte avsetninger. Utsatt skatt er klassifisert som driftsrelatert gjeld men inngår ikke i beregningen av arbeidskapitalen. I grupperingen driftsrelaterte anleggsmidler (DAN) inngår immaterielle eiendeler, som i hovedsak består av konsesjoner. Øvrige fysiske anleggsmidler er også klassifisert som driftsrelaterte anleggsmidler. Finansiell gjeld (FG) er i hovedsak rentebærende gjeld i balansen. Pensjonsforpliktelser er også klassifisert som finansiell gjeld da denne gjeldsposten ikke direkte påvirker selskapets kontantstrømmer fra driften.

### 5.3.1 Netto Arbeidskapital

Arbeidskapital er kortsiktige eiendeler og forpliktelser som er bundet opp med den daglige driften. Arbeidskapitalen til Marine Harvest varierer fra 43 til 60 % av omsetningen i analyseperiode.

Den lange produksjonssyklusen av laks krever en betydelig arbeidskapital i form av biomasse. I gjennomsnitt er det nødvendig med investeringer i netto arbeidskapital på ca. EUR 2,1 for å kunne sikre en økning i slaktevolum på 1 kg (SFI Handbook, 2016). Andre eiendeler som inngår i arbeidskapital er varelager, kundefordringer, andrefordringer og skattetrekkmidler. Leverandørgjeld, annen kortsiktig gjeld og driftsrelaterte avsetninger som er klassifisert som kortsiktige forpliktelser. Tabell 5-8 nedenunder viser netto arbeidskapital og balansepostene som inngår i den.

Regnskapsår	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
<i>Netto arbeidskapital i % av omsetning</i>	43 %	42 %	60 %	49 %	52 %	49 %	49 %
Varelager i % av materialkost.	9 %	8 %	18 %	18 %	17 %	14 %	14 %
Biologiske eiendeler i % av omsetning	39 %	40 %	50 %	39 %	39 %	44 %	42 %
Kundefordringer i % av omsetning	12 %	12 %	17 %	13 %	14 %	17 %	14 %
Leverandørgjeld i % av materialkost.	-18 %	-15 %	-22 %	-15 %	-15 %	-21 %	-18 %
Annen kortsiktig gjeld i % av omsetning	-7 %	-10 %	-7 %	-7 %	-5 %	-7 %	-7 %
Driftsrelaterte omsetninger i % av oms.	0	0	-3 %	-2 %	-2 %	-2 %	-2 %
Skattetrekkmidler i % av omsetning	0,4 %	0,6 %	0,9 %	0,8 %	0,4 %	0,5 %	1 %

Tabell 5-8: Netto arbeidskapital.



### 5.3.2 Netto finansiell gjeld

Et av formålene med omgruppering av balansen er å skille finansielle fra driftsrelaterte poster slik at man kan finne netto finansiell. Netto finansiell gjeld defineres som følger:

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

Tabell 5-9 nedenunder viser finansielle eiendeler og gjeld i balansen det vil si poster som forrentes utenfor driftsresultatet og som til sammen utgjør netto finansiell gjeld. Basert på den omgrupperte balansen i tabellen 5-7, er netto finansiell gjeld til Marine Harvest i 2016 estimert til MNOK 12 165.

<i>(tall i MNOK)</i>	<b>2016</b>
Investeringer i tilknyttet selskap	1 527
Andre aksjer	1
Bankinnskudd	791
Eiendeler holdt for salg	32
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>2 351</b>
Langsiktig rentebærende gjeld	9 026
Annen rentebærende gjeld	3 877
Pensjons- og andre forpliktelser	221
Minoritetsinteresser	8
Obligasjoner og gjeld til kredittinstitusjoner	1
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 382
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>14 516</b>
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>12 165</b>

Tabell 5-9: Netto finansiell gjeld.

## 5.4 Oppsummering av regnskapsanalysen

Analyse av historiske tall har vist at Marine Harvest har hatt god likviditet og soliditet i analyseperioden, mens lønnsomhet var tilfredsstillende med en klar økende tendens i 2016. Veksten har vært varierende men i gjennomsnitt har veksten vært på omtrent samme nivå som øvrige selskaper i bransjen. Videre har EBITDA-marginen vist å øke med økte laksepriser og falle med økte kostnader som følge av oppkjøpet av Morpol og start av fôrproduksjon. Det viste seg at den justerte EBITDA-marginen er mindre volatil enn den rapporterte spesielt i året da fusjon med Morpol ble gjennomført. Videre har driftsresultat pr kilo av høstet laks vist en sterk sammenheng mellom laksepriser og driftsresultat i samme periode, mens driftskostnader pr kg

har økt i hele analyse perioden. Det viktigste funnet fra analysen av salgsinntektene er at Marine Harvest tjener mere pr solgt kilo laks enn gjennomsnittspris pr kilo i samme periode.

## **6 Prognose for fremtidige kontantstrøm**

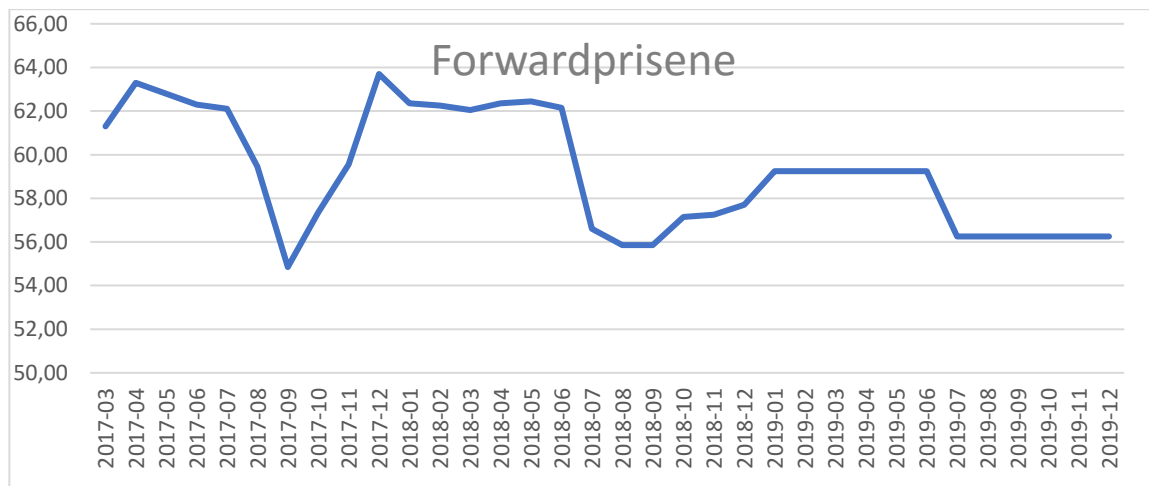
### **6.1 Prognose for salgsinntekter**

Jeg har under analysen av historiske regnskapstall kommet frem til de to hoved drivere for Marine Harvest sine inntekter. Disse er lakseprisen og produksjonsvolum. Jeg har videre sett at Marine Harvest sine inntekter pr kilo produsert fisk er høyere enn markedsprisen for fersk laks. Prognosen for omsetning vil bygge på hvordan jeg tror lakseprisen vil utvikle seg i prognoseperioden tillagt et påslag for merverdier og hvilket produksjonsvolum selskapet vil ha.

Norge nærmer seg sitt maksimale produksjonsvolum, begrenset utfra biologiske faktorer og de angitte konsesjonene. En stor økning i det globale produksjonsvolumet vil på kort sikt derfor kunne skyldes en stor økning fra tilbudssiden fra Chilenske oppdrettere forutsatt at de klarer å løse de utfordringer de har hatt de siste årene. En økt tildeling av konsesjoner vil i Norge kunne føre til en viss økning i produksjonsvolum selv om det nå er begrenset med naturlige gode lokaliteter igjen. Tradisjonelt lakseoppdrett i Norge vil derfor slik jeg ser det ikke kunne bidra med noen stor økning i produsert volum. Likevel vil den teknologiske utviklingen gjøre det mulig å øke volumet som jeg har vært inne på i den strategiske analysen. I sum er det derfor naturlig å anta at det i årene fremover vil være en økning i produksjonsvolumet. Ifølge SFI Handbook 2016, forventes det er årlig vekst i det globale produksjonsvolumet på 3 % frem til 2020.

Marine Harvest anslår et produksjonsvolum tilsvarende 403 millioner tonn for 2017. Dette tilsvarer en økning fra 2016 på 5,2 %. Dette volumet legges til grunn for det første året i prognosen. Videre har jeg i øvrige prognose år lagt til grunn en vekst på cirka 3 %.

I regnskapsanalysen har jeg sett på den historiske utviklingen i lakseprisen. Hovedfunnet herfra er at prisene svinger mye, hovedsakelig drevet av kortsiktige svingninger fra tilbudssiden. Likevel er tendensen en økende laksepris drevet av økt etterspørsel. Laks handles i stor grad på forwardkontrakter ved laksebørsen Fishpool. I figur 6-1 nedenfor er forwardprisene på laks fra 2017 til og med 2019 gjengitt.



Figur 6-1: Forwardprisene for laks (Tallene hentet fra Fishpool.eu.)

