



UNIVERSITETET I AGDER

Marine Harvest Group

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

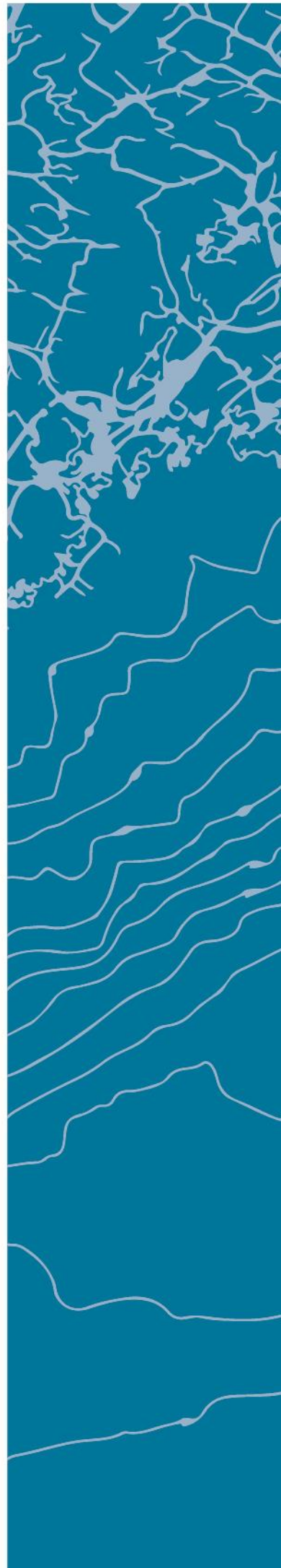
KATHARINA REIONN BJØRNESTØL &
ANNIKEN LILLEØREN

VEILEDER

Leif Atle Beisland

Universitetet i Agder, 2018

Fakultet for Handelshøyskolen ved UiA
Institutt for økonomi



Sammendrag

Formålet med oppgaven er å finne Marine Harvest Group sin egenkapital og tilhørende aksjeverdi per 30.06.2018. Ved bruk av regnskapsdata for perioden 2011- 2018 Q2 gjennomførte vi en fundamental- og komparativ verdsettelse. Etter relevante justeringer endte vi opp med et verdiestimat på 211,32 kroner. Det indikerer at Marine Harvests verdi på Oslo Børs på 162,20 kroner er undervurdert. Ut ifra dette gir vi en kjøpsanbefaling.

For å kunne utføre en fundamental verdivurdering har det vært nødvendig å skaffe oss god kunnskap om selskap og bransje. Dette har vi gjort gjennom en bransje- og selskapspresentasjon, etterfulgt av en strategisk analyse av Marine Harvest. Vi benyttet oss av PESTEL-analyse og Porters femkraftsmodell. Analysene har gitt oss god oversikt over eksterne forhold som påvirker selskapet i form av blant annet politiske og teknologiske forhold. Videre gjennomførte vi tre interne analyser i form av KIKK, SVIMA og SVI. Vi avdekket at Marine Harvest besitter midlertidige strategiske fordeler i form av store ressurser innen forskning og utvikling og egen fôrproduksjon. De har også strategiske ulemper i form av en svak merkevare, lite produktdifferensiering og lavere kostnadseffektivitet enn sine konkurrenter.

Videre gjennomførte vi en regnskapsanalyse, risikovurdering og beregnet avkastningskrav. Ved hjelp av disse beregningene prognostiserte vi et fremtidsregnskap. Regnskapet tar utgangspunkt i våre forventninger til fremtiden og er således usikkert. Med denne informasjonen gjennomførte vi en fundamental verdsettelse etterfulgt av en sensitivitetsanalyse. Fra sensitivitetsanalysen så vi at Marine Harvest sin aksjeverdi ble tydelig påvirket av endringer i driftsinntektsvekst, driftsmargin, omløpshastighet til netto driftseiendeler og egenkapitalkravet. Deretter utførte vi en komparativ verdsettelse. Resultatene fra de to metodene ble brukt til å fastsette verdiestimatet og bestemme en handelsstrategi.

Abstract

The purpose of this thesis is to find Marine Harvest Groups equity and share price as of 30.06.2018. We will use accounting data for the period 2011 to 2018 Q2 to carry out a fundamental- and the method of comparables analysis of the company. After relevant adjustments we ended up with a stock price of NOK 211,32. The price indicates that Marine Harvests value at the Oslo Stock Exchange of NOK 162,20 is undervalued. Therefore, we will recommend buying Marine Harvest stocks.

To be able to conduct a fundamental valuation it has been necessary to obtain knowledge about the company and the industry. The information has been gathered through a presentation of the company and the industry, followed by a strategic analysis of Marine Harvest. The strategic analysis we conducted were PESTEL, Porters five forces, Generic bulidning blocks of competitve advantage, SVIMA and SVI. The analysis gave us an overview of the external and internal affairs that affects the company. From the strategic analysis we uncovered that Marine Harvest are in posession of temporary strategic advanteges. The advantages are resources within research and development, in addition to having their own feed production. They also have some strategic disadvantages in the form of a weak brand name, low product differentiation and a lower cost efficiency than their competitors.

The next step was to carry out a financial statement analysis, risk assesment and calculate the WACC. Further we used these calculations to forecast a financial statement for the future. The financial statement is based on our expecations for the future and thus uncertain. With the information we had gathered we conducted the fundamental valuation followed by a sensitivity analysis. From the sensitivity analysis it was obvious that Marine Harvests stock price was heavily effected by growth in operating income, operating margin, the turnover rate of net operating assets and equity requirements. Then we conducted a method of comparables analysis. A combination of the two methods was used to establish a stock price and an appropriate trade strategy.

Forord

Med denne masteroppgaven avslutter vi økonomi- og administrasjonsstudie ved Universitetet i Agder. Vi valgte å gjennomføre en verdsettelse av Marine Harvest på grunn av vår interesse for fagene som ligger til grunn for en slik oppgave.

Arbeidet har vært spennende og interessant, samtidig som det har vært krevende og utfordrende. Vi har lært mye om oppdrettsbransjen og Marine Harvest. I tillegg har vi tilegnet oss mye kunnskap om strategi, regnskap og finans. Det har vært spennende å bruke fagene i en praktisk situasjon. Oppgaven har gjort at vi begge to har fått økt interesse for oppdrettsnæringen. Den har også fått oss til å innse hvor spennende børsmarkedet er.

Vi ønsker å takke hverandre for et godt samarbeid gjennom hele prosessen. I tillegg vil vi takke familie og venner for den støtten de har gitt oss.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder, Leif Atle Beisland, for god hjelp og gode råd underveis.

Kristiansand, 30.11.2018

Katharina Reionn Bjørnestøl

Anniken Lilleøren

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	i
Abstract	ii
Forord	iii
Tabelliste	viii
Figurliste	xi
Mye brukte forkortelser	xii
1. Innledning	1
1.1 Motivasjon og valg av selskap	1
1.2 Problemstilling og avgrensning	1
1.3 Struktur	2
2. Presentasjon av bransjen og Marine Harvest	3
2.1 Bransjehistorikk	3
2.2 Dagens laksemarked	4
2.3 Produktet	6
2.4 Smolt- og matfiskproduksjon	6
2.5 Videreforedling, salg og distribusjon	7
2.6 Konkurrerende oppdrettsselskaper	7
2.6.1 Lerøy Seafood Group	8
2.6.2 SalMar	8
2.6.3 Cermaq Group	9
2.6.4 Grieg Seafood	9
2.7 Marine Harvest	10
2.7.1 Historie og eierstruktur	10
2.7.2 Marine Harvest i dag	11
2.7.3 Strategi og visjon	12
2.7.4 Bærekraft, miljø og innovasjon	13
3. Valg av verdsettelsesmetode	14
3.1 Ulike metoder	14
3.1.1 Fundamental verdivurdering	14
3.1.2 Komparativ verdivurdering	16
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering	17
3.2 Valg av verdsettelsesmetode	17
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse	19

4. Strategisk analyse	21
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse	21
4.1.1 PESTEL-analyse	21
4.1.2 Porters femkraftsmodell	31
4.2 Intern ressursorientert analyse	39
4.2.1 KIKK-analyse	40
4.2.2 SVIMA-analyse.....	43
4.2.3 SVI-analyse.....	50
4.3 SWOT-analyse	53
5. Regnskapsanalyse	55
5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen	55
5.1.1 Datainnsamling og valg av analyseperiode	55
5.1.2 Valg av analysenivå.....	56
5.1.3 Valg av komparative virksomheter	57
5.1.4 Rammeverk	57
5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing.....	58
5.2.1 Resultatregnskap med trailing.....	58
5.2.2 Balanse med trailing	64
5.2.3 Egenkapitaloppstilling med trailing	65
5.3 Omstrukturering for analyse.....	65
5.3.1 Omstrukturering av resultatregnskapet.....	65
5.3.2 Omstrukturering av balansen	73
5.4 Justering av målefeil	77
5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse	78
6. Risikoanalyse	79
6.1 Likviditetsanalyse: Analyse av kortsiktig risiko	79
6.1.1 Likviditetsgrad 1	79
6.1.2 Likviditetsgrad 2	81
6.1.3 Rentedekningsgrad	82
6.2 Soliditetsanalyse: Analyse av langsiktig risiko	83
6.2.1 Egenkapitalprosent	84
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	85
6.3 Statisk finansieringsanalyse	86
6.4 Syntetisk rating	87
7. Historisk avkastningskrav.....	89

7.1 Egenkapitalkostnaden	90
7.2 Risikofri rente	90
7.3 Markedets risikopremie.....	91
7.4 Egenkapitalbeta	91
7.5 Utrekning av egenkapitalkostnad	94
7.6 Gjeldskostnad	94
7.7 Skattekostnad.....	94
7.8 Andel av egenkapital og gjeld	94
7.9 Utrekning av avkastningskravet (WACC)	96
7.10 Illikviditetspremie	96
7.11 Finansielle krav.....	96
7.11.1 Finansielt gjeldskrav.....	96
7.11.2 Finansielt eiendelskrav	98
7.11.3 Netto finansielt gjeldskrav	99
7.12 Selskapskrav	99
7.12.1 Egenkapital- og minoritetskrav	99
7.13 Superrentabilitet (strategisk fordel)	100
7.14 Dekomponering av strategisk fordel.....	101
7.14.1 Driftsfordel.....	101
7.14.2 Finansieringsfordel.....	102
7.14.3 Oppsummering av dekomponering av strategisk fordel.....	107
8. Fremtidsregnskap	108
8.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet	108
8.2 Analyse av vekst.....	108
8.3 Valg av budsjettthorisont, T	110
8.3.1 Valg av detaljnivå.....	111
8.3.2 Teknikk for framskrivning.....	111
8.4 Budsjettering fra 0 til T	111
8.4.1 Driftsinntekstvekst	112
8.4.2 Netto driftseiendeler	114
8.4.3 Netto driftsresultat.....	115
8.4.4 Netto finansiell gjeld	116
8.4.5 Netto finansresultat.....	118
8.4.6 Minoritetsinteresser	119
8.4.7 Netto minoritetsresultat	120

8.5 Fremtidsregnskap.....	120
8.5.1 Fremtidsresultat.....	121
8.5.2 Fremtidsbalanse.....	121
8.5.3 Fremtidig frikontantstrøm.....	121
9. Fremtidskrav	122
9.1 Egenkapitalkravet	122
9.1.1 Risikofri rente	122
9.1.2 Markedets risikopremie	124
9.1.3 Egenkapitalbeta	124
9.1.4 Illikviditetspremie	125
9.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav	125
9.2 Finansielle krav	125
9.2.1 Syntetisk rating	126
9.2.2 Finansielle krav	126
9.3 Selskapskrav	128
9.4 Fremtidig strategisk fordel	129
9.4.1 Dekomponering av den strategiske fordelen	130
10. Fundamental verdsettelse.....	131
10.1 Egenkapitalmetoden.....	131
10.1.1 Dividende- og frikontantstrømmodellen.....	131
10.1.2 Superprofittmodellen	133
10.1.3 Superprofittvekstmodellen	133
10.2 Selskapskapitalmetoden	134
10.2.1 Sysselsattkapitalmetoden	134
10.2.2 Netto driftskapitalmetoden	137
10.3 Oppsummering	139
10.4 Verdikonvergens	140
10.5 Analyse av usikkerhet	142
10.5.1 Analyse av konkursrisiko.....	142
10.5.2 Sensitivitetsanalyse	143
10.5.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	146
11. Komparativ verdsettelse	147
11.1 Valg av komparative selskaper	147
11.2 Valg av måleenhet og beregning av multipler.....	148
11.2.1 P/E-verdi	148

11.2.2 P/B-verdi.....	149
11.2.3 EV/EBIT-verdi.....	150
11.2.4 EV/EBITDA-verdi	151
11.2.5 EV/Salg-verdi.....	152
11.3 Marine Harvests verdi gjennom komparativ verdsettelse	153
12. Kritikk til verdsettelsen	154
13. Oppsummering og handelsstrategi.....	156
13.1 Oppsummering	156
13.2 Vekting av verdiestimatene	157
13.3 Handelsstrategi	158
13.4 Hendelser etter verdsettelsen.....	158
Bibliografi.....	162
Vedlegg	181
Vedlegg 1 - Trailing av resultatregnskapet.....	181
Vedlegg 2 - Regresjonsanalyse for analyseperioden.....	182
Vedlegg 3 - Refleksjonsnotat Katharina Reionn Bjørnestøl.....	188
Vedlegg 4 – Refleksjonsnotat Anniken Lilleøren	191

Tabelliste

Tabell 1: SVIMA-rammeverket (Lien & Jakobsen, 2015, s.99)	44
Tabell 2: Konklusjon for ressursen fôrproduksjon ved hjelp av SVIMA-analyseverktøy.....	46
Tabell 3: Konklusjon for ressursen størrelse ved hjelp av SVIMA-analyseverktøy	48
Tabell 4: Konklusjon for ressursen forskning og utvikling ved hjelp av SVIMA-analyseverktøy	50
Tabell 5: Konklusjon for ressursen merkevare ved hjelp av SVI-analyseverktøy	52
Tabell 6: Konklusjon for ressursen produkt differensiering ved hjelp av SVI-analyseverktøy.....	53
Tabell 7: SWOT-analyse	54
Tabell 8: Resultatregnskap med trailing.....	63
Tabell 9: Balanse aktiva med trailing.....	64
Tabell 10: Balanse passiva med trailing.....	64
Tabell 11: Egenkapitaloppstilling med trailing	65
Tabell 12: Fullstendig nettoresultat.....	66
Tabell 13: Fullstendig driftsresultat og fullstendig finansresultat	66
Tabell 14: Unormalt driftsresultat.....	67
Tabell 15: Unormalt finansresultat	69
Tabell 16: Skattesats	69
Tabell 17: Netto finanskostnad	69
Tabell 18: Netto finansinntekt	70
Tabell 19: Unormalt netto finansresultat.....	70

Tabell 20: Driftskattesats.....	71
Tabell 21: Netto driftsresultat.....	71
Tabell 22: Unormalt netto driftsresultat.....	72
Tabell 23: Fordeling av skattekostnad.....	72
Tabell 24: Omstrukturert resultatregnskap.....	73
Tabell 25: Omstrukturert balanse aktiva.....	75
Tabell 26: Omstrukturert balanse passiva.....	75
Tabell 27: Sysselsatt kapital.....	76
Tabell 28: Netto finansiell gjeld.....	76
Tabell 29: Netto driftskapital.....	76
Tabell 30: Vekting av forholdstall.....	78
Tabell 31: Likviditetsgrad 1.....	80
Tabell 32: Likviditetsgrad 2.....	81
Tabell 33: Rentedeckningsgrad.....	83
Tabell 34: Egenkapitalprosent.....	84
Tabell 35: Netto driftsrentabilitet.....	85
Tabell 36: Statisk finansieringsanalyse.....	86
Tabell 37: Statisk finansieringsanalyse i prosent.....	86
Tabell 38: Oppsummering av syntetisk rating basert på forholdstall (Knivsflå, 2018e).....	87
Tabell 39: Syntetisk rating.....	88
Tabell 40: Nedjustert syntetisk rating.....	89
Tabell 41: Risikopremie i det norske markedet (PWC, 2017, s.7).....	91
Tabell 42: Egenkapitalbeta over analyseperioden.....	93
Tabell 43: Egenkapital- og gjeldsandel.....	95
Tabell 44: Kredittrisikopremie (Knivsflå, 2018g).....	97
Tabell 45: Finansielt gjeldskrav.....	97
Tabell 46: Finansielt eiendelskrav.....	98
Tabell 47: Netto finansielt gjeldskrav.....	99
Tabell 48: Egenkapitalkrav.....	99
Tabell 49: Minoritetskrav.....	100
Tabell 50: Superrentabilitet (Strategisk fordel).....	100
Tabell 51: Strategisk fordel fra drift i analyseperioden.....	101
Tabell 52: Gearingfordel i analyseperioden.....	102
Tabell 53: Finansieringsfordel fra finansiell gjeld.....	104
Tabell 54: Finansieringsfordel fra finansielle eiendeler.....	105
Tabell 55: Finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld.....	105
Tabell 56: Finansieringsfordel fra minoritetsinteresser.....	106
Tabell 57: Strategisk fordel.....	107
Tabell 58: Vekst i driftsinntekter.....	109
Tabell 59: Vekst i produksjonsvolum.....	109
Tabell 60: Vekst i egenkapital.....	110
Tabell 61: Estimerte forwardpriser basert på Fish Pool.....	113
Tabell 62: Fremtidig driftsinntekt.....	114
Tabell 63: Omløp til netto driftseiendeler i analyseperioden.....	114
Tabell 64: Fremtidig netto driftseiendeler.....	115
Tabell 65: Netto driftsmargin i analyseperioden.....	115

Tabell 66: Fremtidig netto driftsresultat.....	116
Tabell 67: Netto finansiell gjeld i analyseperioden	116
Tabell 68: Finansiell gjeld i analyseperioden	116
Tabell 69: Finansielle eiendeler i analyseperioden	117
Tabell 70: Fremtidig finansielle eiendeler.....	118
Tabell 71: Oppsummering av netto finansiell gjeld.....	118
Tabell 72: Netto finansresultat.....	119
Tabell 73: Minoritetsdel i analyseperioden	119
Tabell 74: Fremtidig minoritetsinteresser	120
Tabell 75: Fremtidig netto minoritetsresultat	120
Tabell 76: Fremtidig resultatregnskap	121
Tabell 77: Fremtidig balanse	121
Tabell 78: Fremtidig fri kontantstrøm.....	121
Tabell 79: Risikofri rente etter skatt	124
Tabell 80: Markedsrisikopremie	124
Tabell 81: Prognostisert egenkapitalbeta	125
Tabell 82: Egenkapitalkrav.....	125
Tabell 83: Minoritetskrav	125
Tabell 84: Syntetisk rating.....	126
Tabell 85: Justert syntetisk rating	126
Tabell 86: Finansielt gjeldskrav.....	127
Tabell 87: Finansielt eiendelskrav	127
Tabell 88: Netto finansielt gjeldskrav	128
Tabell 89: Netto driftskrav	128
Tabell 90: Sysselsatt kapitalkrav	129
Tabell 91: Oppsummering av selskapskrav.....	129
Tabell 92: Superrentabilitet (Strategisk fordel)	129
Tabell 93: Dekomponert strategisk fordel.....	131
Tabell 94: FKE-modellen.....	132
Tabell 95: SPE-modellen.....	133
Tabell 96: Δ SPE-modellen	134
Tabell 97: FKS-modellen	135
Tabell 98: SPS-modellen.....	136
Tabell 99: Δ SPS-modellen	137
Tabell 100: FKD-modellen.....	138
Tabell 101: SPD-modellen	138
Tabell 102: Δ SPD-modellen.....	139
Tabell 103: Verdi av egenkapital.....	140
Tabell 104: Verdi av aksje.....	140
Tabell 105: Verdikonvergering.....	141
Tabell 106: Kortsiktig konkurserisiko (Knivsflå, 2018m).....	143
Tabell 107: Egenkapitalkrav på omløpshastighet til netto driftseiendeler	144
Tabell 108: Egenkapitalkrav på driftsmargin	145
Tabell 109: Egenkapital på vekst i driftsinntektene	146
Tabell 110: P/E-verdi	149
Tabell 111: P/B-verdi	150

Tabell 112: EV/EBIT-verdi.....	151
Tabell 113: EV/EBITDA-verdi	151
Tabell 114: EV/Salg-verdi.....	152
Tabell 115: Gjennomsnittlig verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse	153

Figurliste

Figur 1: Gjennomsnittlig laksepris fra produsentland (SFI Handbook, 2018, s. 32).....	5
Figur 2: Verdens 20 største lakseoppdrettere (Berge, 2017a)	8
Figur 3: Kursutvikling Marine Harvest 2014-2018 (Oslo Børs, 2018e).....	11
Figur 4: Oppdrett av atlantisk laks (SFI Handbook, 2018, s.36).....	12
Figur 5: Stegene i fundamental analyse (Penman, 2013, s. 85).....	15
Figur 6: Fremtidsprognose for styringsrenten (Norges Bank, u.å.a)	25
Figur 7: Porters five forces (CGMA, 2013)	32
Figur 8: Avtagende vekst er forventet fremover (SFI Handbook, 2018, s.25).....	33
Figur 9: Laks vs. andre populære proteinkilder (SFI Handbook, 2018, s.22).....	37
Figur 10: KIKK-analyse (Generic building blocks of competitive advantage) (Hill & Jones, 2004, s.87)	40
Figur 11: EBIT/kg-forhold, Marine Harvest og bransjen	43
Figur 12: Utvikling pris på fersk hel laks 2009-2017 (Norges Sjømatråd, 2017)	56
Figur 13: Likviditetsgrad 1	80
Figur 14: Likviditetsgrad 2.....	82
Figur 15: Rentedekningsgrad.....	83
Figur 16: Egenkapitalprosent.....	84
Figur 17: Netto driftsrentabilitet	85
Figur 18: Verdi av Marine Harvest egenkapitalbeta i 2018 ved bruk av femårig betaverdi ...	92
Figur 19: Forward laksepriser (Fish Pool, u.å.)	112
Figur 20: Verdikonvergering	141
Figur 21: Handelsstrategi per 30.06.2018	158

Mye brukte forkortelser

AFR = Annet fullstendig resultat

β_i = Selskapets egenkapitalbeta

CAPM = Capital asset pricing model

D = Markedsverdi av gjeld

DAFR = Driftsrelatert annet fullstendig resultat

DAM = Driftsrelaterte anleggsmidler

DDSP = Driftsrelatert dirty surplus

DF = Driftsfordel

DI = Driftsinntekt

div = Driftsinntektsvekst

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler

DR = Driftsresultat

DSP = Dirty surplus

dss = Driftsskattesatsen

E = Markedsverdi av egenkapital

EBITDA = Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

EBIT = Earnings before interest and taxes

EK = Egenkapital

ekk = Egenkapitalkrav

ekp = Egenkapitalprosent

ekr = Egenkapitalrentabilitet

ekv = Egenkapitalvekst

EUR = Euro

EV/EBIT = Enterprice value to EBIT

EV/EBITDA = Enterprice value to EBITDA

EV/salg = Enterprice value til salg

FAFR = Finansielt annet fullstendig resultat

FAM = Finansielle anleggsmidler

fdk = Finansielt gjeldskrav

FDSP = Finansielt dirty surplus

FE = Finansielle eiendeler

fed = Finansiell eiendelsdel

feg = Finansiell eiendelsgrad

fek = Finansielt eiendelskrav

fer = Finansiell eiendelsrentabilitet

FF = Finansieringsfordel

FFFE = Finansieringsfordel finansielle eiendeler

FFFG = Finansieringsfordel finansiell gjeld

FFMI = Finansieringsfordel minoritetsinteresser

FFNFG = Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

FG = Finansiell gjeld

fgd = Finansiell gjeldsdel

fgg = Finansiell gjeldsgrad

fgk = Finansielt gjeldskrav

fgr = Finansiell gjeldsrente

FI = Finansinntekter

fiss = Finansinntektsskattesats

FK = Finanskostnad

FKD = Fri kontantstrøm fra drift

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital

FKS = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital

fkss = Finanskostnadsskattesats

FNR = Fullstendig nettoresultat

FOM = Finansielle omløpsmidler
 FVEK = Fundamentalverdi av egenkapital
 gitt fremdeles drift
 g = Vekst
 GF = Gearingfordel
 GWT = Grosse weighted tonnes
 IAS = International accounting standards
 IFRS = International financial reporting
 standards
 ilp = Illikviditetspremie
 KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld
 KFG = Kortsiktig finansiell gjeld
 krp = Kredittrisikopremie
 krp_{FOR} = Kredittrisikopremie fordringer
 LDG = Langsiktig driftsgjeld
 LFG = Langsiktig finansiell gjeld
 lg1 = Likviditetsgrad 1
 LVEK = Likvidasjonsverdi av egenkapital
 MI = Minoritetsinteresser
 mid = Minoritetsdel
 mig = Minoritetsgrad
 mik = Minoritetskrav
 mir = Minoritetsrentabilitet
 MNOK = Millioner norske kroner
 mrp = Markedets risikopremie
 NBU = Netto betalt utbytte
 NDE = Netto driftseiendeler
 NDK = Netto driftskapital
 NDR = Netto driftsresultat
 ndr = Netto driftsrentabilitet
 ndk = Netto driftskrav
 ndm = Netto driftsmargin
 ndss = Normalisert driftsskattesats
 NFG = Netto finansiell gjeld
 nfgd = Netto finansiell gjeldsdel
 nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad
 nfgk = Netto finansielt gjeldskrav
 nfgr = Netto finansiell gjeldsrente
 NFI = Netto finansinntekt
 NFK = Netto finanskostnad
 NMR = Netto minoritetsresultat
 NOA = Netto operasjonelle eiendeler
 NOK = norske kroner
 NRE = Nettoresultat til egenkapital
 NRS = Nettoresultat til sysselsatt kapital
 NSK = Netto skattekostnad
 onde = Omløpshastighet til netto
 driftseiendeler
 OSEBX = Oslo Stock exchange
 benchmark index
 P/B = Price-to-book
 P/E = Price-to-earnings
 p_{KORT} = Kortsiktig konkursrisiko
 Q = Kvartal
 rdg = Rentedekningsgrad
 R_d = Selskapets lånekostnad
 R_e = Selskapets egenkapitalkostnad
 RES = Rapportert årsresultat majoritet
 R_f = Risikofri rente
 R_m = Avkastning på markedsportefølje
 s = Skatt
 SF = Strategisk fordel
 SK = Rapportert skattekostnad
 SPD = Superprofitt til netto driftskapital
 SPE = Superprofitt til egenkapital
 SPS = Superprofitt til sysselsatt kapital
 SSE = Sysselsatte eiendeler

SSK = Sysselsatt kapital

sss = Selskapsskattesats

t = Nominell selskapsskatt

TE = Total egenkapital

TK = Totalkapital

UFR = Unormalt finansresultat

UNDR = Unormalt netto driftsresultat

UNFI = Unormal netto finansinntekt

UNFR = Unormalt netto finansresultat

UNMR = Unormalt netto

minoritetsresultat

VEK = Verdi til egenkapital

VFG = Verdi til finansiell gjeld

VMI = Verdi til minoritetsinteresser

VNDK = Verdi til netto driftskapital

VNFG = Verdi til netto finansiell gjeld

VSSK = Verdi til sysselsatt kapital

WACC = Weighted average cost of capital

1. Innledning

I dette kapittelet vil vi argumentere for valg av selskap og begrunne vår motivasjon for valget. Videre vil vi presentere problemstillingen og avgrensning av oppgaven. Til slutt vil vi presentere oppgavens struktur.

1.1 Motivasjon og valg av selskap

Vår motivasjon for valg av bransje er at vi er opptatt av bærekrafts- og miljøspørsmål. Vi ønsket derfor å ta utgangspunkt i en fremtidsrettet bransje. Oppdrettsnæringen blir sett på som en viktig del av norsk økonomi og lakseprisen er på et historisk høyt nivå. Dette syns vi gjør valget av bransje enda mer spennende. Ved valg av selskap gikk vi for Marine Harvest fordi de er en tungvekt i bransjen og verdens største oppdretter av atlantisk laks. Det er også et norsk selskap, noe vi syns gjorde det ekstra interessant. Det var også relevant at selskapet er notert på Oslo Børs, slik at all nødvendig informasjon er offentlig tilgjengelig. Vi syns også det var spennende at de har en av de mest omsettelige aksjene på nevnte børs. Grunnen til at vi valgte å foreta en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering er at vi begge to likte de to mest sentrale fagene i denne type oppgave: Strategy og Financial Statement Analysis and Equity Valuation.

1.2 Problemstilling og avgrensning

Formålet med masteroppgaven er å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Marine Harvest og komme frem til en verdi på egenkapital og tilhørende aksjeverdi per 30.06.2018. Dette vil vi gjøre ved å gjennomføre en fundamental verdivurdering, supplementert av en komparativ verdivurdering. Til slutt ønsker vi å sammenligne vårt estimat opp mot kursen på Oslo Børs. Vi vil ut ifra sammenligningen komme frem til en handelsstrategi. Vår problemstilling er som følger:

«Hva er verdien av Marine Harvest Group sin egenkapital og tilhørende aksjeverdi per 30.06.2018?»

Vi avgrensner oppgaven ved å kun støtte oss på offentlig tilgjengelig informasjon som årsrapporter, kvartalsrapporter, Salmon Farming Industry Handbook (SFI Handbook), og annet offentlig materiell. Videre har vi valgt å fokusere på selskapets hovedvirksomhet som er oppdrett av atlantisk laks. Vi har også valgt å fokusere på den norske delen av virksomheten. Vi har derfor valgt å ikke skille de geografiske forretningsområdene fra hverandre, på grunn av begrenset tilgang på informasjon om disse.