Som figuren 6-1 viser handles kontraktene med en laksepris mellom NOK 55 til NOK 65 pr kilo for hele perioden. Snittprisen pr år er regnet ut til å være NOK 62,23, NOK 59,50 og NOK 57,75 for henholdsvis 2017, 2018 og 2019. Etter mitt syn vil forwardprisene for den angitte perioden være et godt utgangspunkt for prognosen. I min oppgave har jeg basert meg på gjennomsnittlige forwardpris for 2017 og 2018. For 2019 har jeg valgt å justere denne noe opp. Etter mitt syn vil det i forwardprisen 3 år frem være priset inn en større usikkerhet som gir utslag i en lavere pris. Videre er prisen pr kg justert opp med forventet inflasjonsnivå på 2,5 % fra 2020 og ut prognoseperioden. Prisen ses i sammenheng med den begrensede veksten i produksjonsvolumet. En styrking av den norske kronen må kunne forventes i perioden, likevel mener jeg økt etterspørsel vil gjøre at prisen holder seg høy.

Fra regnskapsanalysen i kapittel 5 fant jeg en sammenheng mellom historisk laksepris og selskapets inntekter pr år. Jeg mener at de tre siste årene av historikken er mest relevant for prognosen. Differansen mellom gjennomsnittlig laksepris og inntekter pr kg er fra 2014 til 2016 NOK 22,17. I min prognose vil jeg derfor legge til NOK 22 pr kg for å estimere inntektene. I sum kan jeg oppsummere Marine Harvest sine inntekter i prognoseperioden i tabell 6-1 nedenunder.

<b>Prognose salgsinntekter</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Salgsinntekter MNOK	33 945	33 830	35 486	37 431	39 461	40 459
Høstet volum av laks (GWE), Mkg	403	415	428	440	454	454
Salgsinntekter pr kg	84,23	81,50	67,00	85,00	87,00	89,20
Gjennomsnittlige laksepris pr kg	62,23	59,50	61,00	63,00	65,00	67,20
Laksepris-salgsinntekt pr kg	22,00	22,00	6,00	22,00	22,00	22,00
<b>Vekst i salgsinntekter</b>	<b>4,1 %</b>	<b>-0,3 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>2,5 %</b>

Tabell 6-1: Prognose av salgsinntekter og vekst.

## 6.2 EBITDA – margin

Kostnadspostene som er interessante for verdsettelsen er materialkostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. I posten andre driftskostnader er kostnader til restrukturering inkludert.

### 6.2.1 Materialkostnader

Ut fra den strategiske og regnskapsanalysen vet vi nå at materialkostnader i hovedsak består av kostnader til fôr, fiskerogn og lusebehandling. Marine Harvest har som jeg omtalt i strategisk analyse satset hardt på egen fôrproduksjon. Likevel stiller jeg meg tvilende til at de greier å oppnå kostnads fordeler ved det. Innsatsfaktorene er i hovedsak rene råvarer og prisene på fiskefôr har historisk fulgt dem.

I prognosen har jeg derfor forutsatt at materialkostnadene vil holde seg på et høyt nivå. Sterke råvarepriser og ingen umiddelbar løsning på lakselus problematikken taler for dette. Imidlertid forventer jeg et lite fall i første prognose år som følge av en noe fallende tendens i råvareprisene. Deretter forventer jeg en vekst i materialkostnad pr kilo på NOK 1-2 pr år. Materialkostnad pr kilo multipliseres med forventet volum pr år i prognoseperioden for å finne sum materialkostnad pr år.

### 6.2.2 Lønnskostnader

Lønnskostnadene er forholdsvis stabile målt i prosent av omsetningen. De er likevel kraftig økende. I prognosen velger jeg å bruke gjennomsnittet for analyseperioden som tilsvarer 13,7 % av omsetningen som lønnskostnader. Kostnadsposten har vært forholdsvis stabil og jeg klarer ikke identifisere noen klare tegn til at selskapet vil greie å redusere denne kostnaden i prognoseperioden.

### 6.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader holder seg stabilt målt i % av omsetningen. Jeg vil derfor bruke gjennomsnittet av analyseperioden målt mot omsetningen. Andre driftskostnader utgjør her 14 % av omsetningen. Kostnadsposten inkluderer her gjennomsnittlige kostnader til justerte restrukturingskostnader. I sum får jeg en svakt nedadgående EBITDA –margin vist i tabell 6-2.

Prognose EBITDA -Margin	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Høstet volum av laks (GWE), Mkg	403	415	428	440	454	454
Prognose materialkostnader	16 926	17 870	18 866	19 918	21 028	21 554
Materialkostnad pr kg	42	43	44	45	46	48
Materialkostnader i % av omsetning	49,9 %	52,8 %	53,2 %	53,2 %	53,3 %	53,3 %
Prognose lønnskostnader	4 658	4 642	4 869	5 136	5 415	5 552
Lønnskostnader i % av omsetning	13,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %
Prognose ADK	4 752	4 736	4 968	5 240	5 525	5 664
ADK i % av omsetningen	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %
Sum kostnader prognose	26 336	27 248	28 703	30 294	31 968	32 770
sum kostnader i % av omsetningen	77,6 %	80,5 %	80,9 %	80,9 %	81,0 %	81,0 %
<b>EBITDA margin prognose</b>	<b>22,4 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>19,0 %</b>

Tabell 6-2: EBITDA-prognose

### 6.2.4 Investeringer og avskrivninger

Det er i regnskapsanalysen konkludert med at investeringer og avskrivninger er forholdvis stabile målt i % av omsetningen. Jeg har derfor valgt å bruke gjennomsnittlige prosentvise størrelser av omsetningen for estimering av fremtidige investeringer og avskrivninger i prognoseperioden. Disse er på henholdsvis 6,6 og 4,4 %.

### 6.2.5 Arbeidskapital

I regnskapsanalysen har jeg sett på historisk arbeidskapital i analyseperioden. Som tidligere nevnt er lakseoppdrett en svært kapitalintensiv næring da man i stor grad har fisk i sjøen over lang tid. I sum ser dog netto arbeidskapital ut til å være en relativt stabil størrelse målt i % av omsetningen. Jeg har derfor valgt å ta utgangspunkt i historiske størrelser ved beregning av arbeidskapitalen i prognoseperioden. Beregninger er vist i tabellen nedunder.

Prognose av Arbeidskapital	Snitt 2011-16	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Varelager i % av materialkost.	14 %	2 436	2 572	2 716	2 867	3 027	3 103
Biologiske eiendeler i % av omsetning	42 %	14 212	14 164	14 857	15 672	16 522	16 940
Kundefordringer i % av omsetning	15 %	4 926	4 909	5 150	5 432	5 727	5 871
Andre fordringer i % av omsetning	3 %	1 067	1 064	1 116	1 177	1 241	1 272
Leverandørgjeld i % av materialkost.	-18 %	-2 986	-3 153	-3 329	-3 514	-3 710	-3 803
Annen kortsiktig gjeld i % av omsetning	-7 %	-2 339	-2 331	-2 445	-2 579	-2 719	-2 788
Driftsrelaterte avsetninger i % av oms.	-2 %	-518	-516	-541	-571	-602	-617
Skattetrekks midler i % av omsetning	1 %	199	198	208	219	231	237
<b>Netto arbeidskapital</b>		<b>16 997</b>	<b>16 907</b>	<b>17 731</b>	<b>18 703</b>	<b>19 716</b>	<b>20 215</b>
<b>Endring i netto arbeidskapital</b>		<b>887</b>	<b>-90</b>	<b>824</b>	<b>971</b>	<b>1 013</b>	<b>499</b>

Tabell 6-3: Estimering av endring i arbeidskapital.

### 6.2.6 Effektiv skatt på kontantrømmene

I min oppgave har jeg forutsatt forholdsvis høye investeringer sammenlignet med avskrivninger. Dette tyder på den effektive skattesatsen vil være en del lavere enn nominelle. Kallestad & Møller oppgir i tabell 6-4 følgende tommelfingerregel for effektiv skattesats for norske selskaper ved en nominell skattesats på 25 %.

Normal vekst og kapitalintensiv:	23 %
Høy vekst og kapitalintensivitet:	20-22 %
Tjenesteytende, negativ vekst:	25-28 %

Tabell 6-4: Estimering effektiv skattesats (Kaldestad & Møller, 2016, s. 120).

Hoveddelen av Marine Harvest sin virksomhet foregår i Norge, jeg vil derfor ta utgangspunkt i denne. Regjeringen har videre varslet at den nominelle skattesatsen skal settes ned til 23 % innen 2018. Det diskuteres også å sette den ytterligere ned til 22 % (Wiesholm.no, 2017). Veksten er diskutabel, men fiskeoppdrett er uten tvil kapitalintensivt som jeg har vært inne på tidligere. I sum mener jeg derfor 22 % effektiv skattesats er et passende estimat for prognoseperioden.

## 7 Avkastningskrav til totalkapitalen

Ved bruk av kapitalverdimodellen har jeg kommet frem til et kortsiktig avkastningskrav til Marine Harvest på 5,32 % og langsiktig avkastningskrav på 7,07 %, vist i tabell 7-1 nedenunder. I resten av kapittelet vil jeg gå gjennom de ulike komponentene i beregning av det kortsiktige og langsiktige avkastningskravet til totalkapitalen.

Avkastningskrav til totalkapital (WACC)	Kortsiktig	Langsiktig
Risikofrirente	1,70 %	3,50 %
Markedspremie	5,25 %	
Beta	0,77	
<b>Avkastningskrav til egenkapital</b>	<b>5,74 %</b>	<b>7,54 %</b>
Risikofrirente	1,70 %	3,50 %
Kredittrisikopremie	0,60 %	
Nominell skattesats	24 %	
<b>Avkastningskrav til gjeld</b>	<b>1,75 %</b>	<b>3,12 %</b>
Egenkapitalandel	89 %	
Gjeldsandel	11 %	
<b>WACC</b>	<b>5,32 %</b>	<b>7,07 %</b>

Tabell 7-1: Estimering av avkastningskrav til Marine Harvest.