1.3 Struktur

Oppgaven begynner med en presentasjon av bransje og selskap i kapittel 2. I kapittel 3 presenteres forskjellige verdsettelsesteknikker og valg av disse. Kapittel 4 tar for seg en strategisk analyse der vi gjennomfører både interne og eksterne analyser. I kapittel 5 utfører vi en regnskapsanalyse av selskapet, før vi i kapittel 6 gjennomfører en risikoanalyse. Kapittel 7 tar for seg avkastningskravet og den historiske strategiske fordelene. Det neste kapitlet tar for seg fremtidsregnskapet, før vi i kapittel 9 fastsetter fremtidskravet. I kapittel 10 utfører vi den fundamentale verdsettelsen og foretar relevante justeringer av verdiesestimater. Videre gjennomføres den komparative verdsettelsen i kapittel 11. Deretter presenterer vi kritikk av verdsettelsen og kommer frem til en handelsstrategi, og oppsummerer oppgaven. Til slutt vil vi presentere hendelser som har skjedd med Marine Harvest og bransjen etter verdsettelsestidspunktet. Alle formler i oppgaven er hentet fra Professor Kjell Henry Knivsflås planer for faget BUS440 ved Norges Handelshøyskole, med mindre annet er spesifisert. I tillegg vil vi presisere at alle tall er presentert i MNOK, om ikke annet er spesifisert.

2. Presentasjon av bransjen og Marine Harvest

I dette kapittelet vil vi presentere bransjen inkludert dens historikk og dagens laksemarked. Laks som produkt vil også bli omtalt. Fire av Marine Harvests største konkurrenter innenfor oppdrettsnæringen vil bli presentert. Til slutt vil Marine Harvests historie, virksomhet, visjon og strategi bli diskutert, sammen med temaene bærekraft, miljø og innovasjon.

2.1 Bransjehistorikk

Oppdrettsnæringen i Norge har vokst fra å være et fåtalls mennesker som satte ut yngel i merder til å bli en megabransje som strekker seg langs hele kysten. Alt startet i 1969 da man fant ut at man kunne sette lakseyngel ut i merder. Allerede første året viste det gode resultater og flere begynte å satse på oppdrett (Johnsen, 2015). Etter nærmere 50 år har Norge som nasjon blitt verdensledende innenfor bransjen, men veksten har ikke vært uten utfordringer. Bransjen har vært avhengig av et samarbeid mellom oppdretterne, myndighetene og forskere for å løse utfordringer. Et eksempel er hitrasykdommen som rammet oppdrettsfisk og gjorde at aktørene måtte jobbe sammen for å utvikle en vaksine. I dag får oppdrettsfisk vaksiner, og bruken av antibiotika er nesten ikke-eksisterende (Solhaug, 2015). En rekke andre samarbeid er standarder mot rømming, og bruk av digitale system i merdene som gir bedre fiskehelse. Oppdretterne, myndighetene og forskere jobber fortsatt tett for å drive havbruk innenfor bærekraftige rammeverk (Dagens Næringsliv, u.å.).

Med en lang kystlinje og dype fjorder disponerer Norge 90.000 km² sjøareal innenfor grunnlinjen. Det betyr at Norge har disponibelt område til matproduksjon på størrelse med jordbruksarealet til Norge, Danmark, Sverige og Finland kombinert. Dermed har vi gode forutsetninger for å satse på havbruk (Fiskeri og Havbruksnæringens Landsforbund & Eksportutvalget for fisk, 2011, s. 12). Som sjømatnasjon produserer vi åtte ganger mer mat enn landproduksjonen (Norges sjømatråd, u.å.). Fordelen med havbruk er at man kan tilby sjømat uavhengig av de sesongmessige variasjonene til fiskeriene (Fiskeri og Havbruksnæringens landsforbund & Eksportutvalget for fisk, 2011, s. 16). Det vil si at man kan tilby laks hele året, og ikke bare i laksesesongen.

Ifølge Nærings- og fiskeridepartementet (2015) har norske myndigheter opprettet konsesjonssystemet for at ikke kysten og fjordene skal bli dekket av merder. Tillatelsen gir aktøren et særskilt gode til å drive en eksklusiv drift på allmennhetens areal, mot å bidra til verdiskaping både lokalt og nasjonalt. I tillegg skal lover og regler satt av myndighetene følges. Videre sier departementet at hver konsesjon har en avgrensning på maksimalt tillatt biomasse. En normal størrelse på tillatt biomasse er 780 tonn, med unntak av i Troms og Finnmark hvor en konsesjon er 945 tonn. En konsesjon gir aktøren tillatelse til å knytte anlegget opp til fire lokaliteter. I 1985 ble lov om oppdrett av fisk, skalldyr m.v. opprettet, før den ble erstattet i 2000 av lov om havbeite (Akvakulturloven, 2005). I 2005 ble den erstattet av akvakulturloven. Den skal fremme lønnsomhet og konkurransekraft innenfor bærekraftige rammer, og samtidig bidra til verdiskaping (Akvakulturloven, 2005, § 1).

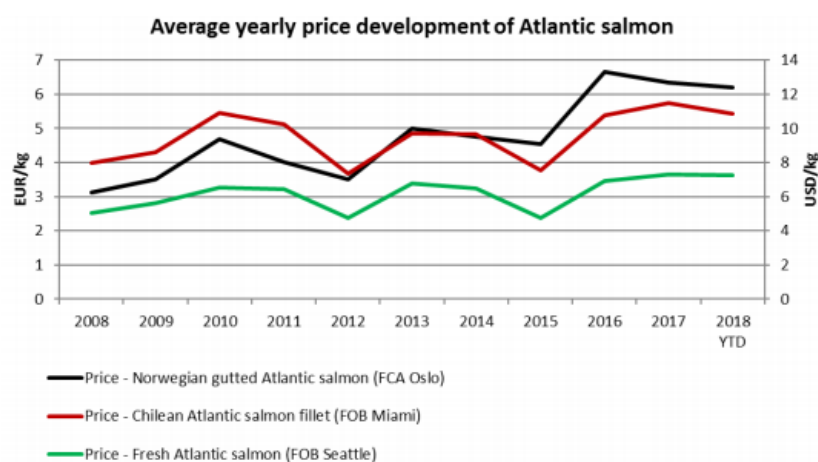
2.2 Dagens laksemarked

Fra norsk havbruk og fiskeri eksporteres 95 prosent av det som fanges og produseres, hvorav 72 prosent er fra havbruk (Norges sjømatråd, u.å.). Eksportverdien av all sjømat var i 2017 på 94,5 milliarder norske kroner, med en økning på tre prosent fra 2016. Av dette utgjorde laks og ørret 67,5-, hvitfisk 15-, pelagisk fisk 7,7-, og skalldyr 1,7 milliarder (Norges sjømatråd, 2017). Av all sjømateksport utgjorde laks 68,5 prosent. Det tilsvarer et volum på en million tonn, en økning på 2,8 prosent fra 2016. Med økning i volum, økte også verdien på laks med fem prosent. Den gjennomsnittlige prisen for fersk, hel laks var i 2017 på 60,34 kroner per kilo, 0,26 kroner høyere enn i 2016. Med liten økning i lakseprisen fra 2016 var det en økning i volum som gjorde at eksportåret 2017 var et rekordår (Norges Sjømatråd, 2018a).

Norsk fisk blir levert til 140 markeder over hele verden. De viktigste markedene er Polen, Danmark, Frankrike, USA, Storbritannia, Nederland, Spania, Sverige, Japan og Italia (Norges Sjømatråd, u.å.). Omtrent 73 prosent av lakseeksporten gikk til EU, med Polen og Frankrike som de største markedene. Norsk laks opplevde en nedgang i volum på seks prosent i Polen. I Frankrike var volumet redusert med ti prosent i forhold til året før. Selv om det er nedgang i noen markeder, var det andre markeder i EU som økte. Eksportvolumet til Danmark og Spania økte med henholdsvis 15 – og åtte prosent. Verdiøkningen av lakseeksporten til USA var på 31 prosent, og i Asia var den på 11 prosent. (Norges Sjømatråd, 2018a)

I begynnelsen av 2018 åpnet kinesiske myndigheter opp for import av norsk laks. Det har vært strenge restriksjoner på det etter Liu Xiaobo fikk Nobels fredspris i 2010 (Bach, 2018). Etter tildelingen av fredsprisen falt markedsandelen for norsk laks i Kina fra 90 prosent til én prosent. I mai 2017 undertegnet norske og kinesiske myndigheter en avtale om å normalisere handelsforbindelsen. Flere restriksjoner på import av fisk ble fjernet, inkludert reduksjon av tollsatsene. Det ble solgt laks for 111 millioner kroner til Kina i januar 2018. Dette er en økning på 500 prosent fra januar 2017 (Ytreberg, 2018). Etter det kinesiske markedet åpnet har Norges sjømatråd estimert at Norge kan få en markedsandel i Kina på 65 prosent i 2025. Med økt etterspørsel og økt salg til Kina er det forventet at lakseprisen ikke vil synke så mye som analytikere har anslått tidligere (Norges Sjømatråd, 2018b).

SFI Handbook (2018, s. 32) forteller at lakseprisen blir påvirket av faktorer som salgskontrakter, globalt marked, markedsfleksibilitet, kvalitet og sykdom. Grunnet faktorene kan lakseprisen variere fra å være høy en måned, til lav neste måned. For eksempel vil sykdom føre til at tilbudet av laks går ned, og prisen vil gå opp. I motsatt tilfelle vil prisen synke dersom tilbudet overstiger etterspørselen. Videre står det at mange selskaper velger å ha en salgskontrakt som sier hvor mange tonn laks de skal levere til en fastsatt pris. På denne måten vil selskapet sikre seg fast levering av laks uansett etterspørsel, og dermed sikre drift i et skiftende marked.



Figur 1: Gjennomsnittlig laksepris fra produsentland (SFI Handbook, 2018, s. 32)

Figuren ovenfor viser variasjonen på lakseprisen fra 2008 til den 13. uken i 2018 for laks fra Norge, Chile og andre land satt sammen. Ut ifra figuren ser man at det er klare indikasjoner på et globalt marked ettersom prisene i høy grad korrelerer. Lakseprodusenter opplever stor grad av usikkerhet knyttet til prisen for produktet. Dette er forårsaket av at faktorene som påvirker prisen vil variere med markedet og produktet (SFI Handbook, 2018, s. 32).

2.3 Produktet

Laks er en anadrom fiskeart. Det vil si at når laksen er kjønnsmoden vandrer den ut fra elvesystemer til havet, hvor den lever resten av livet (Vøllestad, 2018). Dette medfører at oppdrett av laks begynner i ferskvann, og går videre til saltvann når laksen blir større.

Oppdrett gjør det mulig å tilby atlantisk laks i forskjellige varianter som fersk, frossen og røykt året rundt (SFI Handbook, 2018, s. 16). Laks er rik på mikronæringsstoffer, mineraler, omega-3, protein og vitaminer. På grunn av laksens næringsinnhold anbefaler helsedirektoratet og andre nasjonale helseorganisasjoner å spise fisk minst to ganger i uken (Helsedirektoratet, 2016). Det å tilby laks hele året har gjort at laks er blitt et hverdagsmåltid for store deler av den norske befolkningen (SFI Handbook, 2018, s. 19).

2.4 Smolt- og matfiskproduksjon

Oppdrettslaks begynner livet som rogn i en inkubasjonstank. Når eggene klekker lever yngelen (småfisk) i ferskvann til de er ca. 60-100 gram. De to siste månedene før levering av yngelen må den tilpasses et liv i sjøen (smoltifisering). Smoltifisering er når fisken gjennomgår en fysiologisk endring som gjør den i stand til å leve i saltvann. Deretter blir smolten transportert til et anlegg i sjøen med brønnbåt. Under transport blir saltinnholdet i vannet gradvis økt for å tilvenne smolten et liv i sjøen (Marine Harvest, u.å.a).

I sjøanlegget føres laksen opp i merder hvor de befinner seg i rundt 14-22 måneder. Laksen lever i anlegget til den er ca. 4,5-5,5 kilogram, før den blir sendt til slakteriet. Hele prosessen fra å planlegge produksjonen av laks til den er slakte- og salgsklar tar normalt to til tre år (Marine Harvest, u.å.a).

2.5 Videreforedling, salg og distribusjon

Etter at laksen har nådd slaktevekt blir den som sagt fraktet til slakteriet. På slakteriet foregår primærprosesseringen som innebærer sløyning og pakking. Deretter blir laksen sendt til sekundærprosessering, eller solgt til andre aktører (SFI Handbook, 2018, s. 92).

Under sekundærprosesseringen blir laksen filetert, røykt, porsjonert, konservert eller tilberedt på andre måter. Etter sekundærprosesseringen blir laksen betegnet som VAP (value-added product) (SFI Handbook, 2018, s. 92).

Når laksen er ferdig sløyet og pakket i is er den klar til å bli solgt og distribuert. Laksen blir enten solgt som et ferdig produkt, eller solgt til bruk i sekundærprosessering. Man finner laks i detaljhandel, restauranter, industri og distributører. Mesteparten av laksen i Norge blir solgt til industrielle kunder som fileterer, røyker, eller porsjonerer laksen (SFI Handbook, 2018, s. 110).

2.6 Konkurrerende oppdrettsselskaper

I dette underkapittelet ønsker vi å presentere noen av selskapene vi ser på som Marine Harvest sine største konkurrenter. Det finnes veldig mange selskaper innenfor bransjen. For å skape en naturlig begrensning har vi valgt å fokusere på de store lakseoppdretterne. En annen forutsetning er at de har hovedkontor i Norge. Ettersom Marine Harvest er verdens største produsent av atlantisk laks var det umulig å finne selskaper med samme produksjonsstørrelse (Marine Harvest, u.å.b). Vi har derfor valgt å ta med de fire andre største selskapene. Vi har valgt å ta med tre selskaper som er notert på Oslo Børs, i tillegg til Cermaq som ble tatt av børsen i 2014. Det er mest naturlig å sammenligne et børsnotert selskap med andre børsnoterte selskaper. Årsaken til dette er blant annet at aksjene i selskaper som er børsnoterte er mer omsettelige. Ikke-børsnoterte selskaper kan ha en «likviditetsrabatt», noe som kan påvirke resultatet (Damodaran, 2012, s. 698).



Figur 2: Verdens 20 største lakseoppdrettere (Berge, 2017a)

2.6.1 Lerøy Seafood Group

Lerøy ble grunnlagt i 1899 og har hovedkontor i Bergen. De har 3.800 ansatte, og fabrikker i Norden, Frankrike, Portugal, Spania, Nederland og Tyrkia, i tillegg til salgskontorer i USA, Japan og Kina. Hovedvirksomheten er produksjon av ørret og laks, og fangst av hvitfisk. De driver også med videreforedling, produktutvikling, markedsføring, salg og distribusjon av sjømat (Lerøy Seafood Group, u.å.a). I 2017 omsatte Lerøy for 18.624 millioner norske kroner, og høstet 158.000 tonn ørret og laks (Lerøy Seafood Group, 2018). Deres visjon er å bli ledende på markedet innenfor bærekraftig kvalitetssjømat (Lerøy Seafood, u.å.b). Lerøy ble notert ved Oslo Børs i juni 2002. Selskapets markedsverdi i dag (30.06.2018) er på 37.193 millioner norske kroner (Oslo Børs, 2018a). Et viktig år for Lerøy var 2016. Dette året kjøpte selskapet Norway Seafood Group og Havfisk. To av Europas ledende selskaper innen fangst og videreforedling av hvitfisk. Oppkjøpet har gjort Lerøy til et helintegreert selskap med kontroll på alt fra hav til forbruker (Lerøy Seafood Group, u.å.a).

2.6.2 SalMar

SalMar ble grunnlagt i 1991, som følge av et annet selskaps konkurs. Norsk oppdrettsnæring opplevde flere konkurser på denne tiden, noe som var med på å legge grunnlaget for SalMar sitt virke. Selskapet er et vertikalt integrert oppdrettskonsern. Det vil si at de kontrollerer alt fra produksjon av rogn til salg av ferdig produkt. SalMar startet med en konsesjon for

oppdrett av laks, men har i dag 100 konsesjoner. Selskapet er også blitt mer internasjonalt og eier blant annet 50 prosent av Scottish Seafarms Ltd. Det er Storbritannias nest største produsent av laks (SalMar, u.å.a). I dag har SalMar 1.000 ansatte og deres totale slaktevolum var 135.200 tonn i 2017 (SalMar, 2018). SalMars visjon er å være verdens beste oppdrettselskap med mottoet «Passion for salmon» (SalMar, u.å.b). SalMar ble notert på Oslo Børs i 2007 og dagens (30.06.2018) markedsverdi er 48.394 millioner norske kroner (Oslo Børs, 2018b).

2.6.3 Cermaq Group

Den norske delen av Cermaq ble grunnlagt i 1988 og het Follelaks. I 2004 gikk selskapet igjennom en refinansiering og ble en del av det internasjonale selskapet Cermaq. Ti år senere solgte den norske stat alle sine aksjer i selskapet til japanske Mitsubishi Corporation (Cermaq, 2017a). Salget var omstridt og sjømatanalytiker, Kolbjørn Giskeødegård, i Nordea Markets mener selskapet kan ha økt sterkt i verdi etter salget (Trygstad, 2017). Etter salget ble Cermaq tatt av Oslo Børs (Oslo Børs, 2014). Den 31. mars 2017 hadde selskapet 3.712 ansatte, hvorav 473 av de jobbet i Norge. Selskapet opererer i Norge, Chile og Canada, med hovedkontor i Oslo. De er verdens tredje største leverandør av oppdrettslaks og - ørret (Cermaq, 2017b). Cermaqs visjon er å begrense påvirkningen på verdens naturressurser gjennom å arbeide sammen med naturen (Cermaq, 2017c).

2.6.4 Grieg Seafood

Grieg Seafood ble grunnlagt i 1992 og har hovedkontor i Bergen. Selskapet har oppdrettsanlegg i Rogaland, Finnmark, Canada og på Shetland. I dag arbeider det ca. 780 mennesker i Grieg Seafood. Selskapet er blant verdens ledende lakse- og ørretoppdrettere. De satser på bærekraftig bruk av naturlige ressurser og har som målsetning å være ledende innenfor dette segmentet (Grieg Seafood, u.å.). Selskapets visjon er å sikre sunn, velsmakende og bærekraftig mat til en økende global befolkning. Dette kommer tydelig frem i deres motto «Rooted in nature - farming the ocean for a better future» (Grieg Seafood, 2018). Grieg Seafood ble notert på Oslo Børs i 2007, og har en årlig produksjonskapasitet på omtrent 95.000 tonn. Deres markedsverdi er i dag (30.06.2018) 10.549 millioner norske kroner. Grieg Seafood er i likhet med Lerøy og SalMar et integrert oppdrettselskap (Oslo Børs, 2018c).

2.7 Marine Harvest

2.7.1 Historie og eierstruktur

Eventyret Marine Harvest startet allerede på 50-tallet i firmaet Johan Lærum & Co. De drev først med regnbueørret, men endret senere hovedfokus til lakseoppdrett, da de mente dette ville være mer lønnsomt. I 1969 inngikk selskapet et samarbeid med Norsk Hydro og selskapet skiftet navn til Mowi (Møller & Haaland, 2014, s. 73-77). Selskapet opererte under forskjellige navn mens det var eid av Hydro (Marine Harvest, u.å.c). I år 2000 ble Hydro Seafood, som det da het, kjøpt opp av Nutreco, et nederlandsk selskap som driver med produksjon av dyre- og fiskefôr (Nutreco Holdning N.V, 2009). Etter oppkjøpet byttet Hydro Seafood navn til Marine Harvest. I 2005 kjøpte John Fredriksen Panfish og Fjord Seafood. Året etter fulgte han opp med å kjøpe Marine Harvest. Det fusjonerte selskapet ble da verdens største produsent av oppdrettslaks, og er det Marine Harvest vi kjenner i dag (Marine Harvest, u.å.c; Marine Harvest, u.å.b).

I 1997 ble Marine Harvest notert på Oslo Børs (Oslo Børs, 2018d). I 2014 ble selskapet også notert på New York-børsen. Tre år senere valgte styret å trekke selskapet fra den amerikanske børsen. I dag er Marine Harvest kun notert på Oslo Børs (Berge, 2017b). Per 30.06.2018 har Marine Harvest utstedt 490.167.777 aksjer (Oslo Børs, 2018d). John Fredriksen er største aksjonær gjennom selskapet Geveran Trading med 72.012.531 aksjer per. 30.06.2018. Det tilsvarer en eierandel på 14,69 prosent. Den nest største aksjonæren er Folketrygdfondet med 30.955.152 aksjer per. 30.06.2018, tilsvarende 6,32 prosent (Marine Harvest, 2018a). Figur 3 viser Marine Harvests børsutvikling de fem siste årene. Utviklingen viser en tydelig verdiøkning på selskapets aksjer.

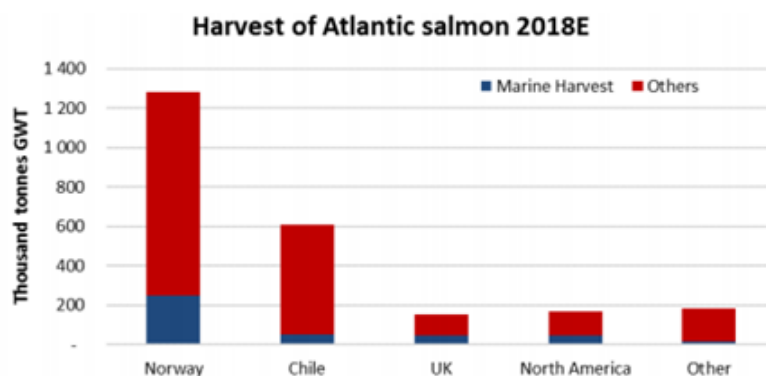


Figur 3: Kursutvikling Marine Harvest 2014-2018 (Oslo Børs, 2018e)

2.7.2 Marine Harvest i dag

Marine Harvest er i dag verdens største lakseoppdretter målt i slaktevolum. Deres hovedkontor ligger i Bergen. Selskapet produserer en femtedel av all norsk oppdrettslaks (SFI Handbook, 2018, s. 36). Produksjonen i Norge foregår fra Flekkefjord (Vest-Agder) i sør til Kvænangen (Troms) i nord, og de har 1.600 ansatte i landet. I 2017 produserte Marine Harvest 370.000 tonn atlantisk laks på verdensbasis og hadde en omsetning på 3,6 milliarder euro (Marine Harvest, u.å.d; Marine Harvest, u.å.b).

På verdensbasis har Marine Harvest 13.233 ansatte. Selskapet har virksomheter i 25 land og eksporterer til over 70 markeder. Marine Harvest driver lakseoppdrett i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. De resterende 19 landene driver med foredling, distribusjon og salg. Europa er Marine Harvest største marked, etterfulgt av Amerika og Asia (SFI Handbook, 2018, s. 107). Figur 4 viser Marine Harvests andel av verdens oppdrettslaks.



Figur 4: Oppdrett av atlantisk laks (SFI Handbook, 2018, s.36)

Marine Harvest er et helintegret selskap og har kontroll på hele verdikjeden fra produksjon av yngel til distribusjon av det ferdige produktet. I 2014 bestemte Marine Harvest seg for å begynne og produsere sitt eget fiskefôr. Det eneste oppdrettsfirmaet i Norge som gjør dette. De største kostnadene knyttet til produksjon av fiskefôr er produksjonskostnader og råvarer (SFI Handbook, 2018, s. 54). Produktene strekker seg fra hel fisk og fiskefileter til ferdigprodukter som røykelaks og grillet laks. Produktene er tilgjengelig både ferske og frosne. Marine Harvest har andre produkter enn laks, men laks er kjernen i deres virksomhet. Selskapet selger forskjellige produkter til forskjellige markeder og driver detaljert produktutvikling for å treffe de ulike markedene (Marine Harvest, u.å.e). Dette gjenspeiles i hvordan ledelsen er bygd opp. Den er delt opp i region, salgs- og markedsføring, fôrproduksjon, forskning og utvikling, strategi og Human Resources (Marine Harvest, u.å.f).

2.7.3 Strategi og visjon

Dette avsnittet tar utgangspunkt i Marine Harvests årsrapport for 2017 s. 19-26. Marine Harvests strategi er å være en tilbyder av protein fra havet, gjennom en integrert produksjon. Selskapet mener at å ha kontroll på alt fra fiskefôr til ferdig produkt gjør det lettere å ta tak i utfordringer som oppstår. Spesielt med henhold til bærekraft og miljø, som per dags dato er bransjens største utfordring. Selskapets drift er sentrert rundt fire P'er: Profitt (profit), planeten (planet), produktet (product) og mennesker (people). De mener en balanse mellom de fire P'ene er nødvendig for å kunne skape langsiktige verdier for alle involverte. Marine Harvest sier at deres visjon «Leading the blue revolution» er både en ambisjon og et løfte. De ønsker å ta ansvar for å utvikle næringen i en mer bærekraftig retning, og være ledende i utviklingen av bransjen. Selskapet har fire verdier som utgjør ryggraden i driften. De fire

verdiene er lidenskap (passion), endring (change), deling (share) og tillit (trust). Marine Harvest mener man må ha lidenskap for produktene og selskapet for å skape suksess. De sier at endring er nødvendig for å være ledende innenfor bransjen. De jobber kontinuerlig med å forbedre selskapet. Marine Harvest hevder de er opptatt av åpenhet og har et ønske om å dele kunnskap. Hver enkelt av de ansatte skal ha mulighet til å bidra til selskapets utvikling. Til slutt sier de at tillit. Samfunnet må kunne stole på at Marine Harvest vil ta de sosiale- og miljømessige utfordringene som bransjen møter på alvor.

2.7.4 Bærekraft, miljø og innovasjon

Marine Harvest satser tungt på forskning og hevder de er ledende innenfor grønn oppdrettsteknologi (Marine Harvest, 2017, s. 21-22). I dag produseres kun to prosent av verdens mat i havet, til tross for at 70 prosent av jordens overflate er dekket av hav (Fiskbranschens Riksförbund, 2018). CO₂-utslippene fra landbruket er i en helt annen skala enn det fra akvakulturen. Det er dermed ønskelig å få mer av matproduksjonen til å skje til havs. Dette er noe Marine Harvest sier de jobber med å endre gjennom prosjektet «The blue revolution» (Marine Harvest, 2017, s. 21-22). Siden 2008 har Marine Harvest samarbeidet med WWF (WWF Verdens naturfond) for å skape en mer bærekraftig oppdrettsnæring. Marine Harvest har forpliktet seg til å bli 100 prosent miljøsertifisert innen 2020 gjennom ASC (Aquaculture Stewardship Council). ASC har strengere miljøkrav enn dagens lovverk og gjennom sertifiseringen forplikter Marine Harvest seg blant annet til å unngå at laks rømmer, minimere lus og skaffe fôr fra bærekraftig fiske (WWF, u.å.). En slik forpliktelse av verdens største oppdrettsselskap kan bety mye for næringen som helhet. I tillegg hevder Marine Harvest å ha FNs bærekraftsmål i tankene når de arbeider (Marine Harvest, 2017, s. 27). Selskapet bruker også betydelige ressurser på å utvikle teknologi som gjør at de kan utnytte havets fulle potensial. Blant annet jobbes det med bruk av kunstig intelligens, og det arbeides hardt med å få kontroll på luseproblematikken og få slutt på at fisken rømmer (Marine Harvest, 2017, s. 31-42).

3. Valg av verdsettelsesmetode

I dette kapitlet vil vi presentere forskjellige verdsettelsesteknikker som kan brukes for å gjøre en verdivurdering av Marine Harvest. De forskjellige metodene vil bli evaluert. Til slutt vil valgte teknikker og årsak til dette bli grundig gjennomgått.

3.1 Ulike metoder

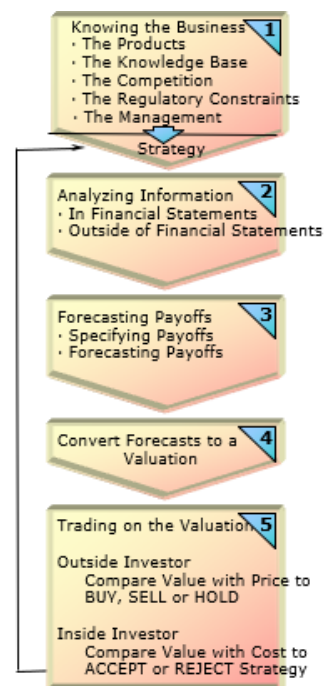
Når man skal foreta en verdivurdering av et selskap står valget mellom flere ulike metoder. Vi tar her for oss fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse. Hver metode har både fordeler og ulemper. Det er viktig å være klar over disse før man velger metode, så man vet hvilke utfordringer man kan møte på underveis. Tre viktige faktorer å ta hensyn til er tilgang på informasjon, krav til pålitelighet og tid til disposisjon (Kaldestad & Møller, 2011, s. 33). Det kan være lurt å supplere med flere ulike metoder for å kvalitetssikre resultatet man har fått. Når man skal velge metode vil man gjøre det enklest mulig, uten at det skal gå på bekostning av kvaliteten (Penman, 2013, s. 74-75).

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Det er en av de mest avanserte analysemetodene fordi den bygger på store mengder informasjon. Ved bruk av denne metoden er det viktig at man har god kjennskap til selskapet og dets miljø (Penman, 2013, s. 84-85). Fundamental analyse er diskontering av fremtidig kontant- eller inntektsstrøm. Diskontering av dividende, avkastning, eller frikontantstrøm er mest vanlig. Man estimerer selskapets nåverdi gjennom prognostisering av fremtidig avkastning. De forskjellige modellene stammer opprinnelig fra dividendemodellen. Det betyr at det teoretiske grunnlaget er likt. Verdien skal da i utgangspunktet bli den samme uavhengig av modell (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 300).

Prosessen i en fundamental analyse tar utgangspunkt i Penman (2013, s. 85-86) og kan deles opp i fem punkter. Det første steget i analysen er å skaffe seg kjennskap til selskapet og bransjen. Man må ha kunnskap om produktet, konkurrenter, ledelse og eventuelle regulatoriske begrensninger. Dette kan gjøres gjennom en strategisk analyse, som for eksempel PESTEL eller Porters femkraftsmodell. Steg nummer to er å analysere den

informasjonen man har tilgjengelig, både finansiell og ikke-finansiell. Man kan gjerne sammenligne med andre selskaper i samme bransje. Steg nummer tre er utviklingen av fremtidsprognosene. I steg nummer fire gjennomfører man selve verdsettelsen. Man konverterer fremtidsprognosene om til en verdsettelse ved hjelp av en av modellene som presenteres under. Det siste steget er å bestemme hva man skal foreta seg ut ifra verdien man har kommet frem til. Forenklet kan man si at hvis verdien er høyere enn dagens pris, så burde man kjøpe aksjer. Hvis verdien er lavere burde man selge/ikke kjøpe dem. Poenget med fundamental analyse er å utvikle fremtidige finansregnskap og gjøre en verdivurdering av disse.