### 7.1 Beta

Beregningen av betaen etter min valgte metode ga en egenkapitalbeta på 0,77. Ofte er det vanlig bruke Bloomberg justering av beta ( $\text{Justert beta} = \text{observert beta} \cdot \frac{2}{3} + 1 \cdot \frac{1}{3}$ ) dersom beta oppleves som uvanlig lav eller høy. Dette alternativet ville gitt en beta til Marine Harvest på 0,85.

Jeg vil benytte bransje beta som utgangspunkt for hva som er en normal beta i bransjen. Jeg vil bruke Damodarans bransjebeta for *Food Processing* i Vestlige Europa siden han ikke angir en egen beta for akvakultur. Den gjennomsnittlige egenkapital beta (*Levered beta*) er oppgitt til 0,76, noe som er veldig nært 0,77 (Damodaran, 2017). Videre er totalkapitalbetaen oppgitt på 0,67 (*Unlevered beta*). Ved å vekte den med Marine Harvest sin kapital struktur ( $0,67 \cdot \frac{EV}{Market CAP}$ ) får jeg egenkapitalbeta på 0,75 som igjen er litt lavere, men nær 0,77. I tillegg var den observerte beta på Thompson Reuters (5-årig, månedlige observasjoner) til Marine Harvest på 0,48, SalMar 0,29, Lerøy Seafood 0,68 og Grieg Seafood 0,73 den 2. mars 2017. Disse betaene tyder på at bransjen er noe mindre utsatt til svingninger i markedsporteføljen og dermed

har mindre betaer er vanlig. På bakgrunn av dette velger jeg å bruke en beta på 0,77 og unnlate å benytte Bloomberg justering som ville gi høyere beta (0,85) enn det som er tendensen i bransjen i skrivende stund.

## 7.2 Risikofri rente

Som omtalt i teoridelen er statsobligasjoner tilnærmet konkursfrie og jeg vil dermed bruke de som den risikofrie renten i min oppgave. Man kan velge mellom 3, 5, og 10-års statsobligasjoner. Undersøkelsen ”Risiko premien i det norske markedet” har vist at 41% av respondentene benytter 10-årig statsobligasjoner og 24% bruker normalisert risikofri rente (PwC, 2016). Lange renter gir et mer stabilt avkastningskrav siden den varierer mindre enn korte renter (Kaldestad & Møller, 2016). Derfor har jeg valgt å bruke renten på 10-årig statsobligasjoner som risikofri rente. Denne renten var pr 23.02.17 på 1,70%.

I tillegg til denne vil jeg også bruke en normalisert risikofri rente som gjenspeiler langsiktige forventninger til risikofri rente. Normalisert risikofri rente består av langsiktig forventet realrente og langsiktig forventet inflasjon. Som omtalt i den strategiske analysen har renter i Norge og omtrent hele verden holder seg på et historisk lavt nivå. Mange analytikere mener dog at den kommer til å øke i fremtiden. En økning i realrente til rundt 1% og 1,5% ville gi en normalisert langsiktig risikofrirente på 3,5% til 4% når vi plusser inflasjonsmålet på 2,5%.

PwC undersøkelsen i 2016 har vist at de fleste norske finansanalytikere benytter en normalisert risikofri rente på 3,5 % og medianen ligger på 3 % som er på et lavere nivå enn året før da renten var mellom 3,5 og 4 %. EIOPA (*European Insurance And Occupational Pensions Authority*) har satt normalisert rente til 3,7 %, hvorav 2 % er inflasjon og 1,7% er gjennomsnitt av realrenten i 7 land over 50 år (Nordahl, 2016b). På bakgrunn av denne informasjon kan det ses en tendens i markedet at normalisert risikofri rente ligger mellom 3% og 4%. Derfor mener jeg at rente på 3,5%, som er også mest brukt av norske analytikere ifølge PwC undersøkelsen i 2016, er rimelig for beregning av totalavkastningskrav i denne oppgaven.

## 7.3 Markedspremie

Metoden for historisk risikopremie sammenligner avkastningen over tid på en markedsindeks med avkastningen på statsobligasjonen. Studie av Dimson et al., 2011 angir at gjennomsnittlig historisk risikopremie i Norge var på 5,5% i perioden 1900-2010. Denne studien er mye brukt som kilde for historisk risikopremie blant annet av Damodaran og i PwC undersøkelsen.



Metoden har imidlertid en ulempe. Empiriske resultater viser at historisk risikopremie ikke nødvendigvis er representativ for fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166).

Metoden, spørreundersøkelser setter premien fremover i fokus, men har også en ulempe at deltakerne kan være påvirket av markedssentimentet på undersøkelses tidspunkt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Derfor mener jeg at den beste løsning er å kombinere begge metodene. PwCs spørreundersøkelsen har vist at i 2016 lå markedsrisikopremien i det norske markedet på 5%. Videre har resultatene fra denne undersøkelsen vært stabile siden 2011. Når vi har historiske tall fra 1900 til 2010 og tall fra spørreundersøkelser fra 2011 til 2016 som er mer fremtidsorienterte, mener jeg at gjennomsnitt mellom disse kan gi en rimelig markedspremie, som blir da på 5,25%.

Det er flere studier som gir andre tall for markedsrisikopremie, for eksempel Damodaran beregnet den norske markedsrisiko premien til 5,69% i januar 2017, og min valgte metode kan derfor kritiseres. Til tross for det velger jeg å begrense meg til Dimson studien for den historiske data og PwC spørreundersøkelsen fra 2016 for valg av markedspremie i denne oppgaven.

## 7.4 Kredittrisikopremie

For estimering av kredittrisikopremie vil jeg ta utgangspunkt i langsiktig kredittvurdering av Marine Harvest som er estimert til A2 –lav risiko, av Proff Forvalt, 2017 (Vedlegg 3). Imidlertid bygger denne kredittratingen på regnskapstall fra 2015. For å estimere kredittrisikopremien har jeg valgt å benytte kredittrating for store selskaper med markedskapital høyere enn USD 5 milliarder oppdatert i 2017 av Damodaran, vist i tabell 7-2 under.

<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
<i>&gt;</i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
8.50	100000	Aaa/AAA	0.60%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.80%
5.5	6.499999	A1/A+	1.00%
4.25	5.499999	A2/A	1.10%
3	4.249999	A3/A-	1.25%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.60%
2.25	2.499999	Ba1/BB+	2.50%
2	2.249999	Ba2/BB	3.00%
1.75	1.999999	B1/B+	3.75%
1.5	1.749999	B2/B	4.50%
1.25	1.499999	B3/B-	5.50%
0.8	1.249999	Caa/CCC	6.50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	8.00%
0.2	0.649999	C2/C	10.50%
-100000	0.199999	D2/D	14.00%

Tabell 7-2: Kreditrisikopremien for store ikke finansielle selskaper med markedskapital > USD 5 milliarder (Damodaran, 2017).

På *Thompson Reuters Eikon* den 23.02.17 ligger Marine Harvest sin markedskapital (*Market CAP*) på NYSE på rund 8 milliarder dollar og dermed er tabellen egnet for selskapet. Videre er rentedekningsgraden (*Interest coverage ratio*) definert som EBIT/Rente utgifter (*EBIT/Interest expenses*) (Damodaran, 2012 s. 80). For 2015 hadde Marine Harvest en rentedekningsgrad på 7,44 (=3092,8/416,5) og dette gir kredittvurdering lik AA i tabellen ovenfor. Dette stemmer godt med Proff Forvalt sin kreditt-rating i 2015, som indikerer at tabellen er rimelig for kredittvurdering av Marine Harvest. På samme måten finner jeg rentedekningsgraden for 2016 som er på 20,48 (=9208,1/449,6). Med denne rentedekningsgraden får selskapet kredittvurdering på AAA, som betyr en lav risiko for konkurs og innebærer kreditrisikopremie på 0,60%. Det er denne premien velger jeg å bruke i beregning av gjeldskostnaden.

Nominell skattesats er i skrivende stund på 24% (Finansdepartementet, 2016) og det er derfor vil jeg bruke denne skattesatsen som min beste estimat i beregning av avkastningskrav til gjeld. Med disse tallene blir estimert kortsiktig og langsiktig avkastningskrav til gjelden på henholdsvis 1,75% og 3,12%.

## 7.5 Markedsverdi av Egenkapital og Gjeld

Markedsverdiene til selskapet (*Enterprise Value: EV*) og egenkapital (*Market Capital: M CAP*) er vist i tabell 7-3 under. Tallene er oppgitte i euro, men siden det er forholdstallet som gjelder i kapitalstruktur, er det ikke nødvendig å ha verdiene i norske kroner.

<b>Marine Harvest ASA</b>	<b>EUR</b>
Markeds verdi egenkapital ( <i>M CAP</i> )	7, 579, 537, 811.870
Markeds verdi totalkapital ( <i>EV</i> )	8, 470, 037, 811.870

Tabell 7-3: Markeds verdiene til Marine Harvest kapital (Tall hentet Thompson Reuters Eikon, den 23.02.17).

Markeds verdi av netto finansiell gjeld på MEUR 890,5. kan finnes ved å trekke markedsverdi av egenkapitalen fra markedsverdien av totalkapitalen eller mer detaljert vist i tabell 7-4 nedenunder.

<b>Markedsverdi av netto finansiellgjeld EUR:</b>		
+	Langsiktig gjeld	993 400 000
+	Annen rentebærende gjeld	100 000
+	Minoritets renter	900 000
-	Kontanter og kortsiktige investeringer	103 900 000
+	Kortsiktig gjeld	0
=	<b>Netto gjeld</b>	<b>890 500 000</b>

Tabell 7-4: Markeds verdi av gjeld (Tall hentet fra Thompson Reuters Eikon, den 23.02.17).

Med disse tallene får jeg en egenkapitalandel på 89% (7 580/8 470) og en gjeldsandel på 11% (8 91/8 470) som videre er brukt til beregning av avkastningskravet til totalkapitalen.

## 8 Verdsettelse

### 8.1 Totalkapitalmodellen

Etter å ha estimert fremtidige kontantstrømmer og funnet både det kortsiktige og langsiktige avkastningskravet har jeg alle størrelser for å verdsette Marine Harvest ASA med totalkapitalmodellen. Med den langsiktig vekst på 2,5 % årlig og antakelsen om evig drift kan jeg beregne terminalverdien ved hjelp av *Gordons vekstformel*. Terminalverdien estimerer verdien av den ”evige” kontantsømmen som kommer etter slutten av den eksplisitte perioden (Kaldestad & Møller, 2016).

Utrekning av terminalverdi med Gordons vekst formel, definert i kapitel 2, ga terminalverdi på M NOK 72 501. Videre legges denne til den siste kontantstrømmen og alle kontantstrømmene diskonteres med den kortsiktige avkastningskrav på 5,32%. Utrekningene vist i tabellene nedunder ga en nåverdi av total kapital på MNOK 67 946.

Terminalverdi	
Langsiktig vekstrate	2,5 %
Langsiktig WACC	7,07 %
Kontantstrøm i 2017	3 231
<b>Terminalverdi</b>	<b>72 901</b>

Tabell 8-1a: Estimering av terminalverdi.

Verdsettelsesmodell						
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Estimert kontantstrøm	3 145	3 328	2 478	2 497	2 620	3 231
terminalverdi						72 901
FCF + terminalverdi	3 145	3 328	2 478	2 497	2 620	76 132
WACC	5,32 %					
<b>Nåverdi kontantstrømmene</b>	<b>67 946</b>					

Tabell 8-1b: Estimering av Marine Harvest nåverdi av total kapital.

Egenkapitalverdien finnes ved å trekke netto finansiell gjeld fra total kapitalverdien som vist i tabell 8-1c nedunder. Videre vil aksje verdien finnes ved å dele egenkapitalverdien med antall aksjer. Dette gir egenkapitalverdi på Marine Harvest ASA på **MNOK 55 781** og verdien pr aksje blir **NOK 123,33**.

Egenkapitalverdi	
Total kapitalverdi	67 946 426 255
Netto finansiell gjeld	-12 165 174 618
<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>55 781 251 637</b>
Antall aksjer	452 289 856
<b>Verdi pr aksje</b>	<b>123,33</b>

Tabell 8-1c: Estimering av egenkapitalverdi til Marine Harvest.

## 8.2 Verdsettelse med multipler

Jeg vil bruke multipler for å kunne sammenligne verdien i multiplikator metoden med verdien i total kapital metoden og på den måten vurdere hvor rimelig verdien er. Som omtalt i teorien vil

jeg benytte multipler P/E, EV/EBIT og EV/kg. Gjennomsnittlig multipl for sammenlignbare selskaper vil bli brukt for å finne et estimat på aksjeverdien.

### 8.2.1 Sammenlignbare selskaper

Jeg har tidligere i regnskapsanalysen brukt selskapene SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Cermaq for å sammenligne vekst. På grunn av at Cermaq ikke er børsnotert velger jeg å ikke bruke dette selskapet videre i oppgaven. Disse selskapene har som Marine Harvest sin drift innen oppdrett av laks og dermed tilfredsstillende kravet om bransjetilhørighet. Videre er alle disse selskapene norskregistrerte allmennaksjeselskaper som er notert på Oslo Børs. Dette betyr at de i stor grad er utsatt for samme makroøkonomiske forhold omtalt i PESTEL analysen. Videre er selskapene stiftet i om lag samme periode mellom 1988 og 1995 som er et tegn på at selskapene er godt etablerte og er på omlag samme utviklingsstadium det vil si modne selskaper som igjen gir mere pålitelige resultater i multipler vurdering.

### 8.2.2 P/E

Tabell nedenfor viser P/E til Marine Harvest og sammenlignbare selskaper. Gjennomsnittet er beregnet ekskludert Marine Harvest. Ut fra tabellen 8-2 kan vi se at Marine Harvest har et betydelig høyere P/E multipl enn resten i sammenligningsgruppen dette skyldes at selskapet har et betydelig høyere markedsverdi på egenkapital som er på MNOK 66 726 (NOK/EUR 8,807 i 23.02.17), mens resultat etter skatt på MNOK 5 010 (MEUR 539,3\* 9,2899 NOK/EUR snitt kurs i 2016) ikke har like stort avvik fra resten av gruppen. Dette stemmer godt overens med observasjon i regnskapsanalysen da soliditeten til selskapet er definert som meget god og lønnsomheten kun tilfredsstillende.

	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg Seafood	Snitt
P/E	14	9,24	11,72	7,19	9,38

Tabell 8-2: P/E multipler (Hentet fra Thompson Reuters Eikon den 23.02.17).

Ved å benytte gjennomsnittlig multipl for sammenligningsgruppen har jeg beregnet Marine Harvest aksjekurs til å være NOK 103,26 slik det er vist i tabell 8-3. Dette er betydelig mindre enn selskapets aksjekurs på NOK 148,30 observert den 23.02.17 som kan være et tegn på at Marine Harvests aksjen er overpriset i perioden med eksepsjonelt høye laksepriser. Videre ser jeg at aksjepris i skrivende stund 27.03.17 har falt til NOK 132,50 som fortsatt tyder på at aksjen er overpriset i forhold til aksje verdien i tabellen 8-3.

P/E	M NOK
Multippel	9,38
x Resultat etter skatt	5010
= Verdi egenkapital	47011
/ Antall aksjer	455,289
= Verdi pr aksje	103,26

Tabell 8-3: Estimert til Marine Harvest aksjeverdi ved bruk av P/E multiplere.

### 8.2.3 EV/EBIT

Tabell 8-4 viser EV/EBIT multipler til Marine Harvest og sammenlignbare selskaper. Ut fra tabellen kan vi se at SalMar aksjen er dyrest, mens Marine Harvest aksjen er den tredje dyreste, men er ikke langt unna gjennomsnittet til sammenligningsgruppen som er blitt trukket noe ned av lavere Lerøy multiplere.

	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg Seafood	Snitt
EV (M NOK)	74595,6	26904,06	31146,96	10035,7	
EBIT (M NOK)	9208,2	3085,6	4314,03	1167,7	
EV/EBIT	8,10	8,72	7,22	8,59	8,18

Tabell 8-4: EV/EBIT multipler.

Tabellen 8-5 nedenfor viser beregning av aksjeverdi til Marine Harvest basert på gjennomsnittlig EV/EBIT for sammenligningsgruppen. Den estimerte aksjeverdi på NOK 138,67 er lavere enn aksjekursen den 23.02.17 på NOK 148,30. Dette tyder på at Marine Harvest aksjen er overvurdert i markedet.

EV/EBIT	M NOK
Multippel	8,18
x EBIT	9208,15
= EV	75301,85
- Netto finansiell gjeld	12165
= Verdi egenkapital	63136,8
/ Antall aksjer	455,289
= Verdi pr aksje	138,67

Tabell 8-5: Estimert av Marine Harvest aksjeverdi ved bruk av EV/EBIT multiplere.

### 8.2.4 EV/kg

Ut fra tabellen 8-6 nedenfor kan vi se at SalMar er høyest priset basert på EV/kg multiplere, mens Marine Harvest er nest høyest priset med multiplere som ligger ganske nært snittet til

sammenligningsgruppen. Dette tyder på at markedet har litt høyere forventninger enn gjennomsnittet til Marine Harvest fremtidige inntjeninger.

	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg Seafood	Snitt
EV M NOK	74595,62	26904,06	31146,96	10035,68	
M KG	403	118	180	70	
EV/KG	185,10	228,00	173,04	143,37	181,47

Tabell 8-6: EV/kg multipl.

Som det er vist i tabellen 8-7 har jeg estimert at Marine Harvest sin aksjeverdi til NOK 133,91 basert på gjennomsnittlig EV/kg for sammenligningsgruppen. Aksjeverdien er lavere enn NOK 148,30 aksjekurs på sammenligningsdatoen, den 23.02.17. Dette igjen viser oss en tendens at aksjen er overpriset i forhold til den verdien beregnet med EV/kg multipl.

EV/kg	Tall i M
Multipl	181,47
x KG	403
= EV	73132
- Netto finansiell gjeld	12165
= Verdi egenkapital	60967
/ Antall aksjer	455,289
= Verdi pr aksje	133,91

Tabell 8-7: Estimat av Marine Harvest aksjeverdi ved bruk av EV/kg multipl.

### 8.2.5 Oppsummering av multipl basert verdsettelse

Estimering av Marine Harvest aksje med multipler ga verdier i intervallet mellom NOK 103,26 og 138,67, vist i tabellen 8-8.