Figur 5: Stegene i fundamental analyse (Penman, 2013, s. 85)

Innenfor fundamental analyse finnes det flere verdsettelsesmodeller. Penman (2013) beskriver følgende modeller:

- Dividendmodellen (Dividend Discount Model)
- Frikontantstrømmmodellen (Discounted Cash Flow Model)
- Superprofittmodellen (Residual Earnings Model)
- Superprofitt-fra-drift modellen (Residual Operating Income Model)
- Superprofitt vekstmodellen (Abnormal Earnings Growth Model)

- Superprofitt-fra-drift vekstmodellen (Abnormal Operating Income Growth Model)

Modellene kan deles inn i to hovedkategorier: Egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Hva slags selskap du analyserer er med på å avgjøre valg av modell (Palepu, Healy, Bernard & Peek, 2007, s. 294).

3.1.2 Komparativ verddivurdering

Komparativ analyse også kjent som multippel analyse er ifølge Petersen et al. (2017, s. 28) en analyse som går ut på å verdsette et selskap ved hjelp av antatt sammenlignbare selskaper. Først finner man sammenlignbare selskaper. Videre finner man relevante regnskapstall fra eget og sammenlignbare selskaper. Dette kan være kontantstrøm, inntjening og bokført verdi. Deretter beregner man multipler. Penman (2013, s. 76) presiserer at man i det siste steget skal bruke medianen eller et gjennomsnitt av multiplene og måle disse opp mot verdiene til det selskapet man ønsker å vurdere.

En av de største fordelene med en komparativ verddivurdering er at den er forholdsvis lett å gjennomføre. Den brukes helst i sammenhenger der selskapet man ønsker å vurdere er et privat selskap, eller et selskap uten noe pålitelig aksjepris. Da kan man se på verdien av konkurrentene og på denne måten få en indikasjon på verdien av selskapet (Penman, 2013, s. 77). En annen fordel med denne typen verdsettelse er at man ikke trenger å prognostisere flere år fremover i tid (Palepu et al., 2007, s. 294). Komparativ verddivurdering forutsetter at det sammenlignbare selskapet har samme vekst, risiko og lønnsomhet, noe som ofte ikke er tilfellet (Petersen et al., 2017, s. 28).

Komparativ verddivurdering krever ikke like mye informasjon som en fundamental verddivurdering gjør. Den er dermed ikke ansett som en like pålitelig metode. I tillegg er den avhengig av at de andre selskapene er riktig priset, hvis ikke vil vurderingen bli feil (Penman, 2013, s. 77). Det advares også mot å bruke pris som en del av en verddivurdering. Årsaken er at den blander den operasjonelle delen sammen med kapitalstruktur, noe som gjør estimatet mindre troverdig (Koller, Goedhart & Wessels, 2015, s. 337).

3.1.3 Opsjonsbasert verddivurdering

Ved bruk av opsjonsbasert verdsettelse (*Contingent claim valuation*) tar man utgangspunkt i at selskapet har rett til, men ingen plikt til å selge en finansiell opsjon. Samme prinsipp gjelder for realopsjoner (Kaldestad & Møller, 2011, s. 185). Hovedprinsippet bak opsjonsbasert verddivurdering er å overvinne problemet med at kontantstrømmodeller har en tendens til å undervurdere verdien på opsjoner, som vil lønne seg kun under visse forutsetninger. Et godt eksempel på dette er hvis man ønsker å verdsette et selskaps uutviklete oljereserve med utgangspunkt i fremtidig forventede oljepriser. Vi ser for oss at selskapet kun vil utvikle oljereserven hvis prisen på olje øker, noe som blir tatt hensyn til i opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 24).

Man kan kategorisere opsjonene enten som finansielle opsjoner eller realopsjoner. De finansielle opsjonene kan være aksjer og obligasjoner. Realopsjonene er knyttet opp mot drift og kan ifølge Kaldestad & Møller (2011, s. 185) deles inn i tre kategorier:

1. Muligheten til å utsette et prosjekt
2. Muligheten til å utvide et prosjekt eller ekspandere
3. Muligheten til å avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt

Det er to hovedmetoder innenfor opsjonsbasert verddivurdering: Black-Scholes opsjonsprisindeksmodell og opsjonsprising. Man ser gjerne på om verdiene er omsettelige. Generelt er finansielle verdier omsettelige, mens realverdier ikke er det. Det vil ofte være vanskeligere å vurdere bionomiske ikke-omsettelige verdier (Damodaran, 2012, s. 24-25).

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

Ved valg av metode må man ta hensyn til flere faktorer, blant annet tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Damodaran, 2012, s. 928). Som nevnt tidligere bør man kombinere flere metoder for å oppnå resultater man kan stole på. I de fleste tilfeller vil fundamental- og komparativ verdsettelse gi mest pålitelige svar, så en kombinasjon av disse anbefales (Kaldestad & Møller, 2011, s. 33-34).

Valg av metode avgjøres også av forhold knyttet til selskapet som skal verdsettes. Noen metoder er mer vanlig i enkelte bransjer, i tillegg må man se på hvilken fase i livssyklusen selskapet er. Marine Harvest er et selskap som har vært operativt lenge og befinner seg i en fase med stabile kontantstrømmer. Selskaper i en slik fase vurderes ofte ved hjelp av fundamental- og komparativ verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2011, s. 34).

Ifølge Petersen et al. (2017, s. 298) brukes fundamental- og komparativ verdsettelse i over 95 prosent av tilfellene ved verdsettelse av private selskaper. Videre sier de at de to metodene foretrekkes generelt. Kaldestad & Møller (2011, s. 34-35) sier fundamental verdsettelse ofte nevnes som det mest naturlige valget. En av årsakene til dette er at de andre teknikkene har fundamental verdsettelse som et utgangspunkt. Allikevel vegrer mange seg for å benytte metoden fordi den er arbeidskrevende og resultatene er følsomme for input av for eksempel marginer, avkastningskrav og inntektsvekst. Allikevel argumenterer Kaldestad & Møller (2011, s. 35) for bruk av fundamental verdsettelse som hovedmetode av følgende grunner:

- Risikofrie statsobligasjoner blir priset ut ifra nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, og det finnes ingen grunner for at dette ikke skal være tilfelle også for aksjer.
- Markedet fokuserer ikke på regnskapsmessige størrelser, men på kontantstrøm.
- At resultatene er følsomme for input gjør vurderingen vanskelig, men den gir ikke metodiske svakheter.
- Det er typisk for mange selskaper at 75 prosent av verdiene ligger mer enn fem år frem i tid, og slike prognoser blir sjeldent publisert.

Når man ønsker å gjennomføre en fundamental verdsettelse er man avhengig av tilgang på regnskapsinformasjon over et langt tidsperspektiv. Metoden bygger på fremtidige prognoser og disse lages ut ifra historisk regnskapsinformasjon (Penman, 2013, s. 84-85). Marine Harvest har eksistert i lang tid og ble børsnotert så langt tilbake som i 1997, så tilgang på historisk regnskapsinformasjon skal være tilstrekkelig. I tillegg er kravene for rapportering strenge for børsnoterte selskaper, så informasjonen er lett tilgjengelig for eksterne analytikere (KPMG, 2017). Ved bruk av komparativ verdsettelse er man avhengig av at det er tilstrekkelig med selskaper å sammenligne med (Palepu et al., 2007, s. 301). I kapittel 2 presenterte vi noen av Marine Harvests største konkurrenter, som vil være aktuelle å bruke i

en komparativ verddivurdering. Opsjonsbasert verdsettelse er mest brukt i selskaper i en oppstartsfase, eller som er i tilbakegang (synkende inntjening) (Kaldestad & Møller, 2011, s. 34). Da vi allerede har konkludert med at Marine Harvest er i en fase med stabile kontantstrømmer, faller opsjonsbasert verdsettelse som alternativ bort.

Vårt valg ender på å bruke fundamental verdsettelse som hovedteknikk, med komparativ verdsettelse som et supplement. Dette er i tråd med anbefalingene til Kaldestad & Møller (2011). Ut ifra de argumentene vi har presentert ovenfor mener vi at fundamental verdsettelse vil gi en god vurdering av verdien til Marine Harvest. Samtidig ønsker vi å gi ekstra tyngde til analysen ved å gjennomføre en komparativ verddivurdering i tillegg. Videre i oppgaven vil den fundamentale verddivurderingen bli viet mest oppmerksomhet, da dette er vår hovedanalyse. Den komparative analysen blir brukt som en tilleggsanalyse.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Oppgaven tar utgangspunkt i oppsettet til Penman (2013) og Knivsflå (2018a) ved gjennomførelse av fundamental verddivurdering. Rammeverket består av fem steg. Vi vil med utgangspunkt i informasjon fra Penman (2013, s. 85-86) presentere de fem stegene:

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Utvikling av fremtidsprognoser
4. Gjennomføring av selve verdsettelsen
5. Handelsstrategi

Det første steget legger grunnlaget for en god analyse. I dette steget ønsker vi å bli bedre kjent med selskapet vi skal vurdere og bransjen det befinner seg i. Det er viktig å ha god kunnskap for å kunne gjennomføre en god analyse. Denne kunnskapen skaffer vi gjennom to eksterne bransjeorienterte analyser (PESTEL og Porters femkraftsmodell) og to interne ressursorienterte analyser (KIKK og SVIMA/SVI), i tillegg til en SWOT-analyse. På denne måten får vi oversikt over hvilke faktorer både innenfor og utenfor selskapet som kan ha innvirkning på det.

Steg nummer to er regnskapsanalysen. Man må greie å skille mellom nødvendig og unødvendig informasjon. Målet med denne delen av analysen er å finne selskapets underliggende forhold og se om de kommer frem i regnskapet. Man vil se hvilke faktorer som historisk sett har vært viktige for lønnsomheten til selskapet. Selve regnskapsanalysen inneholder omgruppering av regnskapstall og analysering. Man vil også fjerne unormale poster fra regnskapet. Når det er gjort så analyseres rentabilitet, risiko og forholdstall.

I det tredje steget lages en fremtidsprognose. Denne prognosen bygger på analysen man har gjort i foregående steg. Først må man bestemme hvordan man skal måle inntjening. Det kan være blant annet kontantstrøm, utbytte, avkastning på egenkapital eller EBIT. Når måleenhet er valgt, prognostiserer man hva inntjeningen skal være.

I det fjerde steget gjennomfører man selve verdsettelsen av selskapet. Man gjør om prognosene til en verdivurdering. Det er vanlig å lage fremtidsprognoser for flere år. Disse må nå diskonteres til nåverdi og man må ta hensyn til risiko, da man aldri kan være 100 prosent sikre på fremtidige utbetalinger. Investorer ønsker som hovedregel å forholde seg til nåverdi, det er årsaken til at man må diskontere prognosene.

Etter den fundamentale verdsettelsen er gjennomført, gjennomfører man en komparativ verdivurdering, før man sammenligner resultatene av de to metodene. Dette steget er ikke en del av en fundamental verdivurdering, men vil falle naturlig inn etter steg fire i den ovennevnte vurderingen.

I det siste steget legger man en handelsstrategi. Da vi fungerer som eksterne analytikere vil vår vurdering bli gjort som følge av en sammenligning mellom vår verdi og børskursen til selskapet. Resultatet av sammenligningen legger grunnlaget for handling. Hvis verdien i vår analyse er høyere enn børskursen, anbefales det å kjøpe aksjer. Hvis verdien er lavere enn børskursen, anbefales det å selge/ikke kjøpe.

4. Strategisk analyse

I dette kapitlet vil vi ta for oss strategiske analyser av Marine Harvest, som første steg av en fundamental verdsettelse. Vi vil først presentere to eksterne bransjeorienterte analyser i form av en PESTEL-analyse og Porters femkraftsmodell. Videre vil vi gjennomføre to interne ressursorienterte analyser i form av en KIKK og en SVIMA/SVI. Til slutt vil vi koble de forskjellige analysene sammen i en SWOT.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

4.1.1 PESTEL-analyse

PESTEL er en strategisk analyse som tar for seg eksterne forhold som kan påvirke bransjen. Disse forholdene er politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske (Roos, Krogh, Roos & Boldt-Christmas, 2014). Det er viktig å ha kunnskap om hvordan de seks faktorene påvirker bransjen, og hva konsekvensene er om disse endrer seg.

Politiske forhold

Havbruksnæringen blir overvåket av forskjellige myndigheter som Mattilsynet, Fiskeridirektoratet, Kystverket, Fylkesmannen og Norges vassdrags- og energidirektoratet. Myndighetene følger med på miljøpåvirkningene som kommer fra en oppdrettslokalitet. Hvert selskap som driver på med oppdrett er pålagt å gjennomføre en egen risikovurdering i forhold til miljøpåvirkningen. De må også ha egen overvåking av ulike miljøforhold som er beskrevet i de ulike forskriftene, lovene og tillatelsene som gjelder for driften (Laksefakta, 2018a).

Konsesjoner:

Myndighetene regulerer driften av havbruksnæringen ved å dele ut tillatelser til å drive oppdrett med en viss tillatt biomasse, kalt konsesjon. Konsesjonene blir delt ut av Nærings- og fiskeridepartementet og det blir kun gitt ut et visst antall konsesjoner hver gang. I juni 2018 var siste gangen det var tildeling av konsesjoner, i form av en auksjon (Fiskeridirektoratet, 2018). Dette gjør det vanskelig for nyetablerte selskaper å skaffe seg

flere konsesjoner, ettersom de store aktørene vil ha mer å kjøpe for. Før 2018 var forrige tildeling i 2009 (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforbund, 2008). For at et selskap skal kunne vokse i denne type næring, når tildelingen av konsesjoner skjer relativt sjelden, må de kjøpe opp konkurrerende selskap for å få tilgang på flere konsesjoner.

For å videreutvikle oppdrettsnæringen gir myndighetene ut gratis konsesjoner for landbasert oppdrett. Dette skal kompensere for de dyre investeringskostnadene som kjøp av eiendom og bygg av anlegg utgjør (Aarre, 2016). Ved å gi ut gratis konsesjoner til landoppdrett vil eksisterende oppdrettsselskap få flere konkurrenter, eller en sjanse til å bli med å videreutvikle næringen.

I 2017 bestemte norske myndigheter at kysten skulle bli delt inn i 14 geografiske produksjonsområder. Regionene ble delt inn i fargene grønn, gul og rød, et såkalt trafikklyssystem. I de grønne områdene er det mulighet for å vokse. I de gule skal biomassen forbli den samme, og i de røde skal biomassen reduseres. De grønne områdene kan øke biomassen sin med opptil seks prosent annet hvert år, så lenge de følger strenge miljømessige regler. Trafikklyssystemet trer i kraft i 2019. Videre sier myndighetene at ordningen vil gjøre det mulig for selskapene å vokse uten å få tilgang til flere konsesjoner. I dag er åtte regioner klassifisert som grønne, fire som gule og to som røde (Nærings og fiskeridepartementet, 2017). Et selskap kan ikke vokse mer enn at de kontrollerer 50 prosent av den totale biomassen i en region (SFI Handbook, 2018, s. 71).

For å fremme vekst av innovative løsninger kan myndighetene gi tillatelse til utviklingskonsesjoner. Utviklingskonsesjoner gir tillatelse til å prøve ut nye teknologiske løsninger i et eget anlegg. Dersom de nye løsningene lykkes kan de gi ny kunnskap og praksis til hele næringen (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2015a). Det er flere selskaper som har søkt og fått tillatelse til å teste ut sine ideer (Soltveit & Jensen, 2018). Det er mange alternativer til hva som kan bli den nye normalen innenfor næringen.

Handelsbarrierer:

Som nevnt tidligere i oppgaven eksporterer Norge omlag 95 prosent av all sjømat som blir produsert og fisket. Dette gjør at oppdrettsnæringen er avhengig av gode handelsavtaler for å sikre fremtidig inntjening. Handelspolitiske rammevilkår kan endre seg brått, og skyldes som regel endringer i forhold som er utenfor oppdrettsselskapenes kontroll. Det vil være vanskelig for oppdrettsselskapene å unngå å bli rammet av slike konflikter om de skulle oppstå. Ved å ha en diversifisert kundeportefølje vil selskapene redusere risikoen knyttet til handelspolitiske konflikter. Tilgang til flere markeder vil være en kilde til en potensiell konkurransefordel. Som nevnt i delkapittel 2.6 og 2.7 er de norske oppdrettsselskapene representert i flere markeder.

I mars 2018 innførte USAs president Donald Trump toll på all import av stål og aluminium til USA, for å styrke den amerikanske økonomien. Konsekvensen av innføring av toll er at flere land svarer med å innføre toll på amerikanske produkter (Parr, 2018). Selv om dette foreløpig gjelder kun innføring av stål og aluminium, er det en mulighet for at det blir innført toll på andre produkter, som for eksempel laks.

I 2014 stoppet Russland all import av norske varer, inkludert norsk laks. Russland var i perioden 2011-2013 Norges største eksportmarked (Norges Sjømatråd, 2016). Selv om det russiske markedet er stengt for norsk laks, åpnet det dørene for laks fra andre land, blant annet chilensk laks. Chile fikk et nytt marked de kunne levere til, som førte til at andre markeder som Chile leverte til åpnet seg opp for norsk laks. Årsaken til dette er at Chile ikke hadde nok laks til å forsyne både sitt gamle og nye marked (Dagens Næringsliv, 2014).

Verdensmarkedet er i stadig endring, og risikoen for at det skal oppstå handelspolitiske konflikter vil ikke forsvinne de neste årene. Det er i dag en del usikkerhet knyttet til Brexit. Det etableres et nytt regulatorisk rammeverk for handel og samarbeid når Storbritannia forlater EU (Nærings- og fiskeridepartementet, 2018a).

Skatt:

Oppdrettsnæringen har de siste årene hatt høy lønnsomhet og dette har utløst diskusjon om økt skattelegging av næringen. Argumenter for økt skattelegging er at oppdretterne bruker av en felles ressurs og lønnsomheten er et resultat av en ressursrente (Misund, 2017). Tidligere fiskeriminister Per Sandberg ønsker å ha samme modell som oljenæringen og kraftindustrien har, overskuddsbasert beskatning, en såkalt grunnrenteskatt (Kyst og Fjord, 2018a). Verdien av gratis tilgang på kystareal er hele 27 milliarder kroner i året, mens verdien til kraftindustrien er 18 milliarder (Kyst og Fjord, 2018b). Dersom politikerne vedtar økt skattelegging av oppdrettsnæringen vil lønnsomheten falle markant, det vil også verdien av konsesjonene (Misund, 2017). Det vil være logisk å tenke at havbruksnæringen vil bli rammet av grunnrenteskatt i nærmeste fremtid. Den høye lønnsomheten gjør at det vil komme samfunnet til gode.

Økonomiske forhold

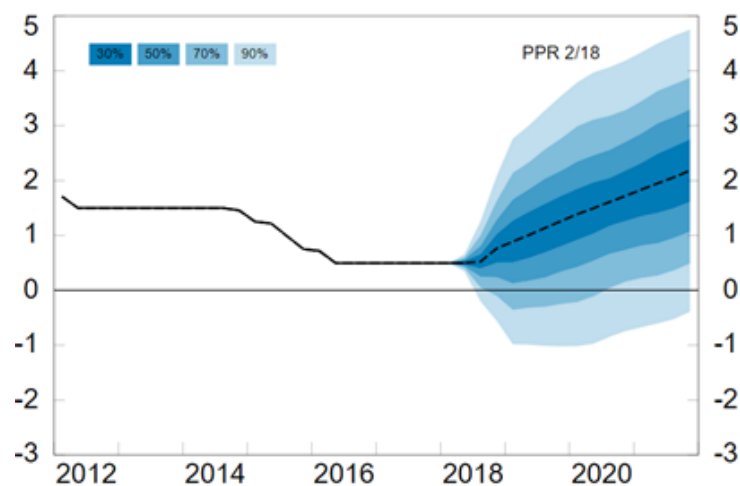
Laksepris:

Lønnsomheten til oppdrettsselskaper påvirkes av utviklingen i lakseprisen. Lakseprisen er volatil og vil dermed variere i takt med markedet (Egeness, 2018). Tilbudet er avhengig av hvor mye laks oppdretterne får produsert. Laksen bruker som nevnt tidligere to til tre år før den er klar til slakt. Det kan forekomme redusert tilbud av laks, oftest som en konsekvens av miljømessige utfordringer som lakselus, rømming og lignende. På grunn av vanskeligheten med å påvirke tilbudssiden på kort sikt, vil lakseprisen i stor grad være påvirket av etterspørsel. Etterspørselen av norsk laks har de siste årene gått opp, blant annet i Kina. Det er forventet at i løpet av 2025 vil norsk laks ha 65 prosent av markedsandelen i Kina (Ytreberg, 2018). Alt tyder på at etterspørsel vil overstige tilbudet i overkommelig fremtid. Sykdom/luseproblemer kombinert med økende etterspørsel vil medføre et høyt prisnivå. På grunn av disse to faktorene har analytikere spådd relativ lik laksepris for fremtiden som dagens nivå (Aukner & Hanstad, 2018, s. 6).

Rentenivå:

Styringsrenten i Norge har de siste årene vært uendret på 0,5 prosent (Norges Bank, u.å.a). Det ble 21. juni varslet at den sannsynligvis blir satt opp i løpet av september (Norges Bank, 2018a). Norges Bank predikerer at rentenivået mest sannsynlig fortsetter å øke de kommende

årene (Norges Bank, u.å.a). Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring og aktørene har dratt nytte av den lave styringsrenten i form av lave finansieringskostnader og økte eksportinntekter. En høyere styringsrente kan gjøre at det blir dyrere finansieringskostnader og reduserte eksportinntekter. Dette forårsaket av at norske oppdrettere selger laksen i utenlandsk valuta. En konsekvens av dette er at oppdrettere er sensitive for kronekursen og styringsrenten (Nyrud, Bendiksen & Dreyer, 2016, s.22).



Figur 6: Fremtidsprognose for styringsrenten (Norges Bank, u.å.a)

Valutakurser:

Oppdrettsnæringen, som andre eksportnæringer, er eksponert for valutarisiko gjennom svingninger i valutakursen, ettersom aktørene ofte får betalt i utenlandsk valuta (Nyrud et al., 2016, s.22). Valutarisikoen er ikke noe som aktørene kan kontrollere, men de kan redusere risikoen for svingninger ved å benytte seg av sikringsinstrumenter. Dette innebærer at man låser fast valutaen på et gitt tidspunkt som skal vare i en satt periode, gjennom for eksempel en valutaterminkontrakt (Børsum & Ødegaard, 2005, s.84-85). Valutasikringen kan gi både gevinst og tap i inntekter, men fordelene er forutsigbarhet (Innovasjon Norge, u.å.a). Dette gjør det enklere å lage framtidspregninger og budsjetter for fremtiden.

Sosiokulturelle forhold

I 2011 passerte jordas befolkning syv milliarder, og den er forventet å passere 11,2 milliarder i 2100 (FN, u.å.). En voksende befolkning kombinert med et større fokus på sunn mat, er positivt for oppdrettsnæringen da faktorene er med på å øke etterspørselen etter laks. På grunn av næringsinnholdet er det anbefalt å spise laks flere ganger i uken (SFI Handbook, 2018, s. 19). Voksende eksportvolum viser at det er flere som er interessert i å spise laks (Norges Sjømatråd, u.å.).

Dagens fokus på dyrevelferd påvirker alle bransjer som opererer med dyr. Kommer det frem at selskapene har dårlig dyrevelferd vil det kunne resultere i redusert salg. Dette er da høyst relevant for havbruksnæringen da de driver eksklusivt med fisk. I et oppdrettsanlegg i Skottland kom det ut bilder av laks i merder, der lus hadde spist seg inn i kraniet til laksen. Da Lerøy opplevde lignende luseproblem medførte dette millionbøter, samt vedtak om å halvere biomassen på de aktuelle konsesjonene (Berge, 2018). Dersom slike forhold forsetter kan dette føre til at forbrukerne ikke lengre stoler på oppdretterne og ikke lengre ønsker produktene. Dette kan få stor innvirkning på folks oppfatning av oppdrettsnæringen.

Teknologiske forhold

Landbaserte oppdrettsanlegg:

For å gjøre oppdrettsnæringen mer bærekraftig er det begynt med landbaserte oppdrettsanlegg. Landbaserte oppdrettsanlegg er når hele anlegget er lokalisert på land. Dette gjør at man får bedre kontroll over alle parameterne som vannkvalitet, temperatur og man minimerer eksponeringen for lus og andre parasitter (Skarvøy, 2018). Ettersom man har kontroll over alle parameterne vil man ta vekk risikoen for rømming, sykdommer og lakselus. Analytikere ved Deloitte har beregnet at det er like kostnader ved å produsere på land som til sjøs (Sved, 2015). Når de landbaserte anleggene kommer for fullt vil de være en potensielt stor konkurrent for sjøbasert oppdrett.

Flere kaster seg på bølgen og er i gang med å lage oppdrettsanlegg på land. I USA er det to anlegg som er påbegynt. De skal være med på å forsyne en del av det amerikanske markedet

(Stavrum, 2018; iLaks, 2018a). I tillegg er det flere selskap i Norge som bygger landbasert oppdrettsanlegg, blant annet i Fredrikstad (Vermes, 2018a), Botnastranda (Haugstad, 2017) og Fræna (Fylkesmannen i Møre og Romsdal, 2018).

Forskning:

Som alle bransjer er oppdrettsnæringen avhengig av teknologisk nyskapning og innovasjon, som for eksempel havmerder. I stedet for å være plassert ved kysten er disse plassert i havet. SalMar har designet havmerder som skal være rømmingssikre og forhindre sykdom.

Havmerdene har en kapasitet til å holde 1,6 millioner laks (Berglihn og Ytreberg, 2018).

Marine Harvest har sammen med Hauge Aqua utviklet «egget», et lukket anlegg i sjøen.

«Egget» vil kunne opprettholde et fast oksygennivå, variere lysstyrke, og samle opp uspist mat (Hauge Aqua, u.å.). Det kan også være med på å løse problemet med rømming og

lakselus. Det miljømessige fotavtrykket vil bli minimert da et lukket anlegg vil samle opp

avfall, i stedet for at det synker til havbunnen. Det er ikke bare Marine Harvest som kommer

med nye prøveanlegg. SalMar, Norway Royal Salmon, Lerøy og Cermaq har fått

utviklingskonsesjoner til å teste ut nye anlegg (Soltveit & Jensen, 2018).

Ny teknologi blir også tatt i bruk for å bli kvitt lakselus. Når det blir registrert lus på laksen er det en robot som fyrer laserskudd som dreper lusen uten at laksen tar skade av det (Stensvold, 2017). Det finnes flere metoder for å bli kvitt lakselus. Etersom luselarvene trives best nær overflaten, blir oppdrettslaksen lokket ned i dypet for å unngå lusen. For å lokke laksen fôrer man laksen på et dypt nivå om dagen, og om natten er det montert lys i merdene. En annen metode er å bruke en snorkelmerd, da senker man hele merden dypt ned i vannet. For at laksen skal få oksygen har den regelmessig tilgang til overflaten i form av en snorkel (Mikkelsen, 2017).

Rundt syv prosent av fôret til oppdrettslaksen blir ikke spist, og går dermed ut av merdene.

For å minske tap av fôr, har det kommet en teknologi som fôrer laksen etter dens appetitt

(Mikkelsen, 2017). Her blir det brukt et ekkolodd som er koblet opp til en programvare som

igjen er koblet opp mot et fôringsanlegg. Ekkoloddet registrerer hvor mye laks som befinner seg innenfor fôringsområdet i merden. Det er da laksens atferd og appetitt som styrer

fôringen. Den avsluttes automatisk når det er lite laks innenfor fôringsområdet (Jensen, 2018). På denne måten slipper oppdretterne tidskrevende manuelle observasjoner med undervannskameraer slik som det er i dag. Med denne teknologien vil overfôring bli et mindre problem i fremtiden (Mikkelsen, 2017).

Med nye teknologi vil oppdrettsbransjen alltid forbedre forholdene til laksen. Det vil føre til bedre kvalitet på laksen som blir servert til forbrukerne. Bedre kvalitet vil være med på å løfte prisen oppover og gjøre laks til et enda mer lønnsomt produkt.

Miljømessige forhold

Lakselus:

Lakselusen finnes naturlig i sjøen, men for mye av den skaper en trussel mot villaksen, spesielt når den vandrer ut til havet. Hver vår vandrer smolten fra elvebredder til havet. Da er det oppdretterne sin oppgave å sikre et lavt lusenivå, slik at det ikke smitter villaksen.

Lakselusen er også en trussel mot oppdrettslaksen i form av at den lager sår og skader på laksen som åpner for infeksjoner (Laksefakta, 2018b). Lakselus blir bekjempet med legemidler, rensefisk og ved hjelp av mekaniske metoder. Legemidler er den vanligste måten å bekjempe lakselus på. Det blir gjort ved at et legemiddel blir tilsett i fôret eller ved badebehandling. Rensefisken spiser lusen som er på laksen. Denne metoden er mest effektiv på mindre laks og når vannet ikke er for kaldt (Mattilsynet, 2015). Etersom lakselusen begynner å bli resistent mot legemidler er mekanisk behandling blitt mer vanlig. Mekanisk behandling er laserbehandling, børstning, og spyling med varmt- eller ferskvann.

Hovedårsaken til lakselusproblemet er at lusen har utviklet resistens eller nedsatt følsomhet ovenfor legemidlene. Dette er fordi de lakselusene som overlever behandlingen tåler avlusningsmiddelet og bærer avkom som arver denne egenskapen. Dermed krever det sterkere behandling for å få vekk lusen (Mattilsynet, 2016).