	Verdiestimat Marine Harvest
P/E	103,26
EV/EBIT	138,67
EV/KG	133,91
Gjennomsnitt	125,28

Tabell 8-8: Verdiestimat av Marine Harvest aksje med multipler.

Disse verdiene peker i retning at Marine Harvest aksjekurs på NOK 148,30 den 23.02.17 var overvurdert i markedet. Grunnen til det kan være den høye lakseprisen som bidro til økte forventninger til høye fremtidige inntjeninger. Dette er delvis bekreftes av at aksjekursen i

skivende stund har falt til 132,50 den 27.03.17 etter at lakseprisene har holdt seg stabile på en lavere nivå i en stund. Gjennomsnittet av alle tre verdiestimater ved multippelverdsettelse av Marine Harvest er på NOK 125,28. Dette tyder på at verdiestimatet funnet ved bruk av totalkapitalmodellen NOK 123,33 virker rimelig.

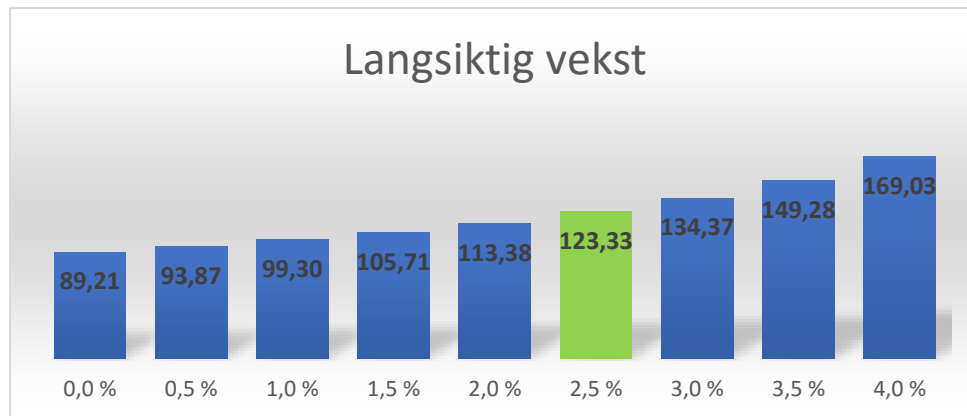
## 9 Sensitivitetsanalyse

Som omtalt i kapitel 2, innebærer verdsettelse med kontantstrømodeller en del usikkerhetsmomenter i estimering av fremtidige kontantstrømmer og diskonteringsfaktor. For å se hvordan eventuelle endringer i de mest sentrale faktorer påvirker verdien av selskapets aksje vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Ved å holde alle andre faktorer konstante vil det være mulig å se hvor stor effekt endring i en bestemt faktor har på aksjeverdien. Denne informasjon gir vurderingsgrunnlag av om verdiestimat av Marine Harvest aksje på NOK 123,33 er rimelig. De faktorer jeg har valgt å se på er langsiktig vekstrate, omsetningsvekst, EBITDA-margin, beta og normalisert risikofri rente.

### 9.1 Langsiktig vekstrate

Endring i langsiktig vekstrate som estimerer selskapenes vekst i evig fremtid har stort utslag på aksjeverdien. Figuren 9-1 viser hvordan endring av langsiktig vekst med 0,5% i intervallet mellom 0% og 4% påvirker Marine Harvest sin aksjeverdi. I totalkapitalmodellen har jeg estimert langsiktig vekst på 2,5% som er resultat av stagnerende vekst i høstingsvolum, men med relativt høye laksepriser. Lavere laksepriser enn det jeg antatt i prognosen ville gi lavere vekst og dermed betydelig lavere aksjeverdi. Fra dagens situasjon i den tradisjonelle oppdrettsnæring er det vanskelig for meg å se at langsiktige veksten i bransjen kan være noe høyere enn 2,5% da prisene allerede er på historisk høye nivåer og eventuell økning i volum kan redusere de. Dersom prisene blir lavere enn estimert og veksten for eksempel faller til 2% eller 1,5% vil aksjeverdien falle med henholdsvis 8% og 14%. Dette illustrerer godt at aksjeverdien er veldig sensitiv til endringer i langsiktig vekstrate.





Figur 9-1: Aksjesensitivitet til endring i langsiktig vekstrate.

## 9.2 Kortsiktig omsetningsvekst

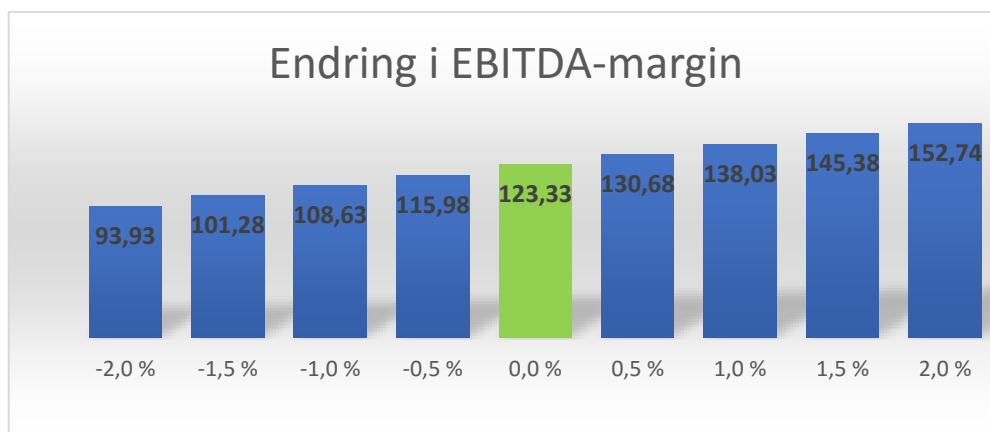
Figur 9-2 nedenunder illustrerer effekten av en endring i vekstrate med 0,5% i periode 2017-2021 da langsiktig vekst holdes uendret. Som vi kan se fra figuren 9-2 vil en økning eller reduksjon i de estimerte fremtidige vekstratene for Marine Harvest gi lavere utslag på selskapets aksjeverdi enn den langsiktide vekstraten. Ved økning eller reduksjon på 2% ville verdien endre seg med henholdsvis pluss 9% eller minus 8%. Denne endringen ville mest sannsynligvis komme fra endring i laksepriser. Som for langsiktig vekst er det mer sannsynlig at lakseprisen blir lavere enn høyere gitt at de er fastsatt på historisk høyere nivå og at laksepriser har en fallende tendens i skrivende stund. Dermed ville veksten være 0,5% lavere enn den er estimert i total kapitalmodellen og Marine Harvest aksjeverdi vil være 2% lavere. Dette tyder på at aksjen er mindre sensitiv til den kortsiktige veksten.



Figur 9-2: Aksjesensitivitet til endringer i kortsiktig omsetningsvekst.

### 9.3 EBITDA-margin

EBITDA- margin er en annen nøkkelfaktor som påvirker de fremtidige kontantstrømmene og dermed verdien av aksjen. Figur 9-3 nedenunder viser hvordan endring i EBITDA-marginen med 0,5% påvirker aksjens verdi. Dersom selskapet klarer å redusere sinne kostnader og marginen øker med 2% vil aksjeverdien øke med 24%. Økte kostnader og en 2% lavere marginen vil derimot medføre 24% reduksjon i verdiestimatet. I prognosen av fremtidige driftskostnader var jeg forsiktig og satt relativ høye kostnader på bakgrunn av selskapets fokus på kvalitet som bidrar til økende trenden i kostnader. 0,5 % endring i EBITDA-marginen gir en endring i aksjeverdien på 6%. Jeg ser at små endringer i marginen gir store utslag på verdien som indikerer at aksjeverdien er sensitiv for endringer i denne faktoren.



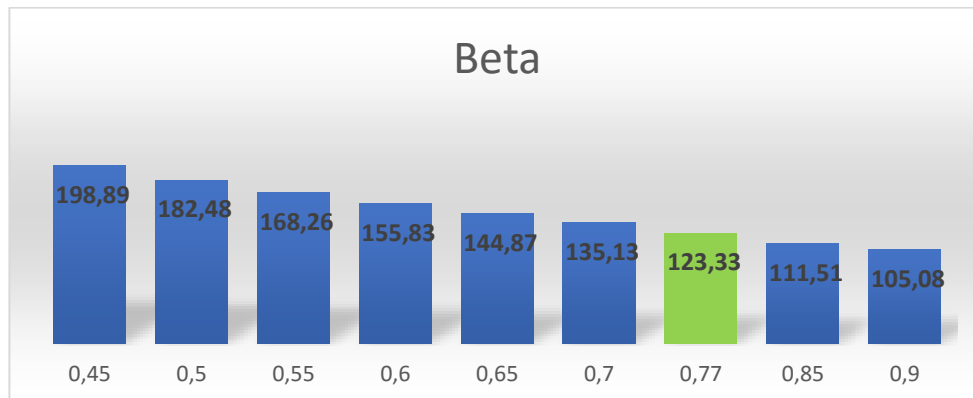
Figur 9-3: Aksjesensitivitet til endringer i EBITDA-margin.

### 9.4 Beta

Avkastningskravet har uten tvil stor effekt på selskapets verdi. Men ikke alle størrelser som inngår i beregning av avkastningskrav har like stor effekt på avkastningskravet. Beta verdien er den faktor som har størst effekt på avkastningskravet og følgelig selskapsverdien. Figur 9-4 nedenunder illustrerer dette.

Ut fra figur 9-4 kan vi se at en beta på 0,85 ville gitt 10% mindre aksje verdi som ikke er så urimelig men dog noe mer pessimistisk. Beta verdi på 0,5 som er om lag lik *Thompson Reuters* angitte estimat til Marine Harvest sin beta beregnet med 5 årlig månedlige observasjoner ville gi 48% høyere aksjeverdi på NOK 182,48 som virker ganske urimelig gitt at aksjen på de rekordhøye laksepriser var på rundt NOK 150 det vil si en god del lavere. Oppsummert viser

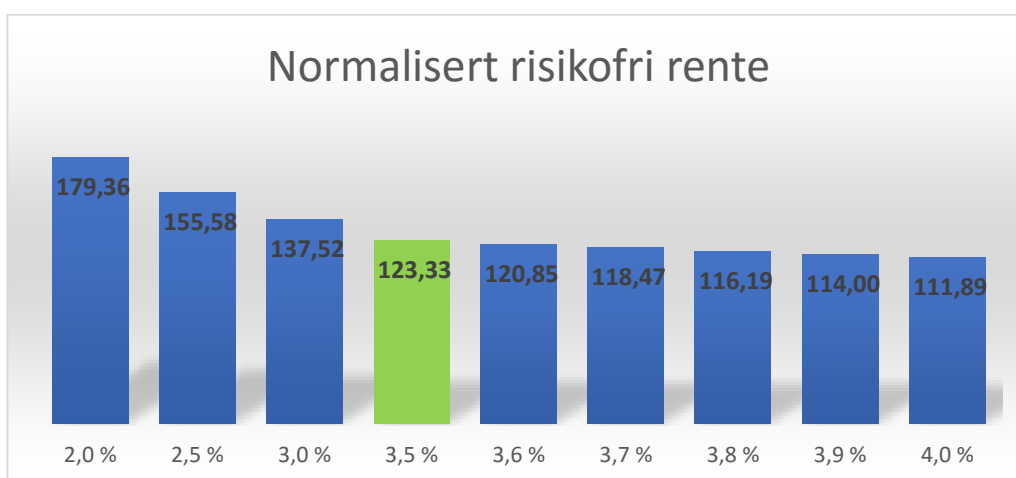
sensitivitetsanalysen at betaestimat i verdsettelsen er ganske rimelig, men viser også at små endringer har store utslag på aksjeverdien.



Figur 9-4: Aksjesensitivitet til endringer i beta.

## 9.5 Normalisert risikofri rente

Fastsettelse av den normaliserte risikofrie renten i avkastningskravet var noe usikkert på grunn av den høye usikkerhet i utvikling i realrenten som sammen med inflasjonsforventninger påvirker denne størrelsen. Effekten av endringer i normalisert risikofri rente på aksjeverdien er vist i figur 9-5 nedenunder. Rente på 3% ville gi 12% høyere aksjeverdi, mens rente på 4% ville gi 9% lavere aksjeverdi. Dette viser at aksjen er sensitiv til faktoren men mye lavere enn den er for endringer i beta. Gitt den høye usikkerheten til den fremtidige realrenten som kan endre seg i begge veier virker mitt valg av rente på 3,5% rimelig.



Figur 9-5: Aksjesensitivitet til endring i normalisert risikofri rente.

## Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Sensitivitetsanalysen har vist mulige utslag på Marine Harvest aksjeverdi ved endring i de ulike nøkkelfaktorer i verdsettelse med total kapitalmodellen. Som forventet var det endring i langsiktig vekst, EBITDA-marginen og beta som ga de største utslagene på verdien. Aksjen var noe mindre sensitiv til endring i den estimerte kortsiktige omsetningsveksten. Sensitivitet ved endring i den normaliserte risikofrie renten er også noe mindre, dog betydelig.

### *Anbefalinger til strategien basert på sensitivitetsanalysen*

De størrelsene som selskapet kan påvirke selv er EBITDA-marginen ved å forsøke å effektivisere driften og redusere kostnadene, imidlertid det er ikke lett å gjøre dette uten at det går på bekostning av kvaliteten som Marine Harvest sikter på. Videreforedling av produktene gir økte inntjening ifølge de observasjonene som er gjort i denne oppgaven. Høyere satsing på det vil kunne gi Marine Harvest høyere vekst. Til sammen vil disse tiltakene i teorien kunne øke selskapets verdi og dermed anbefales å ta til vurdering i utvikling av fremtidig strategi.

## 10 Konklusjon

Formålet med denne bacheloroppgaven har vært å fastsette et verdiestimat på Marine Harvest ASA egenkapital pr 23.02.2017. Hensikten med dette var å finne ut om Marine Harvest aksjer er priset riktig på Oslo Børs og gi en anbefaling av handelsstrategi for selskaps aksjer.

Dette ledet til følgende problemstilling: «Hva er verdien av Marine Harvest ASA pr 23.02.2017?»

For å komme frem til et verdiestimat har jeg brukt total kapitalmodellen. I total kapitalmodellen har jeg estimerte fremtidige kontantstrømmer basert på den strategiske analysen og historisk regnskapsanalyse. Ved å diskontere kontantstrømmene og terminalverdien med det estimerte avkastningskravet kom jeg frem til verdien av total kapitalen. Ved å trekke netto finansiell gjeld fra total kapitalverdien kom jeg frem til verdien av egenkapitalen til Marine Harvest. I tillegg har verdsatt selskapet med multipler for å få et sammenligningsgrunnlag.

I total kapitalmodellen estimerte jeg verdien av Marine Harvest egenkapital til MNOK 55 781, noe som ga et verdiestimat pr aksje på NOK 123,33. Verdsettelse med multipler ga en verdi pr

aksje på NOK 125,28 og egenkapitalverdi på MNOK 56 662. Multippelbasert verdiestimat for selskapsaksje indikerer at verdiestimat ved total kapitalmodellen er rimelig da forskjellen mellom disse er ikke stor. Jeg vil som mitt beste estimat for verdi av Marine Harvest egenkapital brukt tallene fra total kapitalmodellen som tar hensyn til fremtidige forventninger til selskapets inntjening. Forventningen om fremtidige kontantstrømmer påvirker nåverdien og er dermed den mest korrekte måte å estimere selskapets verdi. Mitt endelige verdiestimat blir derfor på MNOK 55 781 eller pr aksje på NOK 123,33.

Aksjekursen til Marine Harvest var på Oslo børs den 23.02.2017 på NOK 148,30 som falt til NOK 133,70 i skrivende stund den 08.04.2017. Begge disse kursene er høyere enn mitt verdiestimat. På bakgrunn av dette kan det anbefales å selge selskaps aksjer.

Imidlertid er det flere usikre forutsetninger som påvirker verdiestimatet mitt. Som sensitivitetsanalysen har vist vil små endringer i de sentrale faktorer føre til forholdvis store endringer i mitt verdiestimat. Spesielt endringer i den langsiktige veksten og beta har store effekter på verdien. Dette gir usikkerhet i fastsettelse av en bestemt handelsstrategi da forskjellen mellom mitt estimat og børskursen ikke er så stor og små endringer i nøkkelfaktorene i total kapitalmodellen kan påvirke den estimerte verdien begge veier. Den estimerte verdien til Marine Harvest ASA kan derfor avvike fra den reelle verdien og må ikke tas som gitt.

## Litteraturliste

Akvakulturloven (2005). *Lov om akvakultur (akvakulturloven)*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Alvial, A., Kibenge, F., Forster, J., Burgos, J.M., Ibarra, R. & St-Hilaire, S. (2012). *The Recovery of the Chilean Salmon Industry: The ISA crisis and its consequences and lessons*. Hentet fra [https://www.aquaculturealliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GAA\\_ISA-Report.pdf](https://www.aquaculturealliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GAA_ISA-Report.pdf)

Berge, A. (2015, 4. mars). Bommet med 102.000 tonn. *Ilaks.no*. Hentet fra <http://www.ilaks.no/bommet-med-102-000-tonn/>

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer S. (2013). *Economics of Strategy*. (6. utg.). Asia: John Wiley & Sons Singapore.

Dalland, A. & Lura, C. (2016, 26. mai). Lakserømming verre enn fryktet. *nrk.no*. Hentet fra <https://www.nrk.no/hordaland/lakseromming-verre-enn-fryktet-1.12964207>

Damodaran, A., (2017). Data: Current. *Damodaran Online*. Hentet fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A., (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (3. utg.). Hoboken, New Jersey: WILEY.

Dimson, E., Marsh, P., & Stauton, M. (2011). *Equity Premie Around the World*. London Business School.