Sykdom:

Norsk oppdrettslaks blir rammet av sykdommer som infeksiøs lakseanemi (ILA), Pancreas Disease (PD) og amøbegjellesykdom (AGD) i dag. For å bekjempe disse sykdommene tar næringen i bruk god smittehygiene, vaksiner, seleksjon av robust laks, eller brakklegging av

anlegg. Ingen av disse sykdommene har en påvirkning på mennesker (Laksefakta, 2018c). I dag blir all laks vaksinert mot sykdommene og det gir god beskyttelse mot de fleste bakterielle infeksjoner. Vaksinasjonsprogrammene har ført til at dødelige sykdommer som vibriose, kaldtvannsvibriose og furunkulose er under kontroll. Mulige bivirkninger av vaksinene er at laksen får bukholeorganer og/eller sammenvoksinger mellom bukvegg. Ettersom vaksinene er forbedret og injeksjonsdosene er lavere er bivirkningene fra vaksinene så små at de ikke utgjør store helseproblemer for laksen i dag (Kyst og havbruk, 2007, s. 161). På den annen side vil det være et problem om det dukker opp alvorlige sykdommer som vil kunne påvirke oss mennesker. Eventuelt om det tar lang tid før en klarer å lage en vaksine som fungerer. Det kan også bli et problem om bakteriene som forårsaker sykdommen blir resistente mot vaksinen.

Rømming:

Rømming av oppdrettslaks er ikke bare et økonomisk tap for oppdretterne, men kan påvirke naturen hvis oppdrettslaksen gyter sammen med villaksen. Det er flere årsaker til at laksen rømmer fra anleggene. De vanligste grunnene er teknisk svikt, feil bruk av utstyr eller fartøy og propeller som skader notene (Laksefakta, 2018d). Uvær kan også skade anleggene slik at laksen slipper ut. Regelverket krever at anleggene skal tåle forventet uvær i en 50 års periode. For å forhindre rømming skal det bli gjennomført daglig tilsyn med fisk og installasjoner knyttet til lokaliteten. Oppdrettsselskapene skal også ha en beredskapsplan som skal inneholde oversikt over hvordan rømming kan oppdages, begrenses og hvordan man kan gjenfange rømt laks (Fiskeridirektoratet, u.å.). Andre tiltak for å forhindre rømming er innovasjon, forbedring av utstyr, opplæring og erfaringsutveksling, utstyr tilpasset sjølokaliteten, lære av nesten-uhell og forskning på hvordan oppdrettslaks påvirker villaks (Laksefakta, 2018d). Når fisken rømmer vil den i tillegg kunne spre lakselusen og diverse sykdommer til villaksstammer. Dette vil kunne drepe stammer og gjøre at oppdrettslaksen, som har fått vaksine mot sykdommen, overlever og forsetter sitt liv i havet og smitter andre fisk.

Klimaendringer:

Temperaturen i havet påvirker livet til dyrene som lever der. Den optimale temperaturen for laksen er mellom åtte til 14 grader celsius, men laksen lever fint med temperatur mellom null

til 20 grader celsius (SFI Handbook, 2018, s. 26). Når temperaturen i vannet når 23 grader slutter laksen å vokse (Norsk institutt for naturforskning, 2018). Desto varmere vannet er, desto mindre oksygen er det i vannet. Redusert oksygen i vannet fører til at laksen spiser mindre (Remen, Sievers, Torgersen & Oppedal, 2016, s. 582).

Juridiske forhold

Oppdrettsnæringen er i dag omfattet av akvakulturloven og dyrevelferdsloven.

Akvakulturloven kommer med krav om hvordan havbruk skal etableres, drives og avvikles. Ifølge regelverket må volumet i merdene være 97,5 prosent vann, det vil si at det er kun 2,5 prosent laks i en merd. Dette gir gode vekst- og levevilkår for laksen. Oppdretterne må ha daglig tilsyn med laksen, installasjoner og produksjonsenheter, og de må rapportere til myndighetene (Akvakulturloven, 2005, §§ 21-26.). Minst én gang i uken skal alle alarmer på anleggene kontrolleres. Fiskeridirektoratet og Mattilsynet skal vurdere de toårige driftsplanene til selskapene. Driftsplanene skal inkludere beredskapsplaner for smitte og fiskevelferd i krisesituasjoner, utbrudd av sykdom, eller forurensning. Det skal også føres kontroll før og etter et uvær (Laksefakta, 2018a). Det er med andre ord mye ansvar å drive et oppdrettsanlegg. Selskapene må innrette seg etter de reglene som myndighetene bestemmer. Det er både tidskrevende og kostbart. Desto mer lus det viser seg å være i anleggene, desto flere kontroller blir innført. Dette vil gjøre at selskapene må bruke mye tid og penger på å kontrollere anleggene sine.

Oppsummering

Det er mye som vil skje med oppdrettsnæringen i fremtiden. Selskapene må gjøre seg klare for grunnrenteskatten som sannsynligvis vil bli innført. I tillegg vil det komme nye konkurrenter som har oppdrett på land. Dette vil være med på å påvirke konkurranseevnen. På nåværende tidspunkt har alle som vil tilgang på gratis konsesjoner på land. Her må man ta et valg om man skal ha de som konkurrenter, eller være med på å bygge landoppdrett til å bli like effektivt som dagens metoder.

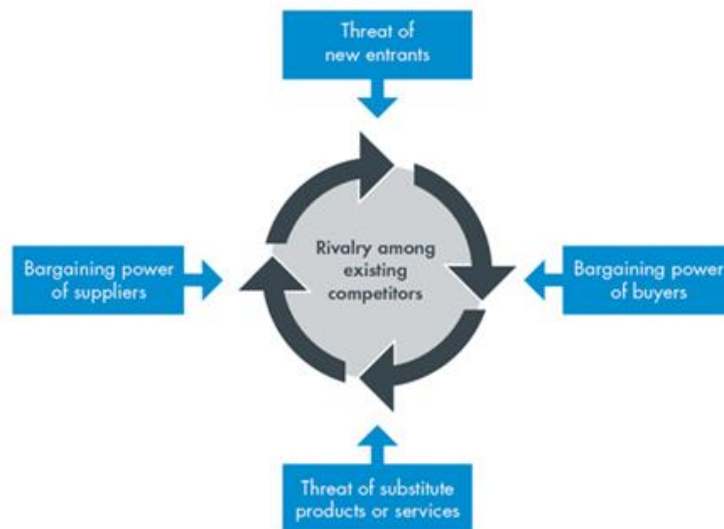
Åpningen av trafikkløssystemet gjør at oppdretterne har mulighet til å øke biomassen uavhengig av tildeling av nye konsesjoner. Dersom det viser seg at lusebestanden øker ved

anleggene, vil de grønne konsesjonene endre farge. Ved stor lusebestand har myndighetene bestemt at biomassen ved de røde områdene skal reduseres. Dette betyr at aktørene som befinner seg i grønne og gule områder må holde lusebestanden lik eller mindre. Aktørene i røde områder må redusere lusebestanden, i mellomtiden blir biomassen ved lokalitetene redusert. Kampen mot lakselus og sykdommer blir i dag kjempet av teknologiske instrumenter og vaksiner. Det blir utviklet merder som skal være rømmingssikre, men så lenge laksen befinner seg i sjøen vil det alltid være en risiko for rømming. Risikoen vil bli 100 prosent eliminert dersom laksen befinner seg på land, da vil de lande på et fabrikkgulv ved eventuell rømming. Det kreves stadig ny forskning og teknologiutvikling for å redusere lakselus, sykdom og rømming.

Oppdrettsbransjen er og vil alltid være sensitiv for valutasvingninger så lenge de eksporter. De kan sikre seg mot dette ved å ha en valutaterminkontrakt. Styringsrenten vil også være med å påvirke hvor mye lån og investeringer selskapene tar. Når styringsrenten er høy vil det kunne påvirke hvor mye selskapene investerer i forskning og utvikling av ny teknologi. I tillegg vil gjerne handelsblokader og andre politiske faktorer kunne ha en innvirkning på næringen.

4.1.2 Porters femkraftsmodell

En av de mest anerkjente modellene for å analysere konkurranseomgivelsene er Porters femkraftsmodell. Modellen analyserer de fem konkurransekraftene: Eksisterende konkurrenter, mulige konkurrenter, substitutter, kunder og leverandører. Ifølge Porter er det disse fem elementene som vil bestemme hvor lønnsom en bransje er (Lien & Jakobsen, 2015, s. 53). Rammeverket er illustrert i figur 7.



Figur 7: Porters five forces (CGMA, 2013)

Eksisterende konkurrenter

Her ser man på de selskapene som allerede opererer innenfor samme bransje, og deres kamp om markedsandeler. Påvirkningsfaktorer her kan være antall konkurrenter, veksten til bransjen, om produktene er unike og om prisen for å forlate bransjen er stor (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2010, s. 330-331).

Det er forholdsvis få aktører som styrer store deler av markedet innen lakseoppdrett. De tre største aktørene i Norge (Marine Harvest, SalMar og Lerøy Seafood) kontrollerer omtrent 44 prosent av markedet (Norsk Fiskerinæring, 2017, s. 83). Ti aktører kontrollerer 67 prosent av markedet. Dermed kan man si at antall eksisterende konkurrenter ikke er så høyt. Tidligere var bransjen bygget opp av små selskaper. I dag består den av færre store selskaper. I Norge er det ca. 160 selskaper, som driver med oppdrett. En del av de er datterselskaper. Det er omtrent 100 selvstendige selskaper innenfor bransjen (SFI Handbook, 2018, s. 36-37).

Graden av produkt differensiering er veldig lav, noe som ofte resulterer i høyere rivalisering. Samtidig har etterspørselen etter laks internasjonalt vært økende i flere år, noe som senker rivaliseringen (iLaks, 2018b). I 2014 stoppet Russland all import av norsk laks som en konsekvens av norske restriksjoner mot russisk oljesektor (Saue, 2018). Dette var noe man fryktet skulle slå hardt ned i industrien, men det gjorde det ikke. Med vekst i eksportvolum til

Asia og Nord- og Mellom-Amerika har man klart å kompensere for tapet av det russiske markedet. Åpningen av det kinesiske markedet og større kjøpekraft i mange asiatiske land er også med på å senke rivaliseringen, da man får nye markeder å fokusere på. Vi ser allerede økt eksport til en del av disse landene (Statistisk Sentralbyrå, 2018). Det er også håp om at det russiske markedet etter hvert vil åpne igjen. I EU ser man at folk spiser mer laks enn før. En gjennomsnittlig europeer spiser to kilo laks i året, i Norge er tallet ni kilo per person (Aandahl, 2017). Med fortsatt vekst i de forskjellige markedene vil ikke rivaliseringen trenge å bli større enn den er.

Selv om det er flere grunner til å være positiv for videre vekst og liten rivalisering er det prognoser som indikerer avtakende vekst i bransjen fremover. Ifølge SFI Handbook (2018, s. 25) har produksjonen av atlantisk laks økt med 417 prosent siden 1995, dette tilsvarer en årlig vekst på åtte prosent. Videre sier de at den årlige veksten siden 2005 har vært lavere. Den var på fem prosent mellom 2005 og 2017, og den er beregnet å synke til fire prosent årlig frem til 2021. En av hovedårsakene til dette er miljø- og bærekraftsspørsmålet. Lakselus, sykdommer og fisk som rømmer skaper betydelige problemer (Laksefakta, 2018e). For at videre vekst skal kunne skje må bransjen bli mer miljøvennlig. En slik stagnering i vekst kan potensielt øke den interne rivaliseringen, da oppkjøp av konsesjoner og utvikling av grønn teknologi blir enda viktigere.



Figur 8: Avtagende vekst er forventet fremover (SFI Handbook, 2018, s.25)

Et argument for begrenset rivalisering er konsesjonssystemet. Myndighetene styrer på mange måter konkurransen i form av konsesjonstildeling (Fiskeridirektoratet, 2017a). I juni 2018 ble det avholdt en auksjon av laksetillatelser. Auksjonen resulterte i at 14 selskaper kjøpte 14.945 tonn med ny kapasitet. Selskapene som vant frem har variert struktur og størrelse. De små selskapene har ifølge Nærings- og fiskeridepartementet (2018b) relativt sett økt sin kapasitet. Dette er igjen med på å øke rivaliseringen i bransjen.

Det er også viktig å se på om prisen for å forlate bransjen er stor. I dag er håndtering av konsesjoner styrt av Akvakulturloven (2005, § 19). Loven sier at akvakulturtiltattelse kan overføres, dermed kan selskaper selge konsesjoner seg imellom. Siden myndighetene deler ut relativt få konsesjoner er det naturlig å anta at det er enkelt å få videresolgt konsesjonene til forholdsvis store summer. Dette er med på å gjøre det lettere å forlate bransjen hvis det skulle være ønskelig.

Faktorer som utgangsbarrierer, få aktører, konsesjonssystemet og åpning av det kinesiske markedet taler for lite rivalisering blant eksisterende konkurrenter. På andre siden har man den avtakende veksten og at laks er et homogent produkt. Konklusjonen blir dermed at den interne rivaliseringen er lav til moderat.

Mulige konkurrenter

Nye selskaper kan være en trussel i form av å ta markedsandeler og skape sterkere rivalisering blant eksisterende selskaper. Faktorer som kan gjøre det vanskelig for nye selskaper å etablere seg kan være politiske reguleringer, kundelojalitet, eksisterende selskapers nettverk og erfaring (Besanko et al., 2010, s. 331).

Oppdrettsbransjen er en vanskelig bransje å ta del i. Først og fremst fordi det krever store investeringer. Fra delkapittel 2.4 vet vi at det tar opptil tre år før laksen er spiseklar etter produksjonsstart. Man må beregne god tid før man vil begynne å tjene penger på produktet. Aktørene er avhengig av inkubasjonstanker på land for produksjon av smolt, i tillegg til merder til sjøs og båter til å transportere laksen fra tank til merd. Alt dette er betydelige

investeringer som må gjøres før det blir lønnsomt (SFI Handbook, 2018, s. 40-41). Det forutsetter at mulige konkurrenter må ha mye tilgjengelig kapital for å bli en del av bransjen. I tillegg er konsesjoner som nevnt tidligere avgjørende.

Tradisjonelt lakseoppdrett drives i åpne anlegg ved kysten og i fjorder. Hvis teknologien rundt lukkede anlegg til sjøs og landbasert oppdrett skyter fart kan disse fort bli potensielle konkurrenter (Aadland, 2018). Landbasert oppdrett har et fortrinn, da disse anleggene har fleksibilitet i hvor de kan opprettes. Fra PESTEL-analysen vet vi at det allerede eksperimenteres med denne typen anlegg, blant annet i Danmark, USA, Fredrikstad og Fræna (Holøien, 2018; Fylkesmannen i Møre og Romsdal, 2018; Berge, 2017c). Per dags dato er ikke disse anleggene en stor trussel, men de har definitivt potensiale for å bli det i fremtiden (Olsen, 2017). Oppdrett i åpent hav er også noe det satses tøffere på nå enn tidligere. Foreløpig er dette usikre prosjekter med høy risiko, men hvis det skulle vise seg å bli en suksess vil det være en reell trussel til tradisjonelt oppdrett (Nodland, 2017).

Ut ifra punktene over kan vi konkludere med at trusselen fra mulige konkurrenter er lav i dag. Landbasert oppdrett har potensialet til å bli en stor konkurrent, men teknologien er under utvikling, og er dermed ingen reell trussel enda.

Substitutter

Substitutter er produkter som kan erstatte selskapets produkt. Det trenger ikke være samme type produkt, men det dekker de samme behovene. Priselastisitet, tilgjengelighet og prisnivået på erstatningsproduktet er avgjørende (Besanko et al., 2010, s. 331-332).

Laks er en proteinrik, næringsrik og sunn fisk. Aktuelle substitutter vil derfor være andre kilder som dekker disse behovene. Det første og mest opplagte substituttet er andre typer fisk og sjømat. Oppdrettslaks har gjennom tiden vært utsatt for mye spekulasjoner rundt næringsinnhold og miljøgifter, som på sikt kan få folk til å begrense inntaket (Laksefakta, 2018f). Fisk og sjømat står for ca. fem prosent av proteininntaket til mennesker, men laks utgjør kun 4,2 prosent av all fisk og sjømat (SFI Handbook, 2018, s. 9-13). Et annet aktuelt

substituert er kjøttprodukter. Kjøtt inneholder store mengder protein og er lett tilgjengelig. Helsedirektoratets kostråd gir derimot ikke rom for store mengder kjøtt. En begrensning av kjøtt og en økning av fiskeinntak er en sentral del av dagens kostråd, noe som taler i laksens favør (Helsedirektoratet, 2016). Allikevel vet vi at kjøtt står for 36 prosent av proteininntaket til mennesker i dag (SFI Handbook, 2018, s. 9).

Den vestlige verden opplever en økende mengde mennesker som lever som vegetarianere eller veganere. Ingen av disse gruppene spiser fisk, så dette kan potensielt være en trussel. Forskning gjennomført i Tyskland viser at det er en økende trend. I løpet av to år (2013-2015) har det åpnet 47 nye veganske restauranter bare i Tyskland. Det er de under 35 år som oftest følger denne livsstilen (Janssen, Busch, Rödiger & Hamm, 2015, s. 643).

Et argument som taler imot laksen er pris. Nordmenn spiste 15 prosent mindre sjømat i 2017 sammenlignet med 2016 (Norges Sjømatråd, 2018d). Selskapet presenterte også tall som viser at nordmenn under 34 år spiser 59 prosent mindre fisk i dag sammenlignet med i 2012 (Norges Sjømatråd, 2018e). Statistikk viser at prisen på fisk økte med hele åtte prosent fra 2016 til 2017. Line Kjelstrup, teamleder for markedsføring og fiskeriutsending i Norges sjømatråd, uttalte til NRK i mars 2018 at prisen kan være en medvirkende årsak til at den yngre delen av befolkningen velger bort fisk. Laks er den mest spiste fisken i Norge, men sammen med annen fisk hadde den også mye høyere pris enn mange kjøttprodukter (Ali, 2018). Det er ikke bare kjøtt som er billigere enn fisk, vegansk og vegetarisk mat er generelt lite kostbart. Linsler, bønner, kikerter og soya er vanlige proteinkilder for veganere og vegetarianere, og disse koster mye mindre enn både kjøtt og fisk (Kvam, 2016).

Laks er en av de dyreste proteinkildene og prisen har økt ytterligere de siste årene. Det kan være en medvirkende årsak til at unge i Norge spiser mindre fisk. En fortsatt økning i prisen kan føre til fortsatt nedgang i konsum. Et annet element er veganer- og vegetarlivsstilen som er på vei fremover mange steder i vesten. Dette er med på å gi substituttene makt. Samtidig er laks sunnere enn kjøtt og produktet er i seg selv en merkevare, noe som taler til laksen fordel. Totalt sett vil vi si at trusselen fra substitutter er moderat.



Figur 9: Laks vs. andre populære proteinkilder (SFI Handbook, 2018, s.22)

Kunder

Høye priser eller lav kvalitet kan gjøre at kundene ikke ønsker å kjøpe produktet. Dette er med på å gi kundene makt ovenfor oppdrettsselskapene. I et marked med mye konkurranse vil kundens makt være større, da de alltid vil ha tilgang på alternative produkter (Besanko et al., 2010, s. 332).

Oppdrettsselskapenes kunder er grossister, dagligvarekjeder, restauranter og andre som selger laks til forbrukerne. Kundene har makt i den forstand at de kan bestemme om de ønsker å ta inn produktet eller ikke. Vi så blant annet Rema 1000 demonstrere denne makten via sin «bestevenn»-strategi. De valgte da bort en del merker fra sine butikker, blant annet ølmerket Mack. Dette resulterte i at Mack måtte kutte 30 årsverk for kunne å fortsette en lønnsom drift (E24, 2017). Laks er en standardisert vare og forskjellene innad i bransjen er små. Det er rimelig å anta at kundene da sannsynligvis vil gå for det oppdrettsselskapet som gir dem den beste prisen. Det er dermed trolig lave byttekostnader i bransjen. For å ta tilbake makten fra kundene kan langsiktige avtaler om leveranser være et godt verktøy.

Pris må alltid vurderes i sammenheng med kundenes makt. Økende pris på et produkt kan resultere i at sluttforbrukerne ikke ønsker å kjøpe produktet, som videre kan føre til at kundene ikke ønsker å ta inn produktet (Besanko et al., 2010, s. 332). Økt laksepris kan resultere i at sluttforbrukerne ikke kjøper laks, som vil føre til at blant annet butikker ikke tar

inn produktet. En konsekvens av dette kan være at oppdrettsselskapene må redusere prisen på varen for å få kundene til å selge produktet til en pris sluttforbrukeren er villig til å betale. Her kan man argumentere for at kundene har forhandlingsmakt. Samtidig eksporterer som nevnt selskapene til kunder i flere forskjellige markeder. De har et bredt marked og dermed ikke mangel på kunder. Prisen på laks er bestemt av markedet, da den omsettes på børs. Dette medfører at enkeltkunder ikke kan bestemme pris på produktet. Det er dermed vanskelig for enkeltkunder å presse ned prisen på varen.

Oppdrettsselskapene er avhengige av kunder for å selge produktet sitt, i tillegg til at laks er et svært homogent produkt og dermed gir lave byttekostnader. Dette taler for at kundene har makt. Samtidig er prisen på laks bestemt av markedet og oppdrettsselskapene har mange kunder, noe som gir kundene mindre makt. Totalt sett vil vi si at kundenes makt er moderat.

Leverandører

Hvis produktet man selger er avhengig av komponenter som skaffes eksternt har leverandørene av disse komponentene makt. Når det eksisterer få leverandører av nødvendige komponenter har leverandøren makt i form av at de kan sette opp prisene (Besanko et al., 2010, s. 332).

Norske oppdrettsselskapers største utgiftspost er fiskefôr (SFI Handbook, 2018, s. 48), som medfører at leverandører av fiskefôr har stor makt i bransjen. Produksjonen av fiskefôr kontrolleres i stor grad av få selskaper. De største selskapene, med unntak av Marine Harvest, som produserer til eget bruk, er Skretting, Biomar og Ewos, som til sammen kontrollerer 69 prosent av markedet (SFI Handbook, 2018, s. 54). I tillegg til få selskaper som dominerer markedet, har bransjen opplevd mangel på fôr, noe som naturlig nok vil presse prisene opp (Thonhaugen, 2016). Etter at Marine Harvest startet med egenproduksjon av fiskefôr har de i stor grad skaffet kontroll over sin største utgiftspost (SFI Handbook, 2018, s. 48). Hvis flere selskaper går i samme retning vil produsentene av fôr miste makt. De vil bli svært avhengige av de selskapene som fortsatt trenger deres tjenester. Oppdrettsselskapene er generelt store, noe som er med på å begrense leverandørmakten. Store selskaper oppnår stordriftsfordeler og er derfor viktige kunder. Det kan tenkes at leverandører vil være avhengig av enkelte

selskaper på grunn av deres størrelse, samtidig er oppdrettsselskapene avhengig av fôr. Vi kan si det er et forhold der makten ligger hos begge parter.

Zacco, et norsk patentselskap, uttalte til SFI Handbook (2018, s. 86) at antall patenter i lakseindustrien vokser enormt, og har gjort det de siste to tiårene. Det forskes mye på produksjon av fôr, vaksiner og hvordan man skal bli kvitt lakselus. Disse områdene domineres ifølge samme kilde hovedsakelig av store internasjonale aktører. De mener små selskaper ikke har ressursene som trengs for denne typen teknologisk utvikling. Dette er med på å gi leverandørene av disse produktene mye makt. Videre sier de at konsolideringen i oppdrettsbransjen skjer hyppig og at de sammenslåtte selskapene er store. De har dermed mer ressurser å bruke på forskning og utvikling. Det vil derfor være rimelig å anta at med fortsatt konsolidering vil oppdrettsselskapene fokusere mer på forskning og utvikling. På denne måten vil de ta makten fra de store internasjonale aktørene.

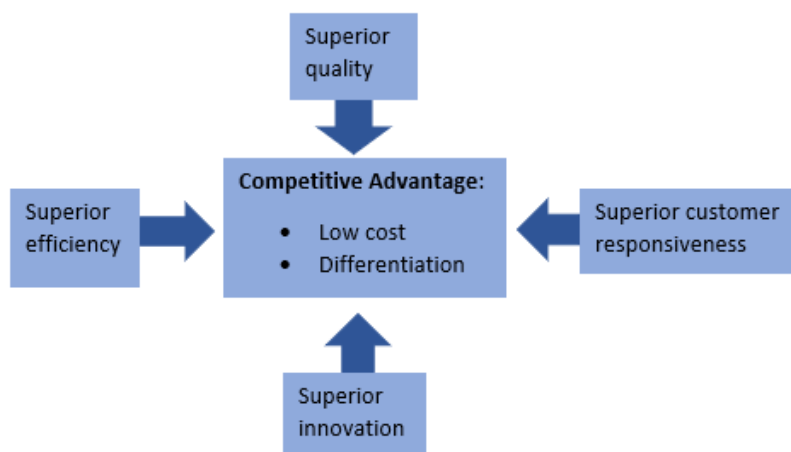
Oppdrettsselskapene er avhengig av fôr og teknologi. Dette gir leverandørene stor makt. Samtidig er fôrleverandørene avhengig av at noen kjøper produktet deres, og siden oppdrettsselskapene er store er det her snakk om høye summer. I tillegg har Marine Harvest startet med egen produksjon av fôr. Hvis flere selskaper gjør dette, så synker fôrleverandørenes makt. Det samme er tilfelle hvis oppdrettsselskapene investerer mer i forskning og utvikling. Ut ifra dette vil vi si at leverandørenes makt er moderat til høy, men med potensiale til å reduseres.

4.2 Intern ressursorientert analyse

Poenget med de interne ressursorienterte analysene er å se hva slags fordeler selskapet har i forhold til sine konkurrenter. Med andre ord hvilke konkurransefortrinn selskapet besitter. Det er de ressursene man eier eller kontrollerer som potensielt vil gi fordeler ovenfor andre. Ressursene kan være kunnskapsbaserte, relasjonsbaserte, organisatoriske, fysiske eller finansielle (Lien & Jakobsen, 2015, s. 85- 91). Vi ønsker nå å identifisere Marine Harvests ressurser i form av en KIKK- og en SVIMA/SVI-analyse.

4.2.1 KIKK-analyse

KIKK-analyse (Generic building blocks of competitive advantage) er en analyse av byggesteinene som trengs for å bygge og opprettholde konkurransefortrinn. Det gjøres i form av lavere kostnader og differensiering. De fire byggesteinene er kvalitet, innovasjon, kundeorientering og kostnadseffektivitet (Hill & Jones, 2004, s. 86-87). Vi vil nå ta for oss byggesteinene og se om Marine Harvest oppnår konkurransefortrinn ved hjelp av de.



Figur 10: KIKK-analyse (Generic building blocks of competitive advantage) (Hill & Jones, 2004, s.87)

Kvalitet

Man kan si at et produkt har overlegen kvalitet hvis kunder velger produktet i stedet for tilsvarende produkt fra en konkurrent. Hvis man klarer å overbevise kunden om at ens produkt har bedre kvalitet vil man sannsynligvis kunne prise produktet høyere, og dermed gjøre produktet mer innbringende (Hill & Jones, 2004, s. 88-90).

Fra figur 1 vet vi at norsk laks er priset høyere enn laks fra andre områder. Det kan tyde på at kundene er villige til å betale et Premium for norskprodusert laks. Det betyr sannsynligvis at norsk laks blir antatt å ha høyere kvalitet enn tilsvarende produkt fra andre land. I den norske oppdrettsbransjen er forskjellene derimot små. Marine Harvest har begynt med egen fôrproduksjon. En av grunnene til det er at de ønsker kontroll på hva fisken får i seg, for å på denne måten kunne påvirke kvaliteten på kjøttet. Hvilke effekter dette har hatt, eller vil få på kundenes valg av produkt er vanskelig å fastslå. Det faktum at Marine Harvest ikke har

navnet sitt på sluttproduktet gjør det også vanskelig for sluttforbrukeren å vite når de kjøper et Marine Harvest produkt. Det kan gjøre at kvalitetsbevisste forbrukere velger anerkjente merkenavn som for eksempel Lerøy. Vi mener at kvalitet ikke gir Marine Harvest noe konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter.

Innovasjon

Hill & Jones (2004, s. 90-91) sier at vi skiller mellom to hovedtyper av innovasjon: Prosess- og produktinnovasjon. Produktinnovasjon er å utvikle nye produkter, eller eksisterende produkter med nye egenskaper. Prosessinnovasjon er å utvikle nye metoder for å kunne produsere/levere produkter til kunden. Videre sier de at ved produktinnovasjon skaper man verdi ved å tilby kunden nye produkter som de velger i stedet for eksisterende produkter. Prosessinnovasjon gir som regel selskapet muligheten til å senke produksjonskostnadene. De presiserer også at innovasjon ofte regnes som den viktigste byggesteinen for å oppnå konkurransefortrinn.

Laks er et homogent produkt dermed er ikke produktinnovasjon veldig relevant i denne sammenhengen. Prosessinnovasjon er derimot et område Marine Harvest satser store summer. Som nevnt i delkapittel 4.1.1 har Marine Harvest fått tilgang på utviklingskonsensjoner for å teste ut «egget». «Egget» er et lukket sjøanlegg som skal gi oppdretterne bedre kontroll på eksterne forhold. På bakgrunn av Marine Harvests store satsing på forskning og utvikling konkluderer vi med at innovasjon er med på å gi Marine Harvest et konkurransefortrinn.

Kundeorientering

Kundeorientering skaper konkurransefortrinn hvis selskapet er bedre enn sine konkurrenter til å finne kundenes behov og tilfredsstille disse. Dette gjøres ofte gjennom å skape produkter med høyere kvalitet og ikke minst utvikle nye produkter (Hill & Jones, 2004, s. 91-92).

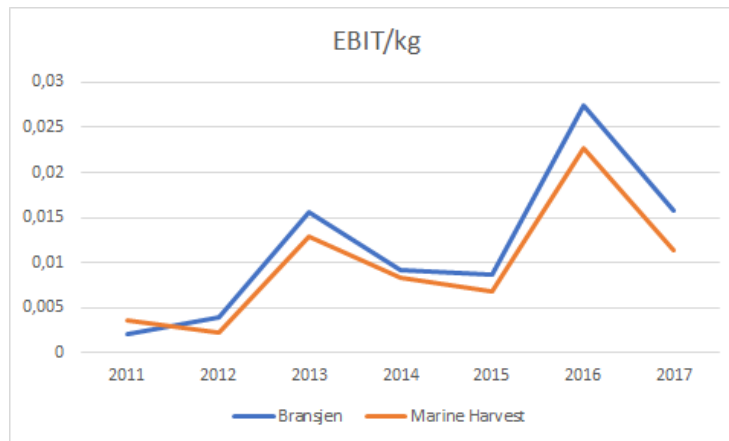
På samme måte som for kvalitet er det vanskelig for enkeltaktører å skille seg ut her da produktet er såpass homogent. Måten Marine Harvest kan møte og tilfredsstille kundenes

behov på er ved å videreforedle produktene etter de forskjellige markedenes ønsker. Ulike markeder har ulike preferanser, så det er viktig for Marine Harvest å være tilstede i de ulike markedene og ha tett dialog med kundene. Marine Harvest har global tilstedeværelse som gir de gode muligheter til å klare nettopp dette. Vi konkluderer dermed med at Marine Harvest sin globale tilstedeværelse gir de gode muligheter til kundeorientering, som dermed skaper et konkurransefortrinn.

Kostnadseffektivitet

Et selskaps kostnader består av blant annet arbeidskraft, råvarer og innovasjon. Målet til selskapet er å skape lønnsomme produkter og tjenester. Produksjonsutbytte delt på innsatsfaktor er et mål på et selskaps kostnadseffektivitet (Hill & Jones, 2004, s. 87). Man kan også beregne lønnsomhet ved hjelp av EBIT/kg og EBIT/sales (Berge, 2013).

Marine Harvest er verdens største oppdretter av laks og det er dermed naturlig å anta at de oppnår stordriftsfordeler. Vi ser også i andre kvartalsrapport for 2018 (s. 19) at de satser på å kutte kostnader. De har programfestet at de skal kutte kostnadene globalt med 50 millioner euro, og så langt har de klart å kutte med over 25 millioner euro. Dette viser at Marine Harvest jobber aktivt for å bli kostnadsledende i bransjen. På den annen side har Marine Harvest foretatt mange oppkjøp, blant annet av Morpol i 2013. Oppkjøpet av Northern Harvest skal ferdigstilles i løpet av tredje kvartal 2018. Disse oppkjøpene kan potensielt være med på å øke kostnadene. Vi vil nå gjøre en lønnsomhetsberegning av Marine Harvest sett opp mot bransjen for å se om Marine Harvest innehar noe konkurransefortrinn når det kommer til kostnadsstruktur. Det vil vi gjøre gjennom en EBIT/kg-analyse. Analysen vil ta for seg årene 2011 til og med 2017. Vi velger å utelukke 2018, da endelig produksjonsvolum ikke er kjent ved analysetidspunktet.



Figur 11: EBIT/kg-forhold, Marine Harvest og bransjen

Fra figur 11 ser vi at bransjen har gjennomgående høyere lønnsomhet enn Marine Harvest. De følger hverandre stort sett hele tiden og synker og øker på samme tid. Ut ifra analysen konkluderer vi med at Marine Harvest ikke besitter noen konkurransefordel i forhold til kostnadseffektivitet.

Oppsummering

Fra KIKK-analysen ser vi at Marine Harvest besitter konkurransefordeler i forhold til kundeorientering og innovasjon. Vi ser også at de har en konkurranseulemppe i forhold til kostnadseffektivitet. Kvalitet ser vi verken på som en ulempe eller en fordel, fordi aktørene stiller på lik linje.

4.2.2 SVIMA-analyse

SVIMA er et analyseverktøy utformet for å kunne identifisere varige konkurransefortrinn. Det er bygget opp som en trapp, der man ved å nå det siste trinnet vil få varige konkurransefortrinn. De fem stegene er: Sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert. For å kunne benytte seg av SVIMA som analyseverktøy må man identifisere ulike ressurser knyttet opp til selskapet og sjekke resursene opp mot de fem stegene i SVIMA-verktøyet (Lien & Jakobsen, 2015, s. 98-99). Rammeverket er presentert i tabell 1.

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

Tabell 1: SVIMA-rammeverket (Lien & Jakobsen, 2015, s.99)

De fem stegene presentert i Lien & Jakobsen (2015, s. 92-97) blir gjennomgått under:

Sjelden: For at en ressurs skal kunne defineres som sjelden kan ikke konkurrenter ha samme kvalitet eller mengde av ressursen. Hvis konkurrenter har samme mengde og kvalitet av ressursen vil den aldri kunne skape varig konkurransefordel.

Viktig: Det hjelper ikke å ha sjeldne ressurser hvis de ikke samtidig er viktige. For at ressursen skal være viktig må den ha betydning for verdiskapningen til selskapet enten inntektsmessig eller kostnadsmessig.

Ikke-imiterbar: For at en ressurs skal ha verdi over lengre tid må den være vanskelig for konkurrenter å imitere. Imitasjon kan skje enten ved kopiering, eller at ressursen erstattes med andre ressurser.

Mobilisert: Å ha en sjelden, viktig og ikke-imiterbar ressurs er ikke nok for å skape suksess. Ressursen må også bli mobilisert, det vil si konvertert til økonomiske verdier. Årsaker til at dette ikke har skjedd kan være at selskapet ikke har produktmarkedsstrategier som drar nytte av ressursen, eller at selskapet har lav kvalitet på nødvendige støtteressurser.

Appropriert: For at konkurransefortrinnet skal tilfalle bedriften er det viktig at den økonomiske gevinsten som skapes også tilfaller bedriften. Altså må bedriften beholde det varige fortrinnet, istedenfor at det ender opp hos konkurrentene.

Fôrproduksjon

Fra delkapittel 4.1.2 vet vi at fôrproduksjon er den største utgiftsposten oppdrettselskapene har og at leverandørenes makt er moderat til høy. Ut ifra dette kan det tenkes at å ha kontroll på produksjon av fôr kan gi varige konkurransefortrinn.

Sjelden: Fra kapittel 2 vet vi at Marine Harvest er det eneste selskapet som har egen fôrproduksjon. De andre aktørene i bransjen kjøper alt fôr fra fôrprodusenter. Vi kan dermed konkludere med at ressursen egenproduksjon av fôr er sjelden.

Viktig: Egenproduksjon av fôr vil være kostnadsbesparende for Marine Harvest. I Marine Harvests årsrapport for 2017 (s. 13) sier CEO Alf-Helge Aarskog at investeringen i fôrproduksjon i 2014 var nedbetalt i løpet av tre år. Videre sier han at selskapet holder på med å opprette enda en fôrproduksjonsfasilitet. Når denne står ferdig vil Marine Harvest kunne produsere over 500.000 tonn fôr hvert år. Det betyr at selskapet vil være selvforsynt innenfor Europa. Aarskog presiserer videre at det ikke bare er økonomisk egenproduksjon av fôr er viktig. Det gir selskapet full kontroll over kvaliteten på maten laksen spiser, noe som er viktig for et godt sluttprodukt. Vi kan dermed konkludere med at ressursen egenproduksjon av fôr er viktig.

Ikke-imiterbar: Fôr kan ikke erstattes av noe annet, men det er mulig for andre selskaper å kopiere driften. Den kan kopieres enten ved å opprette egne fôravdelinger eller gå til oppkjøp av selskaper som driver med fôrproduksjon. Cermaq eide tidligere fôrprodusenten Ewos, men valgte i 2013 å selge selskapet. Dette gjorde de for å kunne fokusere fullt og helt på oppdrettsvirksomheten (NRK, 2013). De har dermed valgt å gå i motsatt retning av Marine Harvest. Her ser man tydelig at ressursen er mobil. Forutsetninger for å skaffe seg ressursen er finansiell kapital. Det kan tenkes at det er viktigere for Marine Harvest med egen fôravdeling på grunn av selskapets størrelse. Kanskje er det ikke attraktivt for de andre selskapene å starte med egen fôrproduksjon fordi investeringen ikke vil være lønnsom. Det tok som nevnt i forrige avsnitt tre år før fôrproduksjonen ble lønnsom. For mindre selskaper kan man anta at det vil ta lengre tid før en slik investering høster frukter. Det går med andre ord en del tid fra opprettelse av drift til lønnsomhet. Dermed inkluderer investeringen mye

kapital og en del risiko. Konklusjonen er at per dags dato har Marine Harvest en fordel, men den er imiterbar.

Mobilisert: Marine Harvest har siden opprettelsen av fôrproduksjonen i Bjugn i 2014 bestemt seg for å opprette enda et anlegg i Kyleakin i Skottland (Marine Harvest, 2017, s. 13). Anlegget i Bjugn er som nevnt nedbetalt. Det tyder på at ressursen er konvertert til økonomiske verdier. Marine Harvests produkter drar i stor grad nytte av ressursen. Konklusjonen er dermed at ressursen fôrproduksjon er mobilisert.

Appropriert: Marine Harvest har sagt at opprettelsen av fôrproduksjon har vært så lønnsom at de vil opprette enda en lokasjon. Det vil dermed være naturlig å si at den økonomiske gevinsten tilfaller bedriften. Vi konkluderer dermed med at ressursen fôrproduksjon er appropriert. Et sammendrag av analysen blir presentert i tabell 2.

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

Tabell 2: Konklusjon for ressursen fôrproduksjon ved hjelp av SVIMA-analyseverktøy

Selskapets størrelse

Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap målt etter slaktevolum. De er størst både i Norge og Storbritannia, nest størst i Nord-Amerika og tredje største selskap i Chile (SFI Handbook, 2018, s. 36). Deres totale slaktevolum var på 370.000 tonn i 2017 (Marine Harvest, u.å.d). Størrelsen på selskapet kan være en ressurs og vi ønsker å se om den gir en varig konkurransefordel.

Sjelden: Som nevnt i delkapittel 4.1.2 er det få, store selskaper som dominerer oppdrettsbransjen i Norge. Blant disse er Marine Harvest det største. Selskapets produksjonsvolum er over dobbelt så stort som Lerøy (figur 2). Vi kan dermed konkludere med at ressursen, selskapets størrelse, er sjelden.

Viktig: Et stort selskap oppnår ofte stordriftsfordeler i forhandlinger med kunder og leverandører. Man må se på om størrelsen gir økte inntekter, eller reduserte utgifter. Hvis det gjør det kan det tyde på at størrelsen er en fordel. Det er med andre ord viktig å se på hvor inntekts- og kostnadseffektivt selskapet er. I 2009 investerte SalMar i det de hevder er et av verdens mest kostnadseffektive og innovative anlegg kalt InnovaMar. Fra 2011 til 2012 økte de slaktevolumet med omtrent ti prosent (SalMar, u.å.c), noe som tyder på at investeringen har vært vellykket. Marine Harvest slaktet 10.000 tonn mindre laks i 2017 sammenlignet med 2016 (Marine Harvest, 2017, s. 14), noe som tyder på lavere effektivitet dette året. På bakgrunn av dette konkluderer vi med at ressursen størrelse ikke er viktig.

Ikke-imiterbar: Bransjen kontrolleres i stor grad av myndighetene. Konesjonssystemet bestemmer hvor mye selskapene kan vokse. Det vil dermed være vanskelig for de andre selskapene i næringen å komme opp på størrelsen til Marine Harvest (Fiskeridirektoratet, 2017a). Den mest sannsynlige løsningen for å ta igjen Marine Harvests størrelse er gjennom fusjon eller oppkjøp. I dag er Marine Harvest så store at en fusjon mellom to av følgende selskaper: Lerøy Seafood, Cermaq og SalMar, er de eneste som vil kunne konkurrere med Marine Harvest på størrelse. Fusjoner er ikke uvanlig i oppdrettsbransjen. Blant annet diskuterte Lerøy og SalMar fusjon allerede i 2005 (NRK, 2005) og Klaus Hatlebrekke, analytiker i DNB NOR Markets, uttalte til Hegnar i 2011 at en fusjon mellom Lerøy og Cermaq ville vært en god idé (Hvamstad, 2011). Ingen av disse sammenslåingene skjedde, men oppdrettsbransjen er som nevnt tidligere utsatt for fusjonering. Allikevel konkluderer vi med at ressursen størrelse per dags dato ikke er imiterbar.

Mobilisert: Selv om vi har konkludert med at størrelsen ikke nødvendigvis er viktig, da andre selskaper også skaper store verdier, kan den fortsatt være mobilisert. Størrelsen gjør blant annet at Marine Harvest kan produsere i mye større skala enn sine konkurrenter. De produserer over dobbelt så mye som Lerøy (figur 2). Konklusjonen blir dermed at ressursen størrelse er mobilisert.

Appropriert: Marine Harvests størrelse gir de økonomiske fordeler i forbindelse med drift og forskning og utvikling. Dette er fordeler som kan gi de konkurransefortrinn og de får i stor

grad beholde det selv. Konklusjonen blir dermed at ressursen størrelse er appropriert. Et sammendrag av analysen blir presentert i tabell 3.

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

Tabell 3: Konklusjon for ressursen størrelse ved hjelp av SVIMA-analyseverktøy

Forskning og utvikling

Marine Harvest er som nevnt i delkapittel 2.7.2 ledende innenfor oppdrettsbransjen. Denne posisjonen vil de selvfølgelig beholde. Noe av det viktigste et selskap kan gjøre for å beskytte sin posisjon i toppen er å satse på forskning og utvikling. Undersøkelser viser at å øke forsknings- og utviklingsbudsjettet med ti prosent vil føre til én prosent økning i produksjonen. Det tilsvarer en avkastning på mellom ti til 30 prosent på forsknings- og utviklingsbudsjettet (Griffith, 2000, s. 2-3). Oppdrettsbransjen er i en spesiell posisjon produksjonsmessig på grunn av konsesjonsordningen. Hvis tilgangen på konsesjoner øker kan det tenkes at satsing innenfor forskning og utvikling kan bli enda mer viktig. Det ble i 2013 gitt ut grønne tillatelser basert på ny teknologi. Selskaper som hadde klar ny grønnere teknologi som var ferdig uttestet og klar for bruk ville bli vurdert for nye konsesjoner (Berge, 2016a). Her er det tydelig at forskning og utvikling kan lønne seg. Vi ønsker nå å se om Marine Harvest sin kompetanse og satsing på forskning og utvikling gir de et varig konkurransefortrinn.

Sjelden: Bransjen har historisk vært bygd opp av mange små selskaper, men den går i retning få, store selskaper. Foreløpig er Marine Harvest overlegne når det kommer til størrelse. De har mye større kapital enn sine konkurrenter. Kapitalen gjør at de som et av få selskaper kan satse store summer på forskning og utvikling (SFI Handbook, 2018, s. 86). Et annet selskap som har satses tungt på innovasjon er SalMar med anlegget InnovaMar (SalMar, u.å.c). Siden det er få selskaper som har mulighet til å satse store summer på forsknings- og utviklingsarbeid konkluderer vi med at ressursen forskning og utvikling er sjelden.

Viktig: Det forskes mye på hvordan man kan bli kvitt lakselus og sykdommer, og hvordan man kan få slutt på at laksen rømmer. Dette er som nevnt i delkapittel 2.7.4 forskningsområdet Marine Harvest investerer mest penger i. I tillegg forsker de på blant annet fiskefôr. De ønsker å skape fôr som har både høy kvalitet og er mer miljøvennlig enn dagens fôr (Marine Harvest, 2017, s. 13-14). Allerede i 2013 ble 45 såkalte grønne tillatelser delt ut. Det vil si at det er spesifikke miljøkrav for å få konsesjonene. Blant annet reduksjon av rømming og lus (Fiskeridirektoratet, 2017b). Dette gjør at å skape en grønnere næring blir enda viktigere i fremtiden.

Et konkret eksempel på hvordan Marine Harvest har fått brukt kapitalen sin til å utrette forskjeller i næringen er utviklingen av en maskinvaksine. Selskapet Maskon utviklet maskinen med pengestøtte fra Innovasjon Norge og Marine Harvest. Resultatet ble en maskin som kan sette 20.000 vaksiner i timen, i motsetning til 1.600 som er maksgrensen for en arbeider. Med andre ord en stor effektiviseringsgevinst (Innovasjon Norge, u.å.b). Konklusjonen blir at ressursen forskning og utvikling er viktig.

Ikke-imiterbar: Forskning og innovasjon er kostbart og veldig tidkrevende. Man har heller ingen garanti for at pengene man investerer vil gi resultater. Man risikere også at andre selskaper kopierer teknologien man har produsert. Konklusjonen blir dermed at ressursen forskning og utvikling er imiterbar.

Mobilisert: Det vil alltid være en risiko for at noen av prosjektene ikke blir mobilisert, men de prosjektene som lykkes vil bli tatt i bruk fortløpende. Maskinvaksine er et eksempel på et prosjekt som lyktes og ble tatt i bruk. Forskning og utvikling er en prosess som aldri tar slutt. Konklusjonen blir dermed at ressursen forskning og utvikling er mobilisert.

Appropriert: Vi konkluderte med at ressursen er imiterbar, det vil si at andre selskaper kan kopierer teknologien. Det betyr at Marine Harvest ikke nødvendigvis beholder hele den økonomiske gevinsten selv. Når Marine Harvest investerer penger i et prosjekt som staten er involvert i vil resultatet av prosjektet bli delt med hele bransjen. På denne måten bruker

Marine Harvest sine finansielle ressurser på å hjelpe hele næringen. Norges forskningsråd har oppnevnt en prosjektgruppe som arbeider for å legge til rette for utvikling. Gjennom programmet HAVBRUK- En næring i vekst, skal forskere, næringen og myndigheter samarbeide for å skape utvikling i havbruksnæringen. Utviklingen skal komme hele samfunnet til gode (Norges forskningsråd, 2004, s. 2).

Fra delkapittel 4.1.2 vet vi at antallet patenter øker i lakseindustrien. Et patent gir patenteieren enerett til bruk av oppfinnelsen i nærings- eller driftsøyemed (Patentloven, 1968, § 1). Retten varer i 20 år (Patentloven, 1968, § 40). Det betyr at hvis Marine Harvest utvikler prosjekter på egenhånd, ved bruk av egen kapital vil de ikke trenge å dele dette med allmenheten. På denne måten kan de skape økonomiske fortrinn som de er alene om å kunne bruke i minst 20 år. Til tross for at samarbeidsprosjekter med statlig støtte er noe som hele bransjen kan benytte, konkluderer vi med at ressursen forskning og utvikling blir appropriert. Dette grunnet at deres finansielle kapital skaper stor bredde i forskningen.

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

Tabell 4: Konklusjon for ressursen forskning og utvikling ved hjelp av SVIMA-analyseverktøy

4.2.3 SVI-analyse

En SVI-analyse er det motsatte av en SVIMA-analyse. Her ser vi ikke på hva bedriften har og hvordan dette kan brukes. Vi ser på hva bedriften mangler og om dette skaper en varig ulempe. De tre stegene i en SVI-analyse er: Savnes, viktig og ikke-imiterbar (Lien & Jakobsen, 2015, s. 117).

Merkevare

Å ha en sterk merkevare kan være viktig. Forskning viser en positiv sammenheng mellom merkenavn og oppfattet kvalitet (Rao & Monroe, 1989, s. 355). Marine Harvest har ikke navnet sitt på sluttproduktet. Det vil si at når forbrukerne handler lakseprodukter i butikken vet de ikke nødvendigvis at produktet de kjøper er produsert av Marine Harvest. Et selskap

som har navnet sitt på sluttproduktet er Lerøy. De har satses masse på å skape seg et varemerke (Berge, 2016b).

Savnes: I 2015 ble det foretatt en markedsundersøkelse som viste at den sterkeste merkevaren innenfor sjømat i Norge er Findus med 95 prosent gjenkjennelsesgrad. Andreplassen tok Lerøy med 84 prosent gjenkjennelsesgrad. Dette gir Lerøy en ressurs som er sjelden i bransjen (Berge, 2016b). Spørsmålet er da om det er et savn for Marine Harvest å ikke ha en sterk merkevare. Marine Harvest selger sine produkter under andre navn. Dette er ikke nødvendigvis et problem. Da vi vet fra forskning at folk assosierer visse merkevarer med kvalitet, ville det uten tvil vært positivt for Marine Harvest å ha en sterk merkevare å selge produktet sitt under (Rao & Monroe, 1989, s. 355). Konklusjonen blir dermed at Marine Harvest savner en sterk merkevare.

Viktig: I en av adferdspsykolog Jennifer L. Aakers artikler hevder hun at en kjent merkevare er viktig fordi mennesker gir merker personlighetstrekk. Dette fører til at man kjøper merker med de «trekkene» man selv ønsker å assosieres med. I forbrukeradferdsforskning blir dette kalt «brand personality», eller merkevarepersonlighet på norsk. All kontakt med merket kan være med på å skape dets personlighet. Dette inkluderer blant annet hvem som bruker merket, hvordan de ansatte er og hvem som er CEO for merket (Aaker, 1997, s. 347-348). Det er sannsynlig å tenke at forbrukere vil forbinde Marine Harvest med oppdrett og ikke sjømat og fiske. Det er derfor sannsynlig at med en sterk og godt likt merkevare ville Marine Harvest kunne kapre en større markedsandel. Vi vil derfor konkludere med at ressursen merkevare er viktig.

Ikke-imiterbar: Å opparbeide seg en så sterk merkevare som det Lerøy har gjort er veldig tidkrevende. Lerøy ble opprettet i 1899. Det betyr at merkevaren Lerøy har eksistert i over 100 år, og er sterkt knyttet opp mot fisk og sjømat (Lerøy Seafood, u.å.a). Det er ikke sikkert Marine Harvest trenger 100 år på å få til en like sterk merkevare, men det er ikke gjort over natten. En imitasjon av merkevaren Lerøy vil være krevende. Tiden vi lever i er også en helt annen enn da Lerøy ble opprettet. Mange er i dag skeptiske til lakseoppdrett og mener bransjen prioriterer kvantitet ovenfor kvalitet og at de ikke tar miljøutfordringene på alvor

(Jensen, 2016). Allikevel er det umulig å si at Marine Harvest ikke kan imitere Lerøys sterke merkevare. Konklusjonen blir dermed at ressursen merkevare er imiterbar, men at det er krevende og vanskelig å få til. Resultatet av analysen presenteres i tabell 5.

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

Tabell 5: Konklusjon for ressursen merkevare ved hjelp av SVI-analyseverktøy

Produktdifferensiering

Marine Harvest sitt hovedprodukt er atlantisk laks. I tillegg driver de oppdrett av ørret (Bryhn, 2018). Tidligere hadde Marine Harvest eget kveiteslakteri i Hjelmeland, men det solgte de i 2016 (Jøssang, 2017). Med dette salget ble fokuset veldig ensidig. Vi vil nå se om manglende produktdifferensiering utgjør noen ulempe for Marine Harvest.

Savnes: Med dagens høye laksepriser og relativt store etterspørsel setter Marine Harvest stadig vekk nye rekorder innenfor både slaktevolum og inntjening (Marine Harvest, 2017). Hvis pristrenden snur vil det være negativt for Marine Harvest ettersom de setter all sin lit til oppdrett av laks. Det er ingenting som tyder på at lakseoppdrett er på vei inn i nedgangstider med det første, men hvis det skjer vil det sannsynligvis gi ringvirkninger i bransjen. Dette kan sammenlignes med oljenedturen i 2014. Den store nedgangen i oljeprisene i 2014 førte til masseoppsigelser og harde tider i bransjen (Aftenposten, 2016). Per dags dato er ikke mangel på produktbredde et problem for Marine Harvest, men vi mener det vil være en fordel med større bredde i produktene. Konklusjonen blir dermed at ressursen produktdifferensiering savnes.

Viktig: Ifølge Bjørklund, Skallerud, Sogn-Grundvåg & Grønhaug (2008, s. 95-96) er produktdifferensiering stort sett knyttet til noe positivt. De hevder at det ofte er med på å gi bedriftene konkurransefortrinn, stabil inntjening og økt lønnsomhet. Videre sier de at forskere, bedriftsledere, myndigheter og organisasjonsrepresentanter legger vekt på hvor viktig differensiering kan være. De presiserer også at innenfor sjømatnæringen vil

produkt differensiering kunne gi økt videreføring. Med bakgrunn i dette vil vi konkludere med at ressursen produkt differensiering er viktig.

Ikke-imiterbar: Å få større bredde i produktene er mulig, men det krever en del. På lik linje som for lakseoppdrett vil ikke Marine Harvest kunne starte med annet oppdrett uten tillatelse fra myndighetene. De vil måtte få tilgang på konsesjoner til annen type fiskeoppdrett. Marine Harvest sine konkurrenter har også stort fokus på lakseoppdrett, med unntak av Lerøy. De presiserer på sine hjemmesider at de tilbyr blant annet laks, ørret, torsk, sei og rødspette (Lerøy, u.å.c). Dermed kan vi konkludere med at ressursen produkt differensiering er imiterbar.

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

Tabell 6: Konklusjon for ressursen produkt differensiering ved hjelp av SVI-analyseverktøy

4.3 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er en analyse av et selskaps interne og eksterne styrker og svakheter. Strengths (styrker) og weaknesses (svakheter) representerer de interne. De eksterne representeres av opportunities (muligheter) og threats (trusler). En SWOT-analyse er et bra verktøy for å samle de mest avgjørende påvirkningsfaktorene et selskap opplever i en konkurransesituasjon (Roos et al., 2014). Her ønsker vi å bruke SWOT til å lage et sammendrag av den strategiske analysen.

<p style="text-align: center;">Styrker (interne)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kompetanse innen forskning og utvikling • Fôrproduksjon • Kontroll på hele verdikjeden • Selskapets størrelse og tilgang på finansiell kapital • Fokus på miljø og bærekraft «Leading the blue revolution» • Global tilstedeværelse 	<p style="text-align: center;">Svakheter (interne)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Svak merkevare • Produktdifferensiering • Kostnadseffektivitet
<p style="text-align: center;">Muligheter (eksterne)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Åpning av nye markeder • Anbefalinger om redusert kjøttkonsum • Store inngangsbarrierer for nye aktører • Tilgang på grønne konsesjoner • Oppdrett i lukkede anlegg og til havs • Landbasert oppdrett • Lite ressurskrevende produksjon 	<p style="text-align: center;">Trusler (eksterne)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Potensiell vegansk og vegetarisk fremtid • Svingninger i lakseprisen • Biologiske utfordringer • Grunnrenteskatt • Handelsbarrierer

Tabell 7: SWOT-analyse

Fra den eksterne analysen ser vi at det er store muligheter i bransjen gjennom åpning av nye markeder. Det er også høye inngangsbarrierer for nye aktører, noe som er gunstig for allerede etablerte selskaper. I tillegg opplever vi endrede kostråd og fokus på miljø og bærekraft som setter oppdrettsbransjen i en gunstig posisjon i forhold til kjøttindustrien. Det er også store muligheter innenfor ny oppdrettsteknologi både til havs og på land. Truslene den eksterne analysen avdekker er blant annet store svingninger i lakseprisen som kan påvirke sluttforbrukerne. De biologiske utfordringene er en konstant trussel som henger over bransjen. Vi ser også en nedgang i fiskekonsumet i deler av markedet. En økende vegetarisk trend kan det påvirke næringen. Myndighetenes planer om grunnrenteskatt, og eventuelle handelsbarrierer kan skape store endringer i bransjen.

Den interne analysen avdekket at Marine Harvest har mange styrker. En av disse er kompetanse innen forskning og utvikling, som kan vise seg å bli viktigere i fremtiden. Marine Harvest har blant annet kontroll over hele verdikjeden, inkludert fôrproduksjon, som per i dag er en unik styrke. De hevder å ha fokus på miljø og bærekraft, som er og blir enda viktigere fremover. Marine Harvest har et fortrinn med sin størrelse og tilgang på kapital, derimot er kostnadseffektivitet en svakhet hos selskapet. De blir forbundet med oppdrett og sjømat, men

mangler en sterk merkevare å sette på produktet sitt. I tillegg har de et sterkt fokus på oppdrett av laks, som gjør at de har lite bredde i produktene sine.

5. Regnskapsanalyse

Dette kapitlet vil ta for seg en regnskapsanalyse, som steg to i den fundamentale verdivurderingen. Et regnskap viser et selskaps historiske utvikling. Målet med analysen er å få oversikt over selskapets underliggende økonomiske forhold. Man ser på finansregnskapet til selskapet. Koller et al. (2015, s. 144) forklarer at valg av analyseperiode og detaljnivå avhenger av hva slags fase selskapet befinner seg i. Regnskapet omjusterer økonomiske faktorer til regnskapstall. Dette gjør det mulig for oss å analysere selskapet (Penman, 2013, s. 17). Analysen inneholder blant annet omstrukturering av balanse og resultatregnskap. Regnskapsanalysen legger sammen med den strategiske analysen grunnlaget for de neste stegene i den fundamentale verdivurderingen (Penman, 2013, s. 321). Et tradisjonelt regnskap er stilt opp på en måte som gjør det vanskelig å få oversikt over verdi og driftsresultat. Det er derfor nødvendig å omstrukturere regnskapet slik at det blir investororientert. Regnskapet må organiseres på en måte som skiller mellom finansiering, operasjonelle poster og ikke-operasjonelle poster. Dette vil gjøre det lettere å analysere verdiskapningen i selskapet og finne verdien av fremtidig inntjening på egenkapitalen (Koller et al., 2015, s. 165). Vi vil gjennomføre en investororientert regnskapsanalyse og komme frem til en handelsstrategi. Med andre ord, vi ønsker å avgjøre om det lønner seg å kjøpe/selge aksjer.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen

5.1.1 Datainnsamling og valg av analyseperiode

All informasjon som benyttes i regnskapsanalysen er hentet fra årsrapporter, kvartalsrapporter, Proff Forvalt og Oslo Børs. Vi har valgt å benytte oss av disse kildene fordi informasjonen er offentlig tilgjengelig.

Ved valg av analyseperiode er det viktig å se på om selskapet har vært stabilt over lang tid, eller om det har vært gjennom store endringer. Marine Harvest har vært stabilt over lang tid, noe som taler for at man trenger en lang analyseperiode (Koller et al., 2015, s. 144).

Oppdrettsbransjen er en syklisk næring (Sintef, 2015). Vi har derfor valgt analyseperiode fra 2011-2018. På denne måten får vi med svingningene i markedet. Lakseprisen er historisk lav i 2012 og den er historisk høy i 2017. Dette kan ses i figur 12. Det er lurt å ha med bunnpunkter og topppunkter i en regnskapsanalyse, så vi mener den valgte perioden vil skape et godt utgangspunkt for videre analyse.