Iversen, A., Hermansen Ø., Adreassen O. (Nofima AS), Kongsvik Brandvik, R., Marthinussen A. & Nystøyl, R. (Kontali Analyse AS). (2015). *Kostnadsdrivere i lakseoppdrett* (Nofima rapport nr. 41/2015). Tromsø: Nofima AS. Hentet fra [https://nofima.no/wp-content/uploads/2015/08/Rapport\\_nr\\_41-2015\\_-\\_Kostnadsdrivere\\_i\\_lakseoppdrett.pdf](https://nofima.no/wp-content/uploads/2015/08/Rapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf)

Finansdepartementet. (2016, 20. desember). Skattesatser 2017. *Regjeringen.no*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>

FishPool.eu (udatert). *Price history – weekly, monthly and annual average*. Hentet fra <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Giskeødegård, K. (2014). Norske sjømatelskaper som investeringsobjekt. *Praktisk økonomi og finans*, (30), 143-159. Hentet fra [https://www-idunn-no.ezproxy.hioa.no/pof/2014/02/norske\\_sjoematselskaper\\_som\\_investeringsobjekt](https://www-idunn-no.ezproxy.hioa.no/pof/2014/02/norske_sjoematselskaper_som_investeringsobjekt)

Grieg Seafood. (2017). Q4 2016. *griegseafood.no*. Hentet fra <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Guttormsen, A. (2013). *Hva påvirker laksepriser?* Hentet fra <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>

Hallenstvedt, A. (2015, 12. juni). Fiskeoppdrett. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Hovland E. (Red.). (udatert). *Band 5: Havbruk: Havbruksnæringen – et eventyr i Kyst-Norge*. Hentet fra <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

Jordal, A. (2014). Laksebørsen Fish Pool – et verktøy for å styre inntekt og marginer. *Praktisk økonomi og finans*, (30), 160-167. Hentet fra [https://www-idunn-no.ezproxy.hioa.no/pof/2014/02/lakseboersen\\_fish\\_pool\\_et\\_verktoey\\_for\\_aa\\_styre\\_inntekt\\_og\\_m](https://www-idunn-no.ezproxy.hioa.no/pof/2014/02/lakseboersen_fish_pool_et_verktoey_for_aa_styre_inntekt_og_m)

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. (2. utg). Bergen: Fagbokforlaget.

Kharas, H. (2010). *Working Paper No. 285: The Emerging Middle Class In Developing Countries*. Paris: OECD Development Centre. Hentet fra <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kmmp8lncrns-en.pdf?expires=1494941526&id=id&accname=guest&checksum=51D063EABB9ACDB022A8CBD109FC5FA3>

Lerøy Seafood (udatert). Foreløpige finansielle tall 2016. *lerøyseafood.com*. Hentet fra <https://www.lerøyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Kvartalsrapporter/>

Lien, L. B. & Jakobsen E. W. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi*. (2. utg). Oslo: Gyldendal Akademisk.

Lysvold, S., Sørgård, K. O., & Indsetviken, E. H. (2014, 07. august). Importstopp vil skape sjokkbølger. *nrk.no*. Hentet fra [https://www.nrk.no/nordland/\\_-importstopp-vil-skape-sjokkbolger-1.11867680](https://www.nrk.no/nordland/_-importstopp-vil-skape-sjokkbolger-1.11867680)

Marine Harvest. (utdatert). Annual Reports 2010-2015. *marineharvest.no*. Hentet fra <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Marine Harvest. (utdatert). Historie. *marineharvest.no*. Hentet fra <http://www.marineharvest.no/about/historie/>

Marine Harvest. (utdatert). Mennesker. *marineharvest.no*. Hentet fra <http://www.marineharvest.no/mennesker/slik-jobber-vi/>

Marine Harvest. (utdatert). Produkt. *marineharvest.no*. Hentet fra <http://www.marineharvest.no/products/product-range/>

Marine Harvest. (2016). Q3 2016 Presentation. *marineharvest.no*. Hentet fra <http://www.marineharvest.no/investor/quarterly-material/>

Marine Harvest. (2017). Q4 2016 Presentation. *marineharvest.no*. Hentet fra <http://www.marineharvest.no/investor/quarterly-material/>

Marine Harvest. (2016). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet fra <http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2016-salmon-industry-handbook-final.pdf>

Nodland, E. (2017, 24. januar). Det første RAS2020-anlegget er ferdigstilt i Sveits. *Ilaks.no*. Hentet fra <http://ilaks.no/forste-ras2020-anlegg-er-ferdigstilt-i-sveits/>

Nordahl, A. H. (2016a). *Verdsettelse – I*. Forelesning 22.08.2016. Handelshøyskolen ved HiOA.

Nordahl, A. H. (2016b). *Verdsettelse – I*. Forelesning 05-06.09.2016. Handelshøyskolen ved HiOA.

Norges Bank. (2017). *Valutakurs for Euro (EUR)*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR>

Norges Bank memo (2017). *Erfaringer med pengepolitikken i Norge siden 2001*. (NR.1). Hentet fra [http://static.norgesbank.no/pages/106235/NB\\_Memo\\_1\\_2017.pdf?v=31012017152324&ft=.pdf](http://static.norgesbank.no/pages/106235/NB_Memo_1_2017.pdf?v=31012017152324&ft=.pdf)

Norges Miljøvernforbund. (2016, 7. desember). Marine Harvest har blitt ilagt bot på kr 530 tusen kroner etter at Miljøvernforbundet anmeldte rømningen fra lokaliteten 10318 Gulestø i Bremanger kommune 30 april 2015. *nmf.no*. Hentet fra <http://www.nmf.no/underside.aspx?pageId=121>

Olsen, Ø. (2016, 11. oktober). Foredrag. *En fleksibel inflasjonsstyring*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2016/2015-10-11-Olsen-CME/#Fotnoter>

Penman, S. H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (5 utg.). New York: McGraw-Hill.

Proff Forvalt (2017). Full firmarapport 01.03.2017. Cermaq Group AS. [www.forvalt.no](http://www.forvalt.no).



Proff Forvalt (2017). *Marine Harvest ASA. Konkursrating*. Hentet fra <https://www.forvalt.no/foretaksindex2/firma/RegnskapsAnalyse.aspx?orgnr=964118191#konkursrating>

PwC (2016). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra [www.pwc.no](http://www.pwc.no)

Ross, G., Von Krogh, G., & Ross, J. (2010). *Strategi – en innføring* (5. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Rønningen, B. L. (2014, 05. mars). *SalMar er klar til å ta kjempemerdene til havs*. Hentet fra <http://www.hitra-froya.no/havbruk/article9263215.ece>

SalMar. (2017). Kvartalsrapport. Fjerde kvartal 2016. *Salmar.no* Hentet fra <http://www.salmar.no/kvartalsrapporter>.

Strøm, Ø. R. (2016). *Foretaksfinans: Forelesningsnotater*. Handelshøyskolen ved HiOA.

Sved, B. og Lynum, S. (2015, 19. august). *Lakseoppdrett på land er like billig som til sjøs*. *Adresseavisen*. Hentet fra <http://www.adressa.no/pluss/okonomi/article11441105.ece>

Thonhaugen, M. (2016, 17. januar). *Disse prosjektene kan revolusjonere oppdrettsnæringa*. *nrk.no*. Hentet fra <https://www.nrk.no/nordland/xl/disse-prosjektene-kan-revolusjonere-oppdrettsnaeringa-1.12753301>

Thompson Reuters Eikon. (2017, 23. februar).

United Nations. Department of Economic and Social Affairs/Population Division (2015). *World Population Prospects: The 2015 Revision (Key Findings and Advance Tables)*. Hentet fra [https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key\\_findings\\_wpp\\_2015.pdf](https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key_findings_wpp_2015.pdf)

Wiesholm.no (2017, 09. april). *Skatteforliket*. Hentet fra <http://www.wiesholm.no/current/Nyheter/Skatteforliket>

## Vedlegg 1: Rapportert resultat og balanse

<b>Resultatregnskap (tall i MNOK)</b>	<b>2 011</b>	<b>2 012</b>	<b>2 013</b>	<b>2 014</b>	<b>2 015</b>	<b>2016 *</b>
<b>Omsetning</b>	<b>16 133</b>	<b>15 464</b>	<b>19 199</b>	<b>25 531</b>	<b>27 881</b>	<b>32 609</b>
Materialkostnader	8 399	9 667	9 999	13 677	15 858	16 556
<b>Bruttomargin</b>	<b>7 734</b>	<b>5 797</b>	<b>9 201</b>	<b>11 854</b>	<b>12 022</b>	<b>16 053</b>
Verdi økning av høstet fisk	-	-	4 324	5 519	4 099	8 078
Verdijustering av biomasse	1 514	-350	-6 118	-5 008	-4 189	-11 666
Lønnskostnader	2 178	2 419	2 674	3 321	3 826	4 088
Andre driftskostnader	2 063	2 164	2 582	3 350	3 970	4 389
Gevinst/tap terminkontrakter	6	6	125	-24	7	1 010
Restruktureringskostnader	22	1	273	53	136	50
Andre ikke operasjonelle størrelser	-	-	74	168	-22	-12
Nettoreultat tilknyttede selskaper	9	-88	-222	-150	-210	-582
<b>EBITDA</b>	<b>1 943</b>	<b>1 646</b>	<b>5 489</b>	<b>4 624</b>	<b>4 406</b>	<b>10 697</b>
Avskrivninger	667	677	763	967	1 252	1 324
Nedskrivninger	67	1	65	24	61	165
<b>EBIT</b>	<b>1 209</b>	<b>969</b>	<b>4 662</b>	<b>3 633</b>	<b>3 093</b>	<b>9 208</b>