Figur 12: Utvikling pris på fersk hel laks 2009-2017 (Norges Sjømatråd, 2017)

5.1.2 Valg av analysenivå

Kaldestad & Møller (2011, s. 53) sier at valget står mellom å analysere selskapsregnskapet eller konsernregnskapet. De presenterer noen faktorer som er avgjørende for valget:

1. Hvor driftsmessig integrert er selskapet innenfor et gitt virksomhetsområde? For selskaper som er tett driftsmessig integrert vil det være mest hensiktsmessig å analysere selskapet samlet. Fortrinnsmessig med utgangspunkt i konsernregnskapet.
2. Selskaper med operasjoner i flere land kan med fordel analyseres delt opp etter valuta.
3. Ulike virksomheter skal som hovedregel analyseres separat.

Marine Harvest opererer i flere forskjellige geografiske områder. De har også forskjellige forretningsområder, som for eksempel fôrproduksjon, oppdrett og videreforedling. For at vi skal kunne analysere områdene separat er vi avhengige av betraktelige mengder informasjon om hvert område. Denne informasjonen har vi ikke. Valutaforskjellene eksisterer også, men

vi velger å se bort ifra disse. Kaldestad & Møller (2011, s. 54) presiserer at i de fleste tilfeller vil ikke de forskjellige delene av et regnskap gi nok informasjon til at analysen kan splittes opp. Siden vi kun benytter oss av offentlig tilgjengelig informasjon sitter vi på mangelfull informasjon om de forskjellige forretningsområdene. Det taler for å analysere regnskapet samlet. Vi anser også Marine Harvest for å være tilstrekkelig driftsmessig integrert til å foreta en samlet analyse. Videre har vi vurdert om vi skal analysere morselskapet, Marine Harvest ASA, eller konsernet, Marine Harvest Group. Ut ifra argumentene ovenfor ser vi det som mest hensiktsmessig å analysere konsernet, Marine Harvest Group.

5.1.3 Valg av komparative virksomheter

Komparative selskaper er selskaper som kan bli målt opp mot det selskapet vi analyserer (Petersen et al., 2017, s. 28). I vårt tilfelle er det Marine Harvest sine konkurrenter: Lerøy, SalMar, Grieg og Cermaq. Penman (2013) sier at alle selskaper i bransjen, inkludert selskapet som analyseres, skal være med som en del av bransjen i analysen. Poenget med en slik analyse er å finne forskjellen mellom de komparative selskapene og selskapet som analyseres. Ulempen med å ta med Marine Harvest i denne analysen er at man i stor grad vil sammenlikne Marine Harvest med seg selv, på grunn av størrelsen på selskapet. På grunnlag av dette har vi besluttet å ikke inkludere Marine Harvest i bransjen for å best mulig se på forskjellene mellom selskapene. Vi har også valgt å ekskludere Cermaq fra bransjen ettersom de ikke er registrert på børsen og som nevnt i delkapittel 2.6 kan det da forekomme en «likviditetsrabatt» som påvirker resultatet. Dermed er de komparative selskapene i regnskapsanalysen Lerøy, SalMar og Grieg.

5.1.4 Rammeverk

Regnskapsanalysen blir gjennomført med bakgrunn i Knivsflå (2018a) firestegs prosess for regnskapsanalyse.

1. Trailing av årsregnskap
2. Omstrukturering av finansregnskapet for analyse
3. Analyse og justering av målefeil
4. Forholdstallsanalyse (risiko og rentabilitet)

Trailing av regnskap betyr at man benytter seg av de siste 12 rapporterte månedene. Det vil si at man ikke nødvendigvis bruker et helt årsregnskap, men gjerne ender opp med kvartaler fra foregående og inneværende år. Dette er fordi en verdivurdering alltid burde bygge på ferskest mulig informasjon (Damodaran, 2012, s. 230-231). I steg to foregår omstrukturering av resultatregnskapet. Vi omstrukturerer resultatregnskap og balanse for at det skal passe bedre i en investororientert analyse. Hensikten med omstruktureringen er å skille mellom drifts- og finansielle poster (Petersen et al., 2017, s. 107). Vi vil også skille mellom normale og unormale poster for å gjøre resultatet av fremtidsprognosene mer nøyaktige. Det tredje steget tar for seg analyse og justering av målefeil. I steg nummer fire gjennomfører man en forholdstallsanalyse. Det vil si en analyse som tar for seg underliggende forhold som rentabilitet og risiko. Man gjennomfører en analyse av både likviditet og soliditet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing

Her vil resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital bli presentert. Vi vil ta for oss årene 2011-2017. I tillegg vil vi foreta en trailing av kvartalsrapportene i 2018 (Q1 og Q2). Marine Harvest endret i 2016 valuta i sine rapporter fra norske kroner til euro. Vi har dermed funnet det naturlig å regne om valutaen for 2016, 2017 og 2018 til NOK for en mer ryddig presentasjon. Ved omregning av resultatposter har vi benyttet oss av gjennomsnittskurs for de respektive årene. Omregning av balanseposter er gjort ved bruk av valutakurs ved årsslutt for de respektive årene, og for andre kvartal for 2018.

5.2.1 Resultatregnskap med trailing

Siden vi har tilgjengelig to kvartalsrapporter fra 2018 når verdsettelsen gjennomføres, velger vi å ta disse med i analysen for å oppnå kravene om ferskest mulig tall. Etersom disse rapportene er ufullstendige må vi gjennomføre en trailing av tallene. Nærmere utregninger av trailing, se vedlegg 1. Vi benytter følgende formel for å traile regnskapsåret 2018:

$$2018T = Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t-1} + Q_{4t-1}$$

$t = 2018$, $t-1 = 2017$, $Q = \text{kvartal}$

For de normale postene må man vekstjustere. Det betyr å ta hensyn til at resultatene fra de to siste kvartalene i 2017 mest sannsynlig ikke vil være like som de to siste kvartalene i 2018. Hvis man får ekstrem vekst er det vanlig å gjøre denne mindre, årsaken til dette er at veksten vil bevege seg mot gjennomsnittet, såkalt «mean reverting» (Penman, 2013, s. 507).

Vekstjusteringen gjør vi på følgende måte:

$$2018T = Q_{1t} + Q_{2t} + (Q_{3t-1} + Q_{4t-1}) * (1 + g)$$

Der $g = \text{vekst}$ og utledes på følgende måte:

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

Når man gjennomfører trailing er det også viktig å ta hensyn til unormale poster. Siden unormale poster kan variere mye og gjerne ikke er gjentakende vil ikke nødvendigvis postene fra 2017 være representative for 2018. Vi velger dermed i henhold til Knivsflå (2018a) og bruke de unormale postene fra kvartalsrapportene i Q_{1t} og Q_{2t} i trailing for 2018.

Vi ser at driftsinntektene har gått ned med 1,58 prosent i 2018 i forhold til samme periode i fjor. Det er til tross for at lakseprisen har holdt seg stabilt høy. Årsaken til nedgangen i driftsinntektene er et lavere slaktevolum i perioden. Ifølge rapporten for andre kvartal i 2018 er det forventet en nedgang i slaktet volum som følge av biologiske problemer. Vi ser dermed nedgangen på 1,58 prosent som reell.

Varekostnader inneholder råmateriale, selve produksjonen og kostnader knyttet til det ferdige produktet. Vi ser en økning på 3,05 prosent i forhold til samme periode i 2017. Ifølge kvartalsrapportene for 2018 og årsrapporten for 2017 har Marine Harvest en økning i bekjempelse av lakselus. Det er en av årsakene til den økte varekostnaden. Fra rapporten i andre kvartal i 2018 ser vi også at prisen på fiskeolje og fôr har økt. Denne økningen vil fortsette ut året. Den vil stoppe når den nye fôrproduksjonen i Skottland starter for fullt. Marine Harvest vil da bli enda mer selvforsynt innenfor fôr.

Lønnskostnader består av lønn, arbeidsgiveravgift, bonus, midlertidige stillinger og pensjonsutgifter. Disse har hatt en vekst på 6,32 prosent. Veksten kan bli forklart av nyansettelser flere områder i konsernet. Vi ser dermed på veksten som reell.

Andre driftskostnader inneholder blant annet vedlikehold, drivstoff, strøm, forsikringer, it-kostnader, salg og markedsføring. Som nevnt tidligere er Marine Harvest inne i en periode hvor de prøver å redusere kostnader. Det vil også gjelde andre driftskostnader. Kostnaden er relativt stabil. Økningen på 0,95 prosent anser vi dermed som reell.

Avskrivninger består av anleggsmidler og immaterielle eiendeler. Avskrivninger skjer lineært over levetiden til et produkt. Det betyr at avskrivningen vil være omtrent lik hvert år. Unntaket er hvis man kjøper eller selger anleggsmidler. Marine Harvests avskrivninger har økt med 0,4 prosent siden samme tid i fjor. Vi ser fra kvartalsrapportene i 2018 at det er mange pågående prosjekter, men ikke noe som vil påvirke avskrivninger dette året.

Når vi ser på det historiske resultatregnskapet ser vi at posten verdjustert biomasse varierer fra år til år. Vi anser det som naturlig at denne vil variere også i år. Det fremkommer av første kvartalsrapport 2018 at anleggene i Chile sliter med fiskedødelighet forårsaket av bakteriesykdommen Piscirickettsiose. Fiskesykdommen *Pasteurella skyensis* har hatt negativ innvirkning på bestanden i de skotske anleggene i starten av 2018. Med bakgrunn i dette og det historiske resultatregnskapet kan ingen av årene brukes til å predikere fremtidig verdjustert biomasse. Vi velger derfor å behandle denne posten som unormal.

Restruktureringskostnader varierer historisk sett mye og er en uforutsigbar post. Vi velger dermed å følge Petersen et al. (2017, s. 625) å behandle posten som unormal.

Avsetning for tapskontrakter er også en post som historisk har variert veldig mye. Det er vanskelig å forutse hva denne vil være fra år til år. Vi behandler derfor posten som unormal.

Netto resultat fra tilknyttede selskaper er den inntjeningen Marine Harvest har fra andre selskaper de har en relativt stor eierandel i (20-50 prosent). Marine Harvest har eierandel i flere selskaper, blant annet Nova Sea, Finnøy Fisk, Vågafossen settefisk og Center for Aquaculture Competence. I de tre første selskapene har Marine Harvest nesten 50 prosent eierandel, så denne posten er i stor grad knyttet til hvordan disse selskapene presterer (Marine Harvest, 2017). Vi kan ikke forutsi hvordan veksten vil bli for de tilknyttede selskapene, og vi sitter på altfor lite informasjon om årets foreløpige resultater. Historisk ser vi at det er store svingninger. Resultatet for 2018T ble på nesten 200 prosent, noe vi mener er urealistisk. Vi velger derfor å justere veksten til 25 prosent for et mindre ekstremt resultat.

Andre ikke-operasjonelle kostnader dekker for eksempel bøter og rettsaker. Dette behandles som en unormal post da det er vanskelig å vite hvor store summer som vil gå med til dette til enhver tid. Kostnadene er engangshendelser man ikke forventer skal gjenta seg.

Nedskrivninger er knyttet til nedskrivning av anleggsmidler. Man kan ikke forutse hvordan nedskrivninger vil bli i fremtiden, da det er vanskelig å forutsi tap. Posten behandles derfor som unormal.

For å beregne rentekostnader bruker vi formelen nedenfor:

$$FK_{18T} = \frac{FK_{Q1-Q2.18}}{FG_{17}} * \frac{4}{2} * FG_{17}$$

FK = finanskostnad,

FG = finansiell gjeld (langsiktig finansiell gjeld + kortsiktig finansiell gjeld)

Netto valutaeffekt behandles som en unormal post da vi ikke kan forutsi valutakurser.

Andre finansielle elementer inneholder poster som utbytte, renteinntekt, gevinst/tap ved salg av aksjer, endring i virkelig verdi for derivater og andre finansielle instrument. Dette er elementer som ikke har noen stor påvirkning på den daglige driften, og elementene følger

ikke noe fast mønster. Det er også knyttet stor usikkerhet til dem. Kvartalsrapportene skiller ikke mellom de forskjellige postene. Vi velger å holde andre finansielle elementer som en felles post og behandler den som unormal.

Til å beregne skattekostnad bruker vi følgende formel:

$$SK = dss * DR + fiss * (FI + UFR) - fkss * FK$$

SK = rapportert skattekostnad, dss = driftsskattesatsen, DR = driftsresultat, fiss = finansinntektsskattesatsen, FI = finansinntekter, UFR = unormalt finansresultat, fkss = finanskostnadsskattesatsen

Skatt på alminnelig inntekt (selskapsskatten) er satt av regjeringen og er 24 prosent for 2017 og 23 prosent for 2018 (Skatteetaten, u.å.), som finanskostnadsskattesats bruker vi denne. For finansinntektsskattesatsen velger vi å bruke tommelfingerregelen fra Knivsflå (2018b) som sier at $fiss = sss * 2/3$. Dette gjøres når det er vanskelig å regne ut nøyaktig sats. Årsaken til dette er at finansinntekter inneholder blant annet utbytte og gevinst/tap som er skattefritt på selskapsnivå (Skatteloven, 2000, § 2-38). Driftsskattesatsen får vi fra følgende formel:

$$dss_t = \frac{NSK_t - fiss * (FI_t + UFR_t) + fkss * FK_t}{DR_t}$$

NSK = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad

Når vi skal finne skattekostnaden er første steg å finne driftsskattesatsen for 2018T (Q1 og Q2). For at satsen skal bli korrekt må man skille mellom normale og unormale poster. Man ønsker å finne normal skattekostnad og trekker derfor fra skatt på de unormale postene (Knivsflå, 2018a). I kvartalsrapportene står det ikke noe om normal eller unormal skattekostnad. Vi regner dermed hele denne posten som normal. Eksempler på unormale skatteposter er utsatt skatteforpliktelse og effekt av endring i skattesats. Dette er som sagt ikke spesifisert i kvartalsrapportene.

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet er en post utenfor den normale driften. Det er en engangspost og vil derfor bli behandlet som en unormal post.

Resultatet for minoritetsinteressene har hatt en nedgang frem til 2016. Etter det ser vi en økning. Det forventes en videre økning i 2018. Veksten på 50 prosent er ekstrem, så vi har valgt å justere den ned til 20 prosent. Minoritetsinteresser behandles dermed som en normal post.

Annet fullstendig resultat er en unormal post fordi den ikke følger noe tydelig mønster. Posten inkluderer ifølge årsrapportene endringer i virkelig verdi av kontantstrømsikringer, valutaendringseffekter og valutaomregning på joint ventures og tilknyttede selskaper.

Resultatregnskap (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR	2017	2017EUR	2018T	2018T EUR
Inntekter	15 757	15 420	19 177	25 300	27 710	32 541	3 502,8	33 821	3 626,1	34 458	3 591,9
Andre inntekter	375,4	43,20	22,10	230,9	170,5	68,70	7,40	217,3	23,30	-	-
Driftsinntekter	16 133	15 464	19 199	25 531	27 881	32 609	3 510,2	34 038	3 649,4	34 458	3 591,9
Varekostnader	8 398,6	9 666,5	9 998,5	13 677	15 858	16 557	1 782,2	15 749	1 688,5	16 692	1 740,0
Lønnskostnader	2 177,8	2 418,6	2 674,3	3 320,9	3 825,5	4 087,6	440,0	4 457,4	477,9	4 874,4	508,1
Andre driftskostnader	2 063,2	2 163,6	2 581,9	3 350,0	3 969,9	4 389,5	472,5	5 176,5	555,0	5 375,1	560,3
Avskrivning	666,7	677,2	762,5	966,8	1 252,0	1 323,8	142,5	1 402,8	150,4	1 448,6	151,0
Verdijustering biomasse	1 514,0	- 350,2	- 1 794,6	510,8	-90,30	- 3 587,8	- 386,2	3 174,0	340,3	- 1 620,3	- 168,9
Restruktureringskostnader	21,80	0,80	272,8	52,90	138,3	50,20	5,40	23,30	2,50	4,80	0,50
Avsetning for tapskontrakter	5,80	6,10	124,7	- 23,70	6,60	1 009,8	108,7	- 1 117,4	- 119,8	81,54	8,50
Netto resultat fra tilknyttede selskaper	8,50	- 88,30	- 221,8	- 149,5	- 209,7	- 581,5	- 62,60	- 314,3	- 33,70	- 527,6	- 55,00
Andre ikke-operasjonelle kostnader	-	-	74,40	168,2	- 21,70	- 12,10	- 1,30	- 2,80	- 0,30	- 0,96	- 0,10
Nedskrivning	67,00	0,50	65,00	24,10	60,90	164,4	17,70	968,2	103,8	- 1,92	- 0,20
Driftsresultat (EBIT)	1 209,4	968,8	4 661,7	3 633,4	3 092,8	9 209,1	991,3	4 521,8	484,8	8 132,2	847,7
Rentekostnader	405,8	382,8	640,2	544,6	416,5	449,6	48,40	435,6	46,70	439,4	45,80
Netto valutaeffekter	- 236,4	- 523,3	311,7	388,4	- 37,70	- 249,9	- 26,90	82,10	8,80	1,92	0,20
Andre finansielle elementer	- 342,9	320,0	252,4	1 213,7	473,8	1 955,5	210,5	- 869,3	- 93,20	368,4	38,40
Resultat før skatt	1 382,9	789,3	3 457,4	1 486,7	2 240,2	7 053,8	759,3	4 873,4	522,5	7 322,6	763,3
Skattekostnad	262,0	377,0	1027,0	752,0	821,0	2043,0	220,0	559,0	60,00	1 906,2	199,0
Resultat etter skatt	1 121,2	413,0	2 430,6	735,0	1 420,0	5 011,0	539,0	4 313,8	463,0	5 416,4	565,0
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	91,90	204,8	- 2,10	-	-	-	-	-	-
Minoritetsinteresser	5,50	4,00	7,40	3,90	0,60	- 2,80	- 0,30	2,80	0,30	4,60	0,48
Årsresultat	1 115,7	408,8	2 515,1	935,6	1 417,0	5 013,8	539,7	4 311,0	462,2	5 411,8	564,1
Annet fullstendig resultat	- 24,20	- 408,7	581,2	827,7	677,8	496,1	53,40	- 1 868,2	- 200,3	- 489,3	- 51,00
Total resultat	1 091,5	0,10	3 096,3	1 763,3	2 094,8	5 509,9	593,1	2 442,8	261,9	4 922,5	513,1

Tabell 8: Resultatregnskap med trailing

5.2.2 Balanse med trailing

Ved trailing av balanse brukes balansen i det senest kjente kvartalet (Knivsflå, 2018a). Det vil si at vi bruker balansen fra andre kvartal i 2018.

Balanse aktiva (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR	2017	2017EUR	2018T	2018T EUR
Eiendeler											
Anleggsmidler											
Immaterielle eiendeler	8 006,8	7 738,9	8 778,3	9 245,6	10 024	9 698,7	1 067,4	8 955,7	910,1	9 316,5	979,5
Varige driftsmidler	4 193,3	4 185,1	6 686,0	8 271,7	9 246,4	9 159,9	1 008,1	10 654	1 082,7	10 621	1 116,7
Aksjer i tilknyttede selskaper	624,4	647,3	900,4	978,2	1 188,8	1 590,1	175,0	1 679,7	170,7	1 706,4	179,4
Andre aksjer	92,10	1 008,60	132,1	166,1	24,50	49,10	5,40	32,40	3,30	16,17	1,70
Sum anleggsmidler	12 917	13 580	16 497	18 662	20 483	20 498	2 255,8	21 322	2 166,8	21 661	2 277,4
Omløpsmidler											
Varelager	783,0	819,7	1 751,1	2 400,8	2 664,5	2 255,2	248,2	3 020,0	306,9	2 973,3	312,6
Biologiske eiendeler	6 285,2	6 207,9	9 536,6	10 014	10 940	14 300	1 573,8	11 813	1 200,5	13 454	1 414,5
Kundefordringer	1 914,9	1 782,0	3 191,4	3 360,2	3 926,2	4 525,0	498,0	4 699,7	477,6	4 916,5	516,9
Andre fordringer	609,8	592,7	1 086,5	1 110,5	1 540,5	1 154,0	127,0	1 046,0	106,3	-	-
Kontanter med restriksjoner	66,00	89,30	167,1	213,1	111,7	144,5	15,90	124,0	12,60	-	-
Bankinnskudd	213,1	246,0	439,1	1 195,2	577,0	799,6	88,00	581,6	59,10	628,7	66,10
Sum omløpsmidler	9 872,0	9 737,5	16 172	18 294	19 759	23 179	2 551,0	21 285	2 163,0	21 973	2 310,1
Eiendeler holdt for salg	-	-	1 059,1	19,00	17,40	31,80	3,50	4,92	0,50	-	-
Sum eiendeler	22 789	23 317	33 728	36 974	40 260	43 709	4 810,4	42 612	4 330,3	43 634	4 587,5

Tabell 9: Balanse aktiva med trailing

Balanse passiva (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR	2017	2017EUR	2018T	2018T EUR
Egenkapital og gjeld											
Egenkapital											
Egenkapital majoritet	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	18 794	2 068,4	22 772	2 314,2	22 889	2 406,5
Minoritetsinteresse	75,80	69,00	27,80	16,00	8,90	8,20	0,90	11,80	1,20	17,12	1,80
Sum egenkapital konsern	10 842	11 689	16 346	14 718	18 187	18 802	2 069,3	22 784	2 315,4	22 907	2 408,3
Langsiktig gjeld											
Utsatt skatteforpliktelse	2 351,9	2 543,7	3 365,0	3 568,9	3 759,3	4 120,6	453,5	3 482,5	353,9	3 706,6	389,7
Langsiktig rentebærende gjeld	6 589,4	5 338,5	7 710,2	10 669	10 279	9 026,3	993,4	7 609,5	773,3	9 670,3	1 016,7
Andre langsiktige forpliktelser	99,30	414,7	976,2	2 334,5	2 125,3	4 098,8	451,1	865,0	87,90	1 273,6	133,9
Sum langsiktig gjeld	9 040,7	8 296,9	12 051	16 573	16 164	17 246	1 898,0	11 958	1 215,2	14 651	1 540,3
Kortsiktig gjeld											
Betalbar skatt	86,60	26,20	252,6	525,2	696,3	1 295,7	142,6	893,5	90,80	-	-
Kortsiktig rentebærende gjeld	157,0	377,8	686,7	7,00	1,50	0,90	0,10	1 283,2	130,3	0,95	0,10
Leverandørgjeld	1 481,8	1 452,5	2 232,6	2 039,2	2 379,7	2 503,3	275,5	2 764,1	280,9	-	-
Andre kortsiktige forpliktelser	1 180,3	1 475,4	1 967,7	3 112,3	2 831,6	3 860,8	424,9	2 929,5	297,7	6 076,9	638,9
Sum kortsiktig gjeld	2 905,7	3 331,9	5 139,6	5 683,7	5 909,0	7 660,7	843,1	7 869,3	799,7	6 077,8	639,0
Forpliktelser holdt for salg	-	-	190,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum egenkapital og gjeld	22 789	23 317	33 728	36 974	40 260	43 709	4 810,4	42 612	4 330,3	43 634	4 587,5

Tabell 10: Balanse passiva med trailing

5.2.3 Egenkapitaloppstilling med trailing

Egenkapitaloppstilling (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016EUR	2017	2017EUR	2018T	2018EUR
Egenkapital 01.01	12 500	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	1 894,6	18 794	2 068,4	22 772	2 314,2
Årsresultat til majoritet (RES)	1 115,7	408,8	2 515,1	935,6	1 417,0	5 013,8	539,6	4 311,0	462,2	3 369,2	351,2
Annet fullstendig resultat (AFR)	-23,90	-404,7	576,2	831,6	676,6	496,1	53,40	-1 868,2	-200,3	126,6	13,20
Effekt av prinsippendring i valuta	-	-	-	-	-	-999,8	-	1 689,4	-	-767,5	-
Totalresultat til majoriteten	13 592	10 770	14 711	18 086	16 796	22 688	2 487,6	22 926	2 330,3	25 501	2 678,6
Betalt utbytte	-2 864,7	-	-843,3	-2 954,4	-	-	-	-	-	-2 556,6	-266,5
Netto kapitalinnskudd	39,30	849,5	2 450,8	-429,1	1 382,6	-3 894,3	-419,2	-153,9	-16,50	-54,68	-5,70
Egenkapital 31.12	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	18 794	2 068,4	22 772	2 314,2	22 889	2 406,5

Tabell 11: Egenkapitaloppstilling med trailing

5.3 Omstrukturering for analyse

Ettersom Marine Harvest er et norsk selskap er det underlagt internasjonale regnskaptandarder, den såkalte IFRS standarden. Alle børsnoterte selskaper i EU- og EØS er underlagt denne ordningen (Europalov, 2015). Tidligere i kapittel 5 fant vi ut at tradisjonelle regnskap legger opp til et kreditororientert fokus. IFRS er en tradisjonell metode og vi må dermed omstrukturere for å få investororientert fokus (Koller et al., 2015, s. 165).

5.3.1 Omstrukturering av resultatregnskapet

Vi følger Knivsflå (2018b) og gjennomfører omstruktureringen ved hjelp av fire steg:

Det første steget er å finne fullstendig nettoresultat (FNR) bestående av årsresultat, annet fullstendig resultat og dirty surplus. Når man fører inntektsposter direkte mot egenkapital fremfor resultatregnskapet har man foretatt en «dirty surplus accounting» (Penman, 2013, s. 263). Dette er et brudd på regnskapslovens § 4-3, som sier at «alle inntekter og kostnader skal resultatføres» (Regnskapsloven, 1999, § 4-3.). Derfor er det viktig at vi her identifiserer de. FNR uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Fullstendig nettoresultat (FNR)} = \text{Rapportert årsresultat majoritet (RES)} + \text{Annet fullstendig resultat (AFR)} + \text{Dirty surplus (DSP)}$$

Fullstendig nettoresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Årsresultat majoritet (RES)	1 115,7	408,8	2 515,1	935,6	1 417,0	5 013,8	4 311,0	5 416,4
Annet fullstendig resultat (AFR)	-23,90	-404,7	576,2	831,6	676,6	432,0	-1 868,2	-489,3
Totalresultat til majoritet	1 091,8	4,10	3 091,3	1 767,2	2 093,6	5 445,8	2 442,8	4 927,1
Dirty surplus (DSP)	-	-	-	-	-	45,60	-0,02	-4,59
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 091,8	4,10	3 091,3	1 767,2	2 093,6	5 491,4	2 442,8	4 922,5

Tabell 12: Fullstendig nettoresultat

Et selskap kan velge å presentere regnskapet i norske kroner, euro, eller regnskapsvaluta. Det er mest hensiktsmessig at presentasjonen foregår i norske kroner på grunn av kontroll, statistikk og muligheten til å sammenligne regnskap med andre norsk selskaper. EU-reglementet åpner derimot for å presentere i euro (Kvifte, Tofteland & Bernhoft, 2014). Marine Harvest begynte å presentere regnskapet i euro i 2016. Etersom vi har valgt å foreta alle våre utregninger i NOK får vi en omregningsdifferanse på grunn av denne endringen. Det fullstendige nettoresultatet inneholder derfor dirty surplus i 2016, 2017 og 2018T.

Det andre steget i omstruktureringen er fordeling av fullstendig nettoresultat. Her ønsker vi å skille mellom driftsposter og finansposter. Dette er for å kunne identifisere hvilke kostnader og inntekter som hører til drift og hvilke som er finansielle (Koller et al., 2015, s. 165).

Fullstendig driftsresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	16 133	15 464	19 199	25 531	27 881	32 609	34 038	34 458
Driftskostnader	-14 915	-14 583	-14 760	-22 047	-24 998	-23 982	-29 831	-26 854
Driftsresultat	1 217,9	880,5	4 439,9	3 483,9	2 883,1	8 627,6	4 207,5	7 604,7
Resultat fra tilknyttede selskaper	-8,50	88,30	221,8	149,5	209,7	581,5	314,3	527,6
Driftsrelatert annet fullstendig resultat (DAFR)	-102,6	-82,40	-30,60	-34,50	-23,80	-	-	-
Driftsrelaterte dirty surplus (DDSP)	-	-	-	-	-	45,60	-0,02	-4,59
Fullstendig driftsresultat før skatt	1 106,8	886,4	4 631,1	3 598,9	3 092,8	9 254,7	4 521,8	8 127,7
Fullstendig finansresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Finansinntekter	27,60	134,7	159,9	39,30	32,80	19,50	12,10	-
Finanskostnader	-405,8	-382,8	-640,2	-544,6	-416,5	-449,6	-435,6	-439,4
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	91,90	204,8	-2,10	-	-	-
Finansielt annet fullstendig resultat (FAFR)	78,60	-322,3	606,9	866,1	701,5	432,0	-1 755,4	-489,3
Finansielt dirty surplus (FDSP)	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig finansresultat før skatt	-299,6	-570,4	218,5	565,6	315,7	1,90	-2 178,9	7 199,0

Tabell 13: Fullstendig driftsresultat og fullstendig finansresultat

Resultat fra tilknyttede selskaper defineres som en driftspost fordi dette vanligvis inkluderer investeringer knyttet opp mot driften til eierselskapet (Knivsflå, 2018b).

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet defineres som en finanspost fordi dette er drift som skal tas ut av bruk. Det kan enten være forårsaket av salg av virksomhet, eller at virksomheten legges ned (Koller et al., 2015, s. 178).

I det tredje steget må vi skille mellom normale og unormale poster. De normale postene er de som forventes å være til stede gang etter gang, og dermed ha stor betydning for fremtidsprognosene. Unormale poster er det motsatte, og forventes dermed ikke å opptre ofte. Det gjør at deres verdi for fremtiden er minimal (Petersen et al., 2017, s. 623-624). Vi skiller også her mellom finans og drift, i tillegg til at det tas hensyn til skatt og minoritetsposter (Knivsflå, 2018b). Petersen et al. (2017, s. 644) presiserer at å skille mellom normale- og unormale poster kan være vanskelig og at analytikeren sannsynligvis vil måtte ta egne subjektive valg underveis.

Unormalt driftsresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Verdijustert biomasse	-1 514,0	350,2	1 794,6	-510,8	90,30	3 587,8	-3 174,0	-1 620,3
Restruktureringskostnader	-21,80	-0,80	-272,8	-52,90	-136,3	-50,20	-23,30	4,80
Avsetning for tapskontrakter	-5,80	-6,10	-124,7	23,70	-6,60	-1 009,8	1 117,4	81,50
Andre ikke-operasjonelle kostnader	-	-	-74,40	-168,2	21,70	12,10	2,80	-1,00
Nedskrivninger	-67,00	-0,50	-65,00	-24,10	-60,90	-164,4	-968,2	-1,90
Driftsrelatert dirty-surplus	-	-	-	-	-	45,60	-0,02	-4,59
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-102,6	-82,40	-30,60	-34,50	-23,80	-	-	-
Unormalt driftsresultat før skatt	-1 711,2	260,4	1 227,1	-766,80	-115,60	2 421,1	-3 045,3	-1 541,5

Tabell 14: Unormalt driftsresultat

Den første posten er verdijustert biomasse. Den skal føres til virkelig verdi i henhold til IAS 41 Landbruk (IFRS, u.å.a). Etter at IFRS ble innført i Norge var regnskapsføring av levende fisk i merder et av de mest omdiskuterte punktene, da ny praksis skilte seg veldig fra gammel. Biomasse består blant annet av levende fisk. Her kan både prisendring og tilvekst få betydning for verdien (Bernhoft & Fardal, 2007, s. 49). Vanligvis vil gjentakende poster føres som normale poster, men biomasse vurderer vi som et unntak da verdien av den kan variere veldig. Vi behandler dermed verdijustert biomasse som en unormal post.

Den andre posten er restruktureringskostnader som ifølge Petersen et al. (2017, s. 625) rapporteres som en unormal post. Årsaken til dette er at det ikke er en fast gjentakende post.

Posten oppstår i situasjoner der man gjør en endring, fikser på noe, foretar en gjenoppbygging, eller en restaurering og er dermed ikke en del av normal drift.

Den tredje posten er avsetning for tapskontrakter. Dette er en post som det kan være vanskelig å plassere. Petersen et al. (2017, s. 652) behandler tapskontrakter som en unormal post. For noen selskaper vil posten gjenta seg årlig og for andre vil den oppstå sporadisk. Kostnadene tilknyttet avsetning kan være stabile, eller variere stort. Hvis man analyserer et selskap der posten oppstår jevnlig med stabile kostnader vil det være naturlig å plassere den som en normal post, og motsatt hvis dette ikke er tilfellet. Eventuelt mener vi man kan regne ut et gjennomsnitt og legge dette til grunn som en normal post. For Marine Harvest er det store variasjoner og vi velger dermed å følge Petersen et al. (2017) og vurderer det dermed som hensiktsmessig å behandle avsetning for tapskontrakter som en unormal post.

Den fjerde posten er andre ikke-operasjonelle kostnader. Denne vil inkludere kostnader som ikke er direkte knyttet opp mot driften. I følge note 33 i årsrapportene og note syv i kvartalsrapportene er denne kostnaden sterkt knyttet opp mot fiskedødelighet og bekjempelse av lakselus. Det er vanskelig å forutsi størrelsen på disse og hvor hyppig de vil inntreffe. Vi velger dermed å føre de som en unormal post.

Den femte posten er nedskrivninger. Nedskrivninger føres som en unormal post fordi det er tap av verdi som man ikke kan forutse (Petersen et al., 2017, s. 625). Hos Marine Harvest gjelder det ifølge note ni og ti i årsrapportene goodwill, lisens, andre immaterielle eiendeler, eiendeler, anlegg og diverse utstyr.

Den sjette posten er driftsrelatert dirty surplus. Den syvende er driftsrelatert annet fullstendig resultat. Begge føres som unormale poster (Petersen et al., 2017, s. 649). Marine Harvest har driftsrelatert dirty surplus som følge av endring i rapporteringsvaluta fra NOK til EUR i 2016.

Unormalt finansresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Unormalt finansresultat	551,7	68,60	-724,0	-1 641,4	-468,9	-1 725,1	775,1	-370,3
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	91,90	204,8	-2,10	-	-	-
Finansielt dirty-surplus	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansielt annet fullstendig resultat	78,60	-322,3	606,9	866,1	701,5	432,0	-1 755,4	-489,3
Unormalt finansresultat før skatt	630,3	-253,7	-25,20	-570,5	230,5	-1 293,1	-980,3	-859,6

Tabell 15: Unormalt finansresultat

Det er ingen spesifikasjoner i årsregnskapene eller kvartalsrapportene om hva det unormale finansresultatet inneholder. Den andre posten er resultat fra diskontinuerlig virksomhet. Årsaken til at denne føres som en unormal post er at dette er virksomhet som tas ut av bruk/selges og det klassifiseres dermed som en engangspost (Petersen et al., 2017, s. 639). Den tredje posten er finansielt annet fullstendig resultat som i henhold til Petersen et al. (2017, s. 634) føres som en unormal post.

Det fjerde steget er fordeling av skattekostnad. Skattekostnaden fordeles mellom de normale og de unormale postene. Skatt på alminnelig inntekt (selskapsskatten) varierer fra 23 prosent til 28 prosent avhengig av hvilket år vi ser på (Skatteetaten, u.å.).

Skattesats	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	28%	28%	28%	27%	27%	25%	24%	23%

Tabell 16: Skattesats

For å finne netto finanskostnader gjøres følgende utregning:

$$\text{Netto finanskostnad (NFK)} = (1 - \text{Selskapsskatten (sss)}) \times \text{Finanskostnader (FK)}$$

Netto finanskostnad (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Normal finanskostnad	405,8	382,8	640,2	544,6	416,5	449,6	435,6	439,4
Finanskostnadskatt	113,6	107,2	179,3	147,0	112,5	112,4	104,5	101,1
Netto finanskostnad	292,2	275,6	460,9	397,6	304,0	337,2	331,1	338,3

Tabell 17: Netto finanskostnad

Det finnes et unntak i skatteloven § 2-38, som sier at man ikke skal betale skatt på aksjegevinst og utbytte. Med bakgrunn i det må skattesatsen senkes. Vi reduserer satsen på følgende måte:

$$\text{Finansinntektsskatten (Fiss)} = 2/3 \times \text{sss} + 1/3 \times 0 = \text{SSS} \times 2/3$$

For å finne netto finansinntekter gjøres følgende utregning:

$$\text{Netto finansinntekt (NFI)} = (1 - \text{Finansinntektsskatten (Fiss)}) \times \text{Finansinntekter (FI)}$$

Netto finansinntekt (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Normal finansinntekt	27,60	134,7	159,9	39,30	32,80	19,50	12,10	-
Finansinntektsskatt	5,15	25,15	29,85	7,07	5,90	3,25	1,94	-
Netto finansinntekt	22,45	109,6	130,0	32,23	26,90	16,25	10,16	-

Tabell 18: Netto finansinntekt

Det neste steget er å regne ut unormalt netto finansresultat. Prinsippet om redusert skattesats benyttes her også. I tillegg til finansresultat må vi inkludere følgende poster: Resultat fra diskontinuerlig virksomhet, annet fullstendig resultat og dirty surplus.

Unormalt netto finansresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Unormalt finansresultat	551,7	68,60	-724,0	-1 641,4	-468,9	-1 725,1	775,1	-370,3
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	91,90	204,8	-2,10	-	-	-
Finansrelatert AFR	78,60	-322,3	606,9	866,1	701,5	432,0	-1 755,4	-489,3
Finansrelatert DSP	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt finansresultat før skatt	630,3	-253,7	-25,2	-570,5	230,5	-1 293,1	-980,3	-859,6
Skatt på unormalt finansresultat	117,7	-47,37	-4,70	-102,7	41,49	-215,6	-156,8	-131,8
Unormalt netto finansresultat	512,6	-206,3	-20,50	-467,8	189,0	-1 077,5	-823,5	-727,8

Tabell 19: Unormalt netto finansresultat

Nå skal vi regne netto driftsresultat. For å kunne gjøre det må vi først beregne driftsskattesats (dss). Denne skatten kan være veldig forskjellig fra selskapsskatten avhengig av skattefordeler/ulempes. Etter at den er beregnet, regner vi ut gjennomsnitt og median for hvert år. Den satsen som er minst ekstrem velges til videre bruk (Knivsfå, 2018b). Det er her vanskelig å vite om det finansielle er skattepliktig eller ikke. Man sier vanligvis at det er 2/3 skattepliktig og 1/3 skattefritt og dermed velger vi å bruke samme tommelfingerregel her som tidligere i oppgaven. Vi bruker følgende formel for driftsskattesats:

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Driftsskattesats	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Median
Driftsskattesats	0,30	0,58	0,25	0,25	0,14	0,22	0,08	0,22	24,64%	23,67%
Unormal driftsskattesats	-0,06	-0,34	-0,02	-0,01	0,09	0,01	0,16	0,01		

Tabell 20: Driftsskattesats

Vi ser av utregningen at gjennomsnittet er 24,64 prosent, og medianen er 23,67 prosent. Vi velger dermed 23,67 prosent, som er det minst ekstreme.

Neste steg er å finne frem til netto driftsresultat. Vi vil da benytte normalisert driftsskattesats i beregning av driftsrelatert skattekostnad.

Netto driftsresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 209,4	968,8	4 661,7	3 633,4	3 092,8	9 209,1	4 521,8	8 132,2
Driftsrelatert skattekostnad	286,2	229,3	1 103,2	859,8	731,9	2 179,3	1 070,1	1 924,5
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	923,2	739,5	3 558,5	2 773,6	2 360,9	7 029,8	3 451,7	6 207,7
Nettoresultat tilknyttede virksomheter	8,50	-88,30	-221,8	-149,5	-209,7	-581,5	-314,3	-527,6
Netto driftsresultat	931,7	651,2	3 336,7	2 624,1	2 151,2	6 448,3	3 137,4	5 680,1

Tabell 21: Netto driftsresultat

Etter vi har funnet frem til netto driftsresultat vil vi også regne ut unormalt netto driftsresultat. Det gjøres ved hjelp av unormal driftsskattesats, eller driftsskatteavviket som Knivsfå (2018b) kaller det. Det gjøres på følgende måte:

$$\text{Unormal driftsskattesats} = \text{driftsskattesats (dss)} - \text{normalisert driftsskattesats (ndss)}$$

Unormalt netto driftsresultat (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Verdjustert biomasse	-1 514,0	350,2	1 794,6	-510,8	90,30	3 587,8	-3 174,0	-1 620,3
Restruktureringskostnader	-21,80	-0,80	-272,8	-52,90	-136,3	-50,20	-23,30	4,80
Avsetning for tapskontrakter	-5,80	-6,10	-124,7	23,70	-6,60	-1 009,8	1 117,4	81,50
Andre ikke-operasjonelle kostnader	-	-	-74,40	-168,2	21,70	12,10	2,80	-1,00
Nedskrivninger	-67,00	-0,50	-65,00	-24,10	-60,90	-164,4	-968,2	-1,90
Unormalt driftsresultat	-1 608,6	342,8	1 257,7	-732,3	-91,8	2 375,5	-3 045,3	-1 536,9
Skatt på unormalt driftsresultat	-479,4	198,6	320,2	-183,3	-13,19	529,7	-242,4	-341,2
Driftsrelatert dirty-surplus	-	-	-	-	-	45,60	-0,02	-4,59
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-102,6	-82,40	-30,60	-34,50	-23,80	-	-	-
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-74,72	-301,7	-79,70	-47,56	268,0	117,8	660,8	111,4
Unormal skattekostnad	9,80	-102,7	-10,50	-17,60	-102,0	97,90	301,3	-
Unormalt netto driftsresultat	-2 255,5	54,58	1 457,1	-1 015,2	37,19	3 166,5	-2 325,6	-1 771,3

Tabell 22: Unormalt netto driftsresultat

Fordelt skattekostnad og resultatet vises i tabell 23.

Fordeling av skattekostnad	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Normal driftsskattekostnad	569,5	497,4	592,4	949,0	507,9	1 397,3	-110,6	2 166,7
Skatt på finansinntekter	5,15	25,15	29,85	7,07	5,90	3,25	1,94	-
Skatt på finanskostnader	113,6	107,2	179,3	147,0	112,5	112,4	104,5	101,1
Skatt på unormal driftsresultat	-479,4	198,6	320,2	-183,3	-13,19	529,7	-242,4	-341,2
Unormal skatt på normal drift	-74,72	-301,7	-79,70	-47,56	268,0	117,8	660,8	111,4
Skatt på unormalt finansresultat	117,7	-47,37	-4,70	-102,7	41,49	-215,6	-156,8	-131,8
Unormal skattekostnad	9,80	-102,7	-10,50	-17,60	-102,0	97,90	301,3	-
Rapportert skattekostnad	261,7	376,5	1 026,8	752,0	820,5	2 042,8	558,7	1 906,2

Tabell 23: Fordeling av skattekostnad

Det siste steget i omstruktureringen av resultatregnskapet er å samle alle punktene. Ferdig omstrukturert resultatregnskap vises i tabell 24.

Omstrukturert resultatregnskapet (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	16 133	15 464	19 199	25 531	27 881	32 609	34 038	34 458
Varekostnad	8 398,6	9 666,5	9 998,5	13 677	15 858	16 557	15 749	16 692
Lønnskostnad	2 177,8	2 418,6	2 674,3	3 320,9	3 825,5	4 087,6	4 457,4	4 874,4
Andre driftskostnader	2 063,2	2 163,6	2 581,9	3 350,0	3 969,9	4 389,5	5 176,5	5 375,1
Avskrivning	666,7	677,2	762,5	966,8	1 252,0	1 323,8	1 402,8	1 448,6
Driftsresultat fra egen virksomhet	2 826,5	537,7	3 182,2	4 216,2	2 974,9	6 252,0	7 252,8	6 067,8
Driftsrelatert skattekostnad	584,2	497,4	592,4	949,0	507,9	1 397,3	-110,6	2 166,7
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2 242,3	40,35	2 589,8	3 267,2	2 467,0	4 854,7	7 363,4	3 901,1
Netto resultat fra tilknyttede virksomheter	-8,50	88,30	221,8	149,5	209,7	581,5	314,3	527,6
Netto driftsresultat	2 233,8	128,6	2 811,6	3 416,7	2 676,7	5 436,2	7 677,7	4 428,7
Netto finansinntekt	22,40	109,6	130,0	32,20	26,90	16,20	10,20	-
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 256,2	238,2	2 941,6	3 448,9	2 703,6	5 452,4	7 687,9	4 428,7
Netto finanskostnad	292,2	275,6	460,9	397,6	304,0	337,2	331,1	338,3
Netto minoritetsresultat	5,50	4,00	7,40	3,90	0,60	-2,80	2,80	5,70
Nettoresultat til egenkapital	1 958,5	-41,4	2 473,3	3 047,4	2 399,0	5 118,0	7 354,0	4 084,7
Unormalt netto driftsresultat	-2 255,5	54,60	1 457,1	-1 015,2	37,20	3 166,5	-2 325,6	-1 766,7
Unormal netto finansresultat	512,6	-206,3	-20,50	-467,8	189,0	-1 077,5	-823,5	-727,8
Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	215,6	-193,1	3 909,9	1 564,4	2 625,3	7 207,0	4 205,0	1 590,2
Netto betalt utbytte	2 825,4	-849,5	-1 607,3	3 383,5	-1 382,6	3 894,3	153,9	2 611,3
Endring i egenkapital	-2 609,8	656,4	5 517,2	-1 819,1	4 007,9	3 312,7	4 051,1	-1 021,1

Tabell 24: Omstrukturert resultatregnskap

5.3.2 Omstrukturering av balansen

Balansen inneholder eiendeler og gjeld. Ifølge Penman (2013, s. 293) er poenget med en omstrukturering av balansen å gjøre det mulig å analysere profitten til selskapet. Man skiller mellom finansielle og operasjonelle balanseposter. Operasjonelle eiendeler og gjeld utgjør netto operasjonelle eiendeler (NOA). Finansielle eiendeler og gjeld utgjør netto finansiell gjeld (NFG). Videre sier han at når omstruktureringen er gjennomført kan man studere de operasjonelle elementene og se om de genererer profitt. De finansielle elementene er med på å skaffe penger til aktiviteter. De operasjonelle elementene er de som er involvert i salg av varer og tjenester.

Ved selve gjennomføringen tar vi utgangspunkt i Knivsflå (2018c) som sier at omstruktureringen skjer i fire steg:

1. Flytte avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital.
2. Skille mellom driftsposter og finansielle poster.
3. Gå fra totalkapital til sysselsatt kapital.
4. Gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

Det første steget er å håndtere avsatt utbytte. Siden Marine Harvest rapporterer etter IFRS standarder må regelen for avsatt utbytte der følges. Regelen sier at utbytte avsettes først når generalforsamlingen har bestemt at utbytte skal gis ut. Av den grunn vil det ikke være ført som en kortsiktig gjeld, og trenger dermed ikke å flyttes på (Fardal, 2007, s. 9).

Det andre steget er å skille mellom drifts- og finansielle poster. Den første posten er immaterielle eiendeler som består av hovedsakelig goodwill, konsesjoner og utsatt skattefordel (Marine Harvest, 2017, s. 147). Disse er knyttet til driften og går dermed under operasjonelle eiendeler i balansen. Varige driftsmidler inkluderer utstyr og eiendom som blir benyttet i driften og klassifiseres som operasjonelle eiendeler. Aksjer er vanligvis en finansiell eiendel, men vi har definert aksjer i tilknyttede selskaper som operasjonelle eiendeler fordi disse selskapene er knyttet til driften. Varelager og biologiske eiendeler går under operasjonelle eiendeler. Det samme gjør kundefordringer og andre fordringer. Vi har også valgt å sette kontanter med restriksjoner som operasjonelle eiendeler. Under finansielle eiendeler finner vi andre aksjer, bankinnskudd og eiendeler holdt for salg.

Etter at eiendelene er omstrukturert må det samme gjøres med gjelden. Forskjellen mellom operasjonell- og finansiell gjeld er normalt om den er rentebærende eller ikke. Den finansielle gjelden er rentebærende utenfor driftsresultatet, og må således skilles fra den operasjonelle gjelden (Kaldestad & Møller, 2011, s. 135). Kortsiktig – og langsiktig rentebærende gjeld er helt tydelig finansiell gjeld. Notene presiserer ikke hva som er inkludert i andre langsiktige forpliktelser og forpliktelser holdt for salg. Vi tar dermed utgangspunkt i at forpliktelsene ikke betales tilbake i løpet av en normal forfallsdato. De vil dermed være rentebærende og plasseres derfor under finansiell gjeld. Den operasjonelle gjelden består av andre kortsiktige forpliktelser, betalbar skatt og utsatt skatteforpliktelse. Leverandørgjeld er også en operasjonell gjeld fordi rentebetalingen skjer over driftsresultatet (Kaldestad & Møller, 2011 s. 21).

Omstrukturert aktiva (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Operasjonelle eiendeler								
Immaterielle eiendeler	8 006,8	7 738,9	8 778,3	9 245,6	10 024	9 698,7	8 955,7	9 316,5
Varige driftsmidler	4 193,3	4 185,1	6 686,0	8 271,7	9 246,4	9 159,9	10 654	10 622
Aksjer i tilknyttede selskaper	624,4	647,3	900,4	978,2	1 188,8	1 590,1	1 679,7	1 706,4
Varelager	783,0	819,7	1 751,1	2 400,8	2 664,5	2 255,2	3 020,0	2 973,3
Biologiske eiendeler	6 285,2	6 207,9	9 536,6	10 014	10 940	14 300	11 813	13 454
Kundefordringer	1 914,9	1 782,0	3 191,4	3 360,2	3 926,2	4 525,0	4 699,7	4 916,5
Andre fordringer	609,8	592,7	1 086,5	1 110,5	1 540,5	1 154,0	1 046,0	-
Kontanter med restriksjoner	66,00	89,30	167,1	213,1	111,7	144,5	124,0	-
<i>Sum operasjonelle eiendeler</i>	22 483	22 063	32 097	35 594	39 641	42 827	41 993	42 988
Finansielle eiendeler								
Andre aksjer	92,10	1 008,6	132,1	166,1	24,50	49,10	32,40	16,20
Bankinnskudd	213,1	246,0	439,1	1 195,2	577,0	799,6	581,6	628,7
Eiendeler holdt for salg	-	-	1 059,1	19,00	17,40	31,80	4,90	-
<i>Sum finansielle eiendeler</i>	305,2	1 254,6	1 630,3	1 380,3	618,9	880,5	618,9	644,9
Sum eiendeler	22 789	23 318	33 728	36 974	40 260	43 709	42 612	43 634

Tabell 25: Omstrukturert balanse aktiva

Omstrukturert passiva (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Egenkapital								
Egenkapital majoritet	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	18 794	22 772	22 889
Minoritetsinteresse	75,80	69,00	27,80	16,00	8,90	8,20	11,80	17,10
<i>Sum egenkapital konsern</i>	10 842	11 689	16 346	14 718	18 187	18 802	22 784	22 907
Operasjonell gjeld								
Utsatt skatteforpliktelse	2 351,9	2 543,7	3 365,0	3 568,9	3 759,3	4 120,6	3 482,5	3 706,6
Betalbar skatt	86,60	26,20	252,6	525,2	696,3	1 295,7	893,5	-
Leverandørgjeld	1 481,8	1 452,5	2 232,6	2 039,2	2 379,7	2 503,3	2 764,1	-
Andre kortsiktige forpliktelser	1 180,3	1 475,4	1 967,7	3 112,3	2 831,6	3 860,8	2 929,5	6 076,9
<i>Sum operasjonell gjeld</i>	5 100,6	5 497,8	7 817,9	9 245,6	9 666,9	11 780	10 070	9 783,5
Finansiell gjeld								
Kortsiktig rentebærende gjeld	157,0	377,8	686,7	7,00	1,50	0,90	1 283,2	1,00
Langsiktig rentebærende gjeld	6 589,4	5 338,5	7 710,2	10 669	10 279	9 026,3	7 609,5	9 670,3
Forpliktelser holdt for salg	-	-	190,5	-	-	-	-	-
Andre langsiktige forpliktelser	99,30	414,7	976,2	2 334,5	2 125,3	4 098,8	865,0	1 273,6
<i>Sum finansiell gjeld</i>	6 845,7	6 131,0	9 563,6	13 011	12 406	13 126	9 757,7	10 945
Sum egenkapital og gjeld	22 789	23 318	33 728	36 974	40 260	43 709	42 612	43 634

Tabell 26: Omstrukturert balanse passiva

Det tredje steget er å finne sysselsatt kapital. Den sysselsatte kapitalen er den delen av kapitalen som er verdiskapende. Sysselsatt kapital består av rentebærende gjeld, i tillegg til egenkapital (Gjesdal, 2007). Ifølge Knivsflå (2018c) eksisterer det tre forskjellige metoder for å finne sysselsatt kapital. Vi har valgt å bruke metode nummer én:

$$\text{syssele satt kapital (SSK)} = \text{egenkapital (EK)} + \text{minoritetsinteresser (MI)} + \text{finansiell gjeld (FG)}$$

Syssele satt kapital (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 473	10 028	13 000	14 927	16 700	16 328	17 807	17 938
Driftsrelatert arbeidskapital	6 910,2	6 537,5	11 280	11 422	13 275	14 719	14 116	15 267
Netto driftseiendeler	17 383	16 565	24 280	26 349	29 975	31 047	31 923	33 205
Finansielle eiendeler	305,2	1 254,6	1 630,3	1 380,3	618,9	880,5	618,9	644,9
Syssele sette eiendeler	17 688	17 820	25 910	27 729	30 593	31 928	32 542	33 850
Egenkapital	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	18 794	22 772	22 889
Minoritetsinteresser	75,80	69,00	27,80	16,00	8,90	8,20	11,80	17,10
Finansiell gjeld	6 845,7	6 131,0	9 563,6	13 011	12 406	13 126	9 757,7	10 945
Syssele satt kapital	17 688	17 820	25 910	27 729	30 593	31 928	32 542	33 850

Tabell 27: Syssele satt kapital

Det fjerde steget er å finne netto driftskapital. Dette er kapital som ikke er en del av finansielle eiendeler, men investert i driften (Knivsflå, 2018c). Først finner man netto finansiell gjeld (eiendeler minus gjeld), før man regner ut netto driftskapital. Man finner netto driftskapital på følgende måte:

$$\text{Netto driftskapital (NDK)} = \text{egenkapital (EK)} + \text{minoritetsinteresser (MI)} + \text{netto finansiell gjeld (NFG)}$$

Netto finansiell gjeld (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Finansiell gjeld (FG)	6 845,7	6 131,0	9 563,6	13 011	12 406	13 126	9 757,7	10 945
Finansielle eiendeler (FE)	305,2	1 254,6	1 630,3	1 380,3	618,9	880,5	618,9	644,9
Netto finansiell gjeld (NFG)	6 540,5	4 876,4	7 933,3	11 630	11 787	12 246	9 138,8	10 300

Tabell 28: Netto finansiell gjeld

Netto driftskapital (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 473	10 028	13 000	14 927	16 700	16 328	17 807	17 938
Driftsrelatert arbeidskapital	6 910,2	6 537,5	11 280	11 422	13 275	14 719	14 116	15 267
Netto driftseiendeler	17 383	16 565	24 280	26 349	29 975	31 047	31 923	33 205
Egenkapital	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	18 794	22 772	22 889
Minoritetsinteresser	75,80	69,00	27,80	16,00	8,90	8,20	11,80	17,10
Netto finansiell gjeld	6 540,5	4 876,4	7 933,3	11 630	11 787	12 246	9 138,8	10 300
Netto driftskapital	17 383	16 565	24 280	26 349	29 975	31 047	31 923	33 205

Tabell 29: Netto driftskapital

5.4 Justering av målefeil

Justering av målefeil handler om å finne virkelige tall. Målefeil kan ifølge Sander (2016a) oppstå som følge av:

1. Bruk av historisk kost når man egentlig burde bruke virkelig verdi.
2. Målingen er ikke i samsvar med IFRS.
3. Kreativ regnskapsføring.

Man justerer for målefeil for å få bort «feil» som kan påvirke regnskapet. På denne måten håper man å få et mer riktig bilde av regnskapet (Byrkjeland, 1998, s. 101).

Om man ønsker å justere for målefeil er en vurdering hver analytiker må ta. Fagfolk ser ulikt på det. Penman (2013) omtaler ikke målefeil i sin bok og vi antar dermed at han ikke ser på dette som en nødvendighet. Damodaran (2012) omtaler heller ikke målefeil, og virker dermed heller ikke å se på dette som en nødvendighet. Vi ser også det samme hos Kaldestad & Møller (2011). Ifølge Knivsflå (2018d) er justering av målefeil viktig.

Sander (2016a) sier at justering av målefeil ofte virke mot sin hensikt. Man ønsker å redusere «støy» i regnskapet, men vil ofte ende opp med å tilføye «støy». Hovedårsaken til det er at vi som eksterne analytikere ikke har like mye kunnskap om de underliggende økonomiske forholdene som eksisterer i et selskap. Man kan si at kostnaden ved justering ofte trumfer nytten.

Det finnes en del punkter i rapporteringen vår som det kunne være aktuelt å justere for målefeil, blant annet biologiske eiendeler, nedskrivninger og forskning og utvikling (Knivsflå, 2018d). Vi har derimot valgt å ikke foreta noen justering, da vi frykter at dette vil skape flere problemer enn det fikser. I tillegg velger vi å stole på regnskapsførerene som Marine Harvest bruker, da et så anerkjent selskap vil ha tilgang på de beste i bransjen. Det faktum at vi velger å ikke justere for målefeil kan påvirke beregningen av superrentabiliteten i kapittel 7 og 9, fordi feil i regnskapet vil kunne påvirke rentabiliteten i for stor grad.

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Nå er det på tide å se på nøkkeltall i regnskapsanalysen. Nøkkeltallene gir innsikt i bakenforliggende forhold. Eklund & Knutsen (2011) sier at det finnes mange forskjellige nøkkeltall og at det nesten har vært en konkurranse i å komme opp med nye tall som kan brukes. De påpeker derimot at mange av tallene har dukket opp uten tydelige forklaringer og bruksområder. Ifølge Eklund & Knutsen (2011, s. 103) deles analysen inn i fire punkter:

1. Rentabilitet: Bedriftens evne til å skape overskudd eller avkastning
2. Likviditet: Betalingsevne
3. Finansiering: Anskaffelse og anvendelse av kapital
4. Soliditet: Evne til å tåle tap

Når man ønsker å gjennomføre en forholdstallsanalyse har man ifølge Petersen et al. (2017, s. 103) to mulige teknikker. Den første er tidsserieanalyse, som betyr å ta for seg historikken til forholdstallene til bedriften. Den andre metoden er en såkalt bransjeanalyse. Her sammenligner man selskapets tall med andre selskaper i bransjen.

Man må velge hvordan man vil vektlegge de forskjellige regnskapsårene. Knivsflå (2018e) presiserer at man legger større vekt på de seneste årene hvis virksomheten har gått igjennom store investeringer. Vi vet at Marine Harvest har opprettet en fôrproduksjon som ble satt i drift i 2014. Dette taler for at vi legger mer vekt på årene 2014-2018T. I tillegg er oppdrettsbransjen i de senere årene utsatt for mange oppkjøp og sammenslåinger, som også må vektlegges. Vi har valgt å ha med 2011 i analyseperioden for å se på variasjonen i regnskapsposter over lang tid. Grunnen til at den er vektet med null prosent i forholdstallsanalysen er at 2011 er så lenge siden at resultatene har liten relevans.