<b>Balanse (tall i MNOK)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016*</b>
Immaterielle eiendeler	8 007	7 739	8 778	9 246	10 024	9 698
Varige driftsmidler	4 910	5 841	7 719	9 416	10 460	10 736
Varelager	783	820	1 751	2 401	2 665	2 255
Biologiske eiendeler	6 285	6 208	9 537	10 014	10 940	14 300
Kundefordringer	1 915	1 782	3 191	3 360	3 926	5 680
Andre fordringer	610	593	956	883	1 260	-
Investeringer	-	-	130,1	227,1	280,2	-
Skattetrekksmidler	66	89	167	213	112	153
Bankinnskudd	213	246	439	1 195	577	791
Eiendeler holdt for salg	-	-	1 059	19	17	32
<b>Sum eiendeler</b>	<b>22 789</b>	<b>23 318</b>	<b>33 728</b>	<b>36 974</b>	<b>40 260</b>	<b>43 645</b>
Egenkapital	10 842	11 689	16 346	14 718	18 187	18 740
Utsatt skatt	2 352	2 544	3 365	3 569	3 759	4 121
Pensjon og andre utsatte forpliktelser	256	793	808	123	116	222
Gjeld til kredittinstitusjoner	6 589	5 339	8 566	12 888	12 290	12 904
Betalbar skatt	87	26	253	525	696	-
Leverandørgjeld	1 482	1 453	2 233	2 039	2 380	3 498
Annen kortsiktig gjeld	1 180	1 475	1 968	3 112	2 832	4 161
Gjeldandeler holdt for salg	-	-	191	-	-	-
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>22 789</b>	<b>23 318</b>	<b>33 728</b>	<b>36 974</b>	<b>40 260</b>	<b>43 645</b>

## Vedlegg 2: Historiske avkastninger fra 2016

MHG OL Price History			OSEBX Price Statistics		
Exchange Date	Weekly Close	10 Years Avkastning - r	Exchange Date	Weekly Close	10 Years /kastning - markeds portefølje
24-feb-2017	146,4	1,67%	24-feb-2017	691,77	0,60%
17-feb-2017	144,0	-4,70%	17-feb-2017	687,63	-1,23%
10-feb-2017	151,1	2,03%	10-feb-2017	696,20	-0,83%
03-feb-2017	148,1	-0,27%	03-feb-2017	702,00	-0,84%
27-jan-2017	148,5	-4,87%	27-jan-2017	707,98	1,02%
20-jan-2017	156,1	5,12%	20-jan-2017	700,85	0,66%
13-jan-2017	148,5	-1,13%	13-jan-2017	696,24	0,24%
06-jan-2017	150,2	-3,53%	06-jan-2017	694,57	1,56%
30-des-2016	155,7	-0,57%	30-des-2016	683,87	0,61%
23-des-2016	156,6	2,35%	23-des-2016	679,74	-0,09%
16-des-2016	153,0	-0,20%	16-des-2016	680,37	-0,39%
09-des-2016	153,3	1,46%	09-des-2016	683,03	3,87%
02-des-2016	151,1	-1,88%	02-des-2016	657,55	-0,14%
25-nov-2016	154,0	2,94%	25-nov-2016	658,44	1,66%
18-nov-2016	149,6	3,96%	18-nov-2016	647,68	1,16%
11-nov-2016	143,9	-0,28%	11-nov-2016	640,28	2,30%
04-nov-2016	144,3	-3,22%	04-nov-2016	625,90	-2,54%
28-okt-2016	149,1	0,54%	28-okt-2016	642,24	0,11%
21-okt-2016	148,3	-2,95%	21-okt-2016	641,53	0,63%
14-okt-2016	152,8	5,82%	14-okt-2016	637,52	1,29%
07-okt-2016	144,4	0,91%	07-okt-2016	629,39	1,08%
30-sep-2016	143,1	3,32%	30-sep-2016	622,69	0,79%
23-sep-2016	138,5	5,24%	23-sep-2016	617,79	2,75%
16-sep-2016	131,6	4,36%	16-sep-2016	601,25	-2,95%
09-sep-2016	126,1	-4,25%	09-sep-2016	619,53	-0,57%
02-sep-2016	131,7	2,41%	02-sep-2016	623,11	0,76%
26-aug-2016	128,6	0,08%	26-aug-2016	618,41	0,96%
19-aug-2016	128,5	-7,15%	19-aug-2016	612,53	-1,40%
12-aug-2016	138,4	-3,22%	12-aug-2016	621,25	1,38%
05-aug-2016	143,0	-0,42%	05-aug-2016	612,78	0,02%
29-jul-2016	143,6	-0,69%	29-jul-2016	612,63	-2,02%
22-jul-2016	144,6	-0,07%	22-jul-2016	625,25	0,46%
15-jul-2016	144,7	2,26%	15-jul-2016	622,36	1,97%
08-jul-2016	141,5	-1,05%	08-jul-2016	610,32	-0,20%
01-jul-2016	143,0	1,42%	01-jul-2016	611,57	3,28%
24-jun-2016	141,0	2,47%	24-jun-2016	592,16	0,22%
17-jun-2016	137,6	-2,48%	17-jun-2016	590,87	-2,30%
10-jun-2016	141,1	1,66%	10-jun-2016	604,78	-0,74%
03-jun-2016	138,8	0,95%	03-jun-2016	609,26	-1,54%
27-mai-2016	137,5	3,15%	27-mai-2016	618,82	2,27%
20-mai-2016	133,3	0,98%	20-mai-2016	605,06	1,30%
13-mai-2016	132,0	2,64%	13-mai-2016	597,31	0,23%
06-mai-2016	128,6	2,63%	06-mai-2016	595,94	-1,71%
29-apr-2016	125,3	1,62%	29-apr-2016	606,28	1,86%
22-apr-2016	123,3	-4,86%	22-apr-2016	595,23	1,80%
15-apr-2016	129,6	-3,36%	15-apr-2016	584,72	3,26%
08-apr-2016	134,1	4,68%	08-apr-2016	566,24	-0,62%
01-apr-2016	128,1	-3,83%	01-apr-2016	569,79	-2,80%
25-mar-2016	133,2	2,62%	25-mar-2016	586,23	-0,69%
18-mar-2016	129,8	4,93%	18-mar-2016	590,28	0,90%
11-mar-2016	123,7	4,56%	11-mar-2016	585,03	-0,51%
04-mar-2016	118,3	-5,36%	04-mar-2016	588,05	3,83%
26-feb-2016	125,0	0,64%	26-feb-2016	566,34	2,93%
19-feb-2016	124,2	7,63%	19-feb-2016	550,24	5,35%
12-feb-2016	115,4	-1,54%	12-feb-2016	522,31	-6,85%
05-feb-2016	117,2	-0,51%	05-feb-2016	560,74	-0,03%
29-jan-2016	117,8	3,70%	29-jan-2016	560,93	1,50%
22-jan-2016	113,6	1,16%	22-jan-2016	552,62	3,17%
15-jan-2016	112,3	-1,49%	15-jan-2016	535,64	-4,99%
08-jan-2016	114,0	-4,68%	08-jan-2016	563,75	-7,62%
01-jan-2016	119,6	3,82%	01-jan-2016	610,26	0,83%

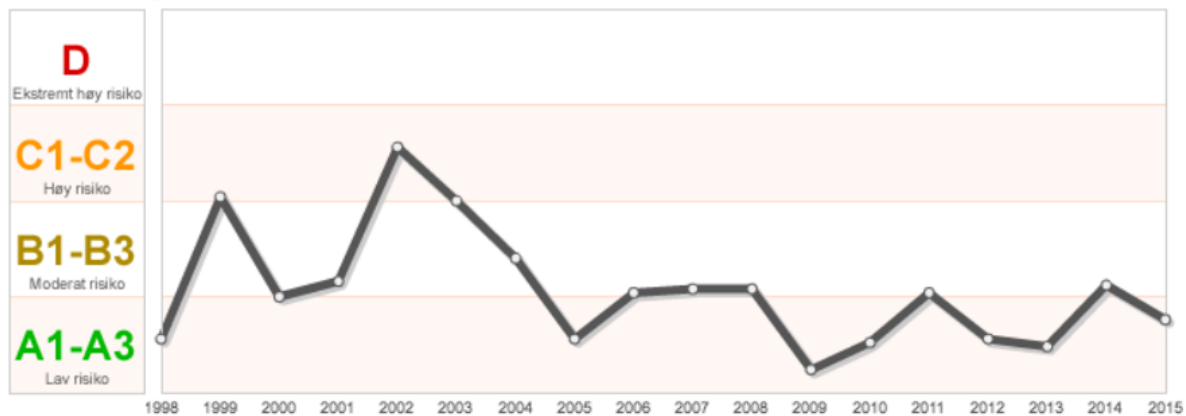
## Vedlegg 3: Kredittvurdering av Marine Harvest

### Konkursrating



Sannsynligheten for at et firma går konkurs avhenger av mange faktorer. Denne modellen baserer seg kun på firmaets regnskapstall, og kan dermed ikke ene og alene si om et firma er på vei til å gå konkurs. Proff Forvalt tar forbehold om feil i regnskapstallene, som medfører at ratingen ikke blir korrekt.

### Historisk rating



### Gjeldende rating

Rating-type	Rating	Beskrivelse
<a href="#">Kortsiktig</a>	A3 - Lav risiko	Særdeles lav estimert sannsynlighet for konkurs. Stor evne til å betjene kreditt på kort sikt.
<a href="#">Mellom-/langsiktig</a>	A1 - Lav risiko	Særdeles lav estimert sannsynlighet for konkurs. Stor evne til å betjene kreditt på et perspektiv på to år. Dersom ingenting drastisk skjer vil disse foretakene ikke gå konkurs.
<a href="#">Langsiktig</a>	A2 - Lav risiko	Særdeles lav estimert sannsynlighet for konkurs. Stor evne til å betjene kreditt på lang sikt. Dersom ingenting drastisk skjer vil disse foretakene ikke gå konkurs.

(Proff Forvalt.no, udatert)