Analyseperiode	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Vekting	0%	5%	10%	15%	15%	15%	20%	20%

Tabell 30: Vekting av forholdstall

6. Risikoanalyse

I dette kapitlet vil vi foreta en risikoanalyse av Marine Harvest. Damodaran (2012, s. 58) sier at risiko er sannsynligheten for at avkastning på en investering vil være annerledes enn det vi forventer oss. Risiko handler her både om høyere og lavere avkastning enn forventet. Risikoen kan deles inn i systematisk risiko (markedsrisiko) og usystematisk risiko (bedriftsspesifikk risiko). Den systematiske risikoen omhandler hvordan faktorer som påvirker hele bransjen utvikler seg. Den usystematiske er derimot knyttet opp til faktorer som kun vil påvirke den spesifikke bedriften (Kaldestad & Møller, 2011, s. 107-108). En forutsetning for at man skal gjennomføre en risikoanalyse er at man forventer fortsatt drift i selskapet, da fortsatt drift er relevant for beregning av kapitalavkastningskravet. Vi ser ingen indikasjoner på at Marine Harvest skal avslutte driften. Vi følger Knivsflå (2018e) for analyse av risiko. Han presenterer en tresteps prosess:

1. Foreta en likviditetsanalyse
2. Foreta en soliditetsanalyse
3. Gjennomføre en syntetisk rating.

6.1 Likviditetsanalyse: Analyse av kortsiktig risiko

Analyse av kortsiktig risiko betyr å analysere om selskapet har nok likvide midler til å kunne betale krav som forfaller i nær fremtid (Penman, 2013, s. 684-685). Her vil man få en oversikt over selskapets likviditetsmessige stilling, og på denne måten får man se om det er fare for konkurs (Boye, 1983, s. 57). Vi deler likviditetsgrad inn i likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. I tillegg vil vi analysere rentedekningsgraden til Marine Harvest.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

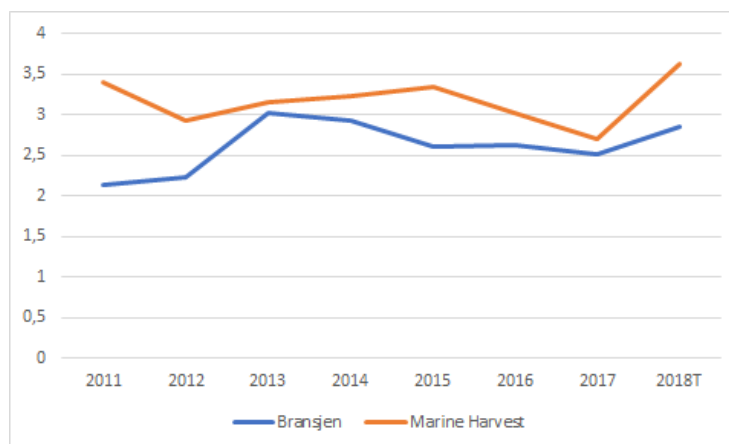
Likviditetsgrad 1 finner man ved å dele selskapets omløpsmidler på selskapets kortsiktige gjeld. På denne måten finner man ut om selskapet har nok likvide midler til å kunne finansiere sin kortsiktige gjeld (Penman, 2013, s. 685). Det kan derimot diskuteres hvor likvid biomasse og varelager egentlig er.

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

Hvis selskapets likviditetsgrad 1 er på under én indikerer dette at den kortsiktige gjelden er større enn selskapets likvide midler. Det betyr at selskapet har en kortsiktig risiko. På motsatt side kan man si at en likviditetsgrad 1 på over to gir svært liten risiko (Damodaran, 2013, s. 48-49). Allikevel sier Damodaran (2013) at for høy likviditetsgrad 1 ikke nødvendigvis bare er positivt. Det kan bety at selskapet binder for mye midler i arbeidskapital. Vi vil nå presentere Marine Harvests likviditetsgrad 1 og sammenligne den med bransjens likviditetsgrad 1.

Likviditetsgrad 1	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Bransjen	2,14	2,22	3,02	2,92	2,60	2,63	2,52	2,86	2,71
Marine Harvest	3,40	2,92	3,15	3,22	3,34	3,03	2,70	3,62	3,16

Tabell 31: Likviditetsgrad 1



Figur 13: Likviditetsgrad 1

Vi ser av tabell 31 at Marine Harvest har en likviditetsgrad 1 som er høyere enn bransjens gjennom hele analyseperioden. Likviditetsgrad 1 er på over to alle årene, og det klassifiseres som meget god (Boye, 1983, s. 57). Bransjen sin likviditetsgrad 1 holder seg stabilt over to gjennom hele perioden. Den gjennomsnittlige tidsvektningen for Marine Harvest er 3,16. Når vi måler likviditetsgrad 1 tar vi utgangspunkt i regnskapet ved årets slutt, noe som kan gjøre

at tallene blir litt unøyaktige. Her har vi også med biologiske eiendeler. Vi vet at produksjonsprosessen i oppdrettsbransjen er på ca. tre år, noe som medfører redusert likviditet for de biologiske eiendelene. I tillegg ser vi fra den strategiske analysen at bransjen er utsatt for biologiske trusler og rømming. Det kan resultere i mindre slaktevolum, som videre fører til lavere omløpsmidler, noe som vil påvirke likviditetsgrad 1. Vi vil se fra den neste analysen hvor stor påvirkning de biologiske eiendelene har på likviditetsgraden.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

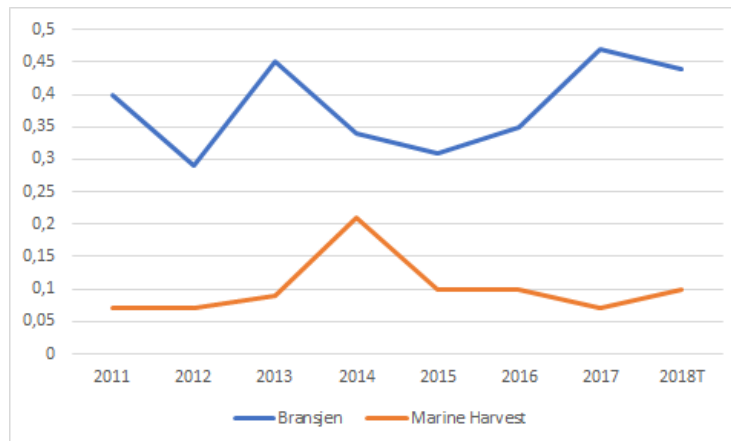
Likviditetsgrad 2 eller en såkalt «acid test» skiller ut de minst likvide omløpsmidlene. Vi vil da fjerne varelager (biomasse) og kundefordringer da disse er lite likvide (Damodaran, 2013, s. 49).

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

Når vi ser på Marine Harvest sine omløpsmidler ser vi at biologiske eiendeler utgjør en stor del av disse. Vi vet fra IAS 41 at biologiske eiendeler skal vurderes til virkelig verdi minus salgskostnader (IFRS, u.å.a). Biologiske eiendeler kan være utsatt for subjektive vurderinger av verdi og endringer i den estimerte verdien. I tillegg er de produsert for salg og vi velger derfor å vurdere de som en del av varelageret. Siden posten er en så stor del av omløpsmidlene vil det å fjerne den selvfølgelig påvirke likviditetsgrad 2 i stor grad, men vi mener dette er riktig å gjøre. Likviditetsgrad 2 bør i henhold til Dale (2000, s. 182) være større enn én.

Likviditetsgrad 2	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Bransjen	0,40	0,29	0,45	0,34	0,31	0,35	0,47	0,44	0,35
Marine Harvest	0,07	0,07	0,09	0,21	0,10	0,10	0,07	0,10	0,11

Tabell 32: Likviditetsgrad 2



Figur 14: Likviditetsgrad 2

Vi kan se fra tabell 32 at Marine Harvests likviditetsgrad 2 er gjennomgående ikke-tilfredsstillende. Bransjen har også lav likviditetsgrad 2. Marine Harvests likviditetsgrad 2 er lavere enn bransjens gjennom hele analyseperioden. Det samme gjelder da naturligvis også for det tidsvektede gjennomsnittet. En lav likviditetsgrad 2 tyder på at Marine Harvest har lav grad av likvide omløpsmidler.

6.1.3 Rentedeckningsgrad

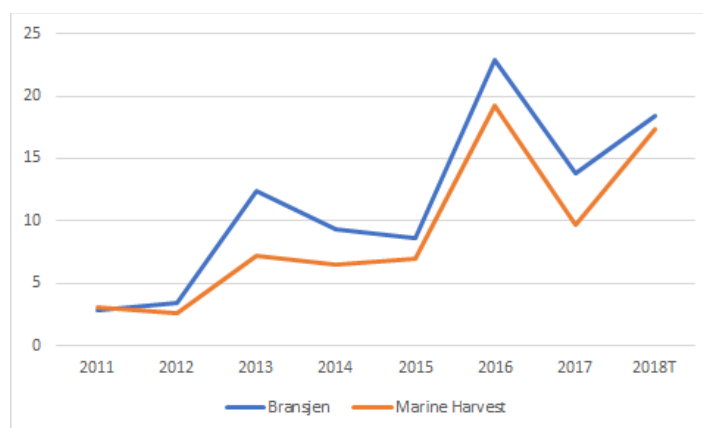
Rentedeckningsgraden ser på et selskaps evne til å betale renter. Man ser på evnen til å betale finanskostnadene ved hjelp av driftsresultat og finansinntekter (Petersen et al., 2017, s. 224).

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

Rentedeckningsgraden måler også selskapets evne til å kunne øke sine renteforpliktelser gitt lønnsomhetsnivået de har i dag. Den viser også overskuddet bedriften har i forhold til renteforpliktelser (Visma, u.å.a). Dahl (2006, s. 19) sier at en rentedeckningsgrad burde være på over to til tre for å bli sett på som tilfredsstillende. Videre sier han at selv med tilfredsstillende totalrentabilitet kan store deler av resultatet blir brukt til å betale rentekostnader. Det betyr at selv med en god rentedeckningsgrad kan man oppleve problemer med betaling av avdrag på lån.

Rentedekningsgrad	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Bransjen	2,80	3,47	12,41	9,33	8,63	22,88	13,76	18,43	13,97
Marine Harvest	3,07	2,65	7,18	6,47	7,00	19,23	9,69	17,31	11,15

Tabell 33: Rentedekningsgrad



Figur 15: Rentedekningsgrad

Fra figur 15 ser vi at rentedekningsgraden både for Marine Harvest og bransjen er lav i 2011 og 2012. Dette henger sammen med at lakseprisen var rekordlav på denne tiden, som resulterte i et svakere driftsresultat. Vi ser også at dekningsgraden er høy for både Marine Harvest og bransjen i 2016. Dette henger sammen med en høy laksepris på denne tiden. Lakseprisen er høyere i slutten av analyseperioden noe som reflekteres av en høyere rentedekningsgrad på samme tid. Tidsvektningen for Marine Harvest er litt lavere enn for bransjen, men med 11,15 er den fortsatt langt høyere enn kravet for god dekningsgrad på 3,5. Vi vet fra delkapittel 4.1.1 at rentene er på vei opp. Med en lav rentedekningsgrad kan dette få stor betydning. Slik det er i dag er Marine Harvest godt rustet til å håndtere ytterligere renteheving.

6.2 Soliditetsanalyse: Analyse av langsiktig risiko

Formålet med en soliditetsanalyse er å kartlegge selskapets evne til å tåle en lengre periode med tap. Man ønsker å se om selskapet har de økonomiske ressursene som kreves til å stå imot perioder med tap i fremtiden (Penman, 2013, s. 686). Hvis selskapet ikke kan stå imot en lang periode med tap tyder det på at de har lav soliditet (Visma, u.å.b). Vi deler analysen inn i tre steg: Egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og en statisk finansieringsanalyse.

6.2.1 Egenkapitalprosent

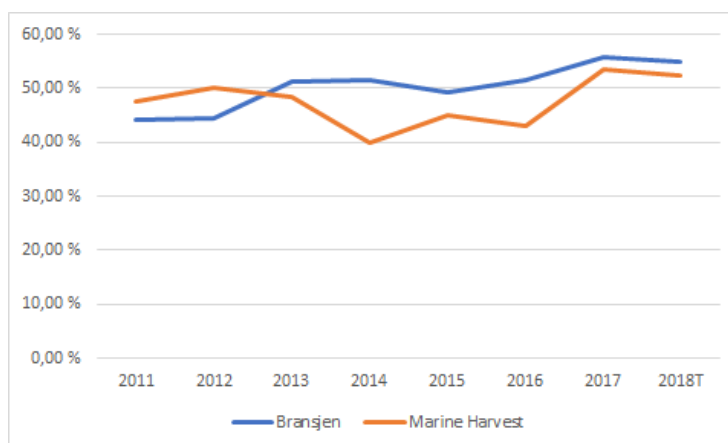
Her ønsker vi å analysere egenkapitalen i forhold til totalkapitalen. Høy egenkapitalprosent er positivt, da det betyr at långiverne er bedre skjermet for tap. Man kan si at egenkapitalen er som et sikkerhetsnett mot tap og konkurs. For å finne egenkapitalprosenten for et konsern inkluderer man både egenkapital og minoritetsinteresser (Petersen et al., 2017, s. 217).

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

I henhold til Dale (2000, s. 181) bør egenkapitalprosenten ligge på 35 prosent uavhengig av risiko og bransje. Desto høyere egenkapitalprosent et selskap har, desto høyere soliditet har selskapet (Visma, u.å.b). Allmennaksjeloven § 3-4 presiserer at et selskap må ha likviditet og egenkapital som til enhver tid er forsvarlig i forhold til den risikoen selskapet opplever.

Egenkapitalprosent	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Bransjen	0,44	0,45	0,51	0,51	0,49	0,52	0,56	0,55	0,52
Marine Harvest	0,48	0,50	0,48	0,40	0,45	0,43	0,53	0,52	0,48

Tabell 34: Egenkapitalprosent



Figur 16: Egenkapitalprosent

Marine Harvest sin egenkapitalprosent er høyere enn bransjens i begynnelsen av analyseperioden, men lavere på slutten. Allikevel ser vi at den ligger på mellom 39- og 53 prosent, med en tidsvektning på 47,75 prosent. Den ligger dermed stort sett godt over kravet

for meget god egenkapitalprosent. Tidsvektingen for bransjen ligger på 52,37 prosent. Vi vet at oppdrettsbransjen er en volatil bransje som opplever kontinuerlige biologiske utfordringer. Det taler for større risiko og dermed større behov for høyere egenkapitalprosent. Dette behovet innfrir både Marine Harvest og bransjen. Vi ser også fra note 11 i årsrapportene at Marine Harvest har et krav om en egenkapitalprosent på minimum 35 prosent på rentebærende gjeld, et krav de har innfridd i hele perioden (Marine Harvest, 2017, s. 175).

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

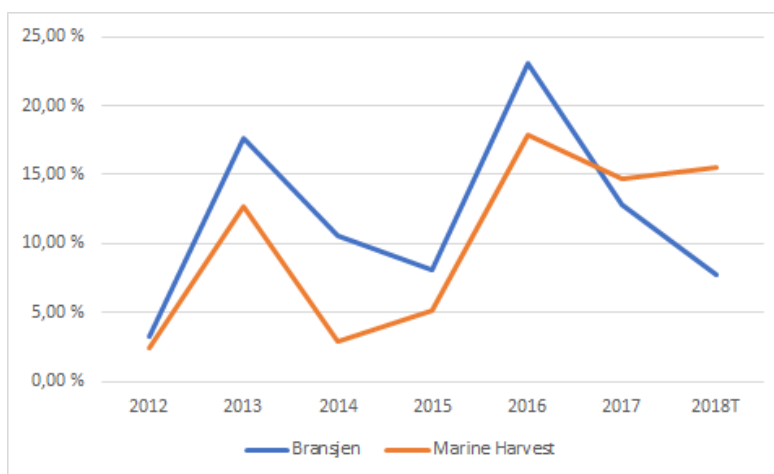
Netto driftsrentabilitet er et mål på hvor stor avkastning man får på netto driftseiendeler, altså lønnsomhet på driftseiendelene (Petersen et al., 2017, s. 142). Vi måler driftsrentabiliteten mot bedriftens driftskrav og gjennomsnittet for bransjen ved hjelp av følgende formel:

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

NDR = Netto driftsresultat, NDE = Netto driftseiendeler

Netto driftsrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvekting
Bransjen	3,27%	17,64%	10,61%	8,12%	23,04%	12,86%	7,78%	13,79%
Marine Harvest	2,46%	12,65%	2,95%	5,17%	17,89%	14,71%	15,54%	11,34%

Tabell 35: Netto driftsrentabilitet



Figur 17: Netto driftsrentabilitet

Vi ser fra tabell 35 at Marine Harvest sin tidsvekting er på 11,34 prosent, som er litt lavere enn bransjens (13,79 prosent). Både bransjen og Marine Harvest har sterk tidsvektet driftsrentabilitet. 2012 var et år med lave tall for både bransjen og Marine Harvest, noe som skyldes lav laksepris. I 2014 er forskjellen på driftsrentabiliteten mellom Marine Harvest og bransjen stor. Det kan skyldes at Marine Harvest hadde store investeringer på denne tiden i forbindelse med opprettelse av fôrproduksjonen i Bjugn. Det er store variasjoner i driftsrentabiliteten gjennom analyseperioden. Dette henger sammen med at oppdrettsbransjen er en volatil bransje.

6.3 Statisk finansieringsanalyse

En statisk finansieringsanalyse er et mål på hvordan selskapets eiendeler er finansiert på et gitt tidspunkt. Man ser på om finansieringen har skjedd ved hjelp av kortsiktig eller langsiktig kapital. Analysen presenteres ofte i form av en finansieringsmatrise. Eiendelene skal rangeres etter likviditet og kapitalen rangeres etter grad av langsiktighet. Matrisen vil vise oss hvor risikabel Marine Harvests finansieringsmetode er. Finansiering ved hjelp av egenkapital er minst risikabelt og kortsiktig gjeld er mest risikabelt (Knivsflå, 2018e). Vi velger her å se på Marine Harvests tall fra 2018T.

Marine Harvest 2018T	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	21 644						21 644
FAM	16,20						16,20
DOM	1 228,8	17,10	3 706,6	10 944	5 449,2		21 344
FOM					627,7	1,00	628,7
TK	22 889	17,10	3 706,6	10 944	6 076,9	1,00	43 634

Tabell 36: Statisk finansieringsanalyse

Marine Harvest 2018T	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	94,56%						49,60%
FAM	0,07%						0,08%
DOM	5,76%	0,08%	17,37%	51,27%	25,53%		48,92%
FOM					99,84%	0,16%	1,44%
TK	52,46%	0,04%	8,49%	25,08%	13,93%	0,002%	100%

Tabell 37: Statisk finansieringsanalyse i prosent

Tabellen viser at Marine Harvest har finansiert de driftsrelaterte anleggsmidlene ved hjelp av egenkapital. De finansielle anleggsmidlene er utelukkende finansiert ved bruk av egenkapital. De driftsrelaterte omløpsmidlene er hovedsakelig finansiert av langsiktig finansiell gjeld, men også ved hjelp av kortsiktig driftsrelatert gjeld, langsiktig driftsgjeld, egenkapital- og minoritetsinteresser. Egenkapitals- og langsiktig gjeldsfinansiering er positivt, fordi det er forbundet med lavere risiko enn de kortsiktige løsningene. De finansielle omløpsmidlene er utelukkende finansiert ved hjelp av kortsiktig gjeld, som skaper en risiko. Med bakgrunn i denne tabellen kan vi fastslå at Marine Harvest har en solid finansieringsstruktur.

6.4 Syntetisk rating

Det finnes flere selskaper som spesialiserer seg på organisert kredittvurdering, blant annet Fitch, Moody's og Standard & Poor's. Her skal vi foreta en syntetisk rating som en oppsummering av likviditets- og soliditetsanalysene. Med oppsummeringen ønsker vi å gi et bilde på Marine Harvests konkursrisiko. Vi bruker Knivsfå (2018e) sitt rammeverk, som er basert på rammeverket til Standard & Poor's. I den syntetiske ratingen vil vi bruke forholdstallene: Likviditetsgrad 1 lg1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Det er ikke nok å bare se på forholdstallene. De må vurderes opp mot funnene i den strategiske analysen. Basert på dette vil vi gi Marine Harvest en bokstavkarakter der AAA er lavest og D er høyest risiko.

Rating	Likviditetsgrad 1 lg1	Rentedekningsgrad (Etter skatt) rdg	Egenkapitalprosent ekp	Netto driftsrentabilitet ndr
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 38: Oppsummering av syntetisk rating basert på forholdstall (Knivsfå, 2018e)

Syntetisk rating	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Marine Harvest								
lg1	2,92	3,15	3,22	3,34	3,03	2,7	3,62	3,16
	A	A(+)	A(+)	A(+)	A	A	A(+)	A(+)
rdg	2,65	7,18	6,47	7,00	19,23	9,69	17,31	11,15
	A(-)	AA(+)	AA(+)	AA(+)	AAA(+)	AAA(-)	AAA(+)	AAA(-)
ekp	0,5013	0,4847	0,3981	0,4517	0,4302	0,5347	0,5250	0,4775
	A(-)	BBB(+)	BBB	BBB(+)	BBB	A(-)	A(-)	BBB(+)
ndr	0,0246	0,1265	0,0295	0,0517	0,1789	0,1471	0,1554	0,1134
	CCC(+)	A(-)	B	BB(-)	A(+)	A	A	BBB(+)
Gjennomsnittsrating	BBB	A	BBB	BBB	A	A	A	A
Bransje								
lg1	2,22	3,02	2,92	2,60	2,63	2,52	2,86	2,71
	BBB(+)	A	A	A	A	A	A	A
rdg	3,47	12,41	9,33	8,63	22,88	13,76	18,43	13,97
	A(+)	AAA	AAA(-)	AA(+)	AAA(+)	AAA	AAA(+)	AAA
ekp	0,4450	0,5136	0,5142	0,4938	0,5163	0,5575	0,5499	0,5237
	BBB(+)	A(-)	A(-)	BBB(+)	A(-)	A	A	A(-)
ndr	0,0327	0,1764	0,1061	0,0812	0,2304	0,1286	0,0778	0,1379
	B	A(+)	BBB(+)	BBB	AA	A(-)	BBB(-)	A
Gjennomsnittsrating	BBB	A	A	A	AA	A	A	A

Tabell 39: Syntetisk rating

Vi ser fra tabell 39 at Marine Harvest har god gjennomsnittsrating, i likhet med bransjen. I årene 2014 og 2015 er Marine Harvest sin rating BBB, mens bransjen hadde A. Ifølge Standard and Poor's global ratings (u.å.) betyr en gjennomsnittsrating på A at selskapet er sterkt rustet til å møte sine finansielle forpliktelser, men kan være utsatt hvis det forekommer store endringer i de økonomiske forholdene. Karakteren BBB tyder på at selskapet er tilstrekkelig rustet til å møte sine finansielle forpliktelser, men risikoen for å bli påvirket av endringer i de økonomiske forholdene er større enn for karakter A. Med en rating på A har Marine Harvest 0,08 prosent sannsynlighet for konkurs (Knivsflå, 2018e).

Vi vet fra kapittel 4 at oppdrettsbransjen er en volatil bransje der lakseprisen varierer mye. Analysen vår er gjennomført i en tid der bransjen opplever lite motgang, noe som kan bety at ratingen ikke er helt representativ for fremtiden. Det er en pågående handelskrig med USA og Kina i spissen, som kan ha påvirkning på verdensøkonomien. Vi vet ikke om dette vil påvirke oppdrettsbransjen, men dette er noe vi ikke kan utelukke. Myndighetene har gitt uttrykk for at en grunnrenteskatt sannsynligvis er på vei, noe som vil påvirke bransjen. Det faktum at Norges Bank planlegger å øke renten må også tas med i betraktning. I tillegg er de biologiske problemene en konstant utfordring som må håndteres.

Syntetisk rating	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Marine Harvest	BB	BBB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Bransjen	BB	BBB	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB

Tabell 40: Nedjustert syntetisk rating

Ut ifra en samlet vurdering av den syntetiske ratingen og funnene i den strategiske analysen som er diskutert ovenfor, mener vi det er riktig å nedjustere både Marine Harvest og bransjen. Usikkerheten knyttet opp mot laksepriser, handelskrig, biologiske utfordringer, økt rente og grunnrenteskatt gjør at vi velger å nedjustere både Marine Harvest og bransjen til BBB, som medfører en konkursrisiko på 1,4 prosent.

7. Historisk avkastningskrav

Dette kapittelet vil ta for seg Marine Harvests historiske avkastningskrav. Eksterne investorer krever avkastning på sine investeringer, det samme gjør egenkapitalinvestorer. Avkastningen må være så høy at risiko, tidsverdi og inflasjon ikke skal få påvirkningskraft (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105).

Totalavkastningskravet (Weighted Average Cost of Capital), forkortet WACC, er den vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnaden til et selskap. Finansiering kan skje på forskjellige måter, blant annet via egenkapital og tradisjonelle lån. De forskjellige finansieringsmetodene har forskjellig risiko og dermed vil avkastningen også variere. Med totalavkastningskravet ønsker vi å se på det vektete gjennomsnittet av de forskjellige finansieringskildene (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105). Totalavkastningskravet utledes på følgende måte hentet fra Palepu et al. (2007, s. 330):

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

E = Markedsverdien av egenkapitalen, D = Markedsverdien av gjeld

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad, R_d = Selskapets lånekostnad

t = Nominell selskapsskatt

Vi vil i de nesten delkapitlene estimere de forskjellige komponentene i WACC.

7.1 Egenkapitalkostnaden

Modellen vi velger for å finne egenkapitalkostnaden er kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model), CAPM. Dette er den mest brukte modellen. Modellen ser på både systematisk risiko (markedsrisiko) og usystematisk risiko (bedriftsspesifikk risiko). Det vil si at både faktorer som påvirker bransjen og selskapet bli tatt hensyn til (Kaldestad & Møller, 2011, s. 107). I kapitalverdimodellen er egenkapitalkostnaden definert på følgende måte (Palepu et al., 2007, s. 331):

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

R_f = Risikofri rente, β_i = selskapets egenkapital beta

R_m = Avkastning på markedsportefølje, $(R_m - R_f)$ = Markedets risikopremie

7.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten representerer minimumsavkastningskrav for alle risikable investeringsprosjekter. Det er en hypotetisk avkastning på en investering uten misligholds- og konkursrisiko (Damodaran, 2012, s. 154). Ifølge PWC (2017) benytter det norske markedet som oftest 10-årige statsobligasjoner som mål på risikofri rente. Tallet på antall brukere av statsobligasjonene har gått ned det siste året fra 41- til 35 prosent, men er fortsatt ledende. Kaldestad & Møller (2011, s. 109-110) sier at man ofte står ovenfor valget mellom 10-årige eller 5-årige statsobligasjoner, da valget kan ha betydning for avkastningskravet. Den risikofrie renten basert på 10-årige statsobligasjoner blir ca. ett prosentpoeng høyere enn den 5-årige. Hvis man forventer at selskapet skal ha lang levetid vil det være lurt å benytte seg av 10-årige statsobligasjoner da lengre periode gir mer stabile avkastningskrav. Vi velger derfor å benytte oss av norske 10-årige statsobligasjoner som ifølge Norges Bank hadde en gjennomsnittlig rente på 1,77 prosent per 29.06.2018 (Norges Bank, u.å.b).

7.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et mål på forventet meravkastning i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten (Berk & DeMarzo, 2013, s. 404). Det finnes tre metoder for å finne markedets risikopremie: Historisk risikopremie, estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs, og spørreundersøkelse blant investorer og akademikere (Kaldestad & Møller, 2011, s. 117-121).

Ved valg av risikopremie har vi tatt utgangspunkt i metode nummer tre. Den er ikke avhengig av historiske data, og den tar hensyn til aktørene i markedet. Den passer også bra ettersom kapitalverdimodellen er basert på forventet avkastning og er således en fremtidsrettet modell. En svakhet med metoden er at tilgang på ny data kan være redusert (Kaldestad & Møller, 2011, 120-121). Vi har benyttet oss av PWCs undersøkelse fra 2017 «Risikopremie i det norske markedet». Undersøkelsen ble gjennomført sammen med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), og konkluderte med at markedets risikopremie i Norge fra 2011 – 2017 var på omtrent fem prosent. Vi tar utgangspunkt i at den holder seg stabil også i 2018, og velger å sette markedets risikopremie for 2018T lik fem prosent.

Markedsrisikopremie	2012	2014	2013	2015	2016	2017	2018
Vektet snitt	5,0%	5,2%	5,1%	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%
Median	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

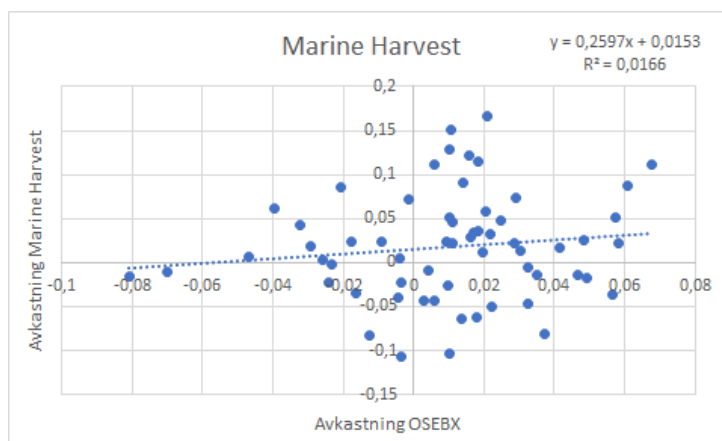
Tabell 41: Risikopremie i det norske markedet (PWC, 2017, s.7)

7.4 Egenkapitalbeta

Ifølge Petersen et al. (2017, s. 347) bruker man beta til å måle hver enkelt aksjes risiko i forhold til aksjemarkedet. Videre presiserer de at en betaverdi på under én indikerer at den systematiske risikoen ved investering i aksjen er lavere enn for markedsporteføljen. Motsatt indikerer en betaverdi på over én større systematisk risiko enn markedsporteføljen. En betaverdi på null betyr at investering i aksjen er risikofri. En betaverdi på én betyr at en investering i aksjen gir samme risiko som en investering i markedsporteføljen. Betaens gjennomsnitt ligger med andre ord på én. Det indikerer at aksjer svinger i gjennomsnitt samme retning som betaverdien til markedsporteføljen på børsen den måles mot. Hvis

markedet øker med fem prosent, vil ikke nødvendigvis det samme gjelde for hvert selskap, men på lengre sikt vil det bevege seg mot gjennomsnittet.

Ved valg av beta for børsnoterte selskaper kan man benytte seg av en oppgitt beta. Ulemper med det kan være at man ikke vet estimeringsmetode, tidsperiode og valgt indeks. Et alternativ til oppgitt beta er å regne ut en egen beta. Dette kan gjøres enten ved observasjon av sammenlignbare selskaper, regresjonsanalyse eller ved hjelp av en fundamental analyse (Kaldestad & Møller, 2011, s. 112-114). Valg av intervaller og periode vil ofte ha stor betydning for betaverdien (Petersen et al., 2017, s. 349). Ifølge Damodaran (2012, s. 188) er det mest vanlig å benytte femårig data for å beregne betaverdier. Det blir blant annet gjort av Standard & Poor's. Vi har foretatt to regresjonsanalyser i Excel ved bruk av data hentet fra Eikon (Datastream). Den ene er for hele analyseperioden (2011-2018T). Den andre er en femårig betaverdi. Regresjonsanalysene finnes i vedlegg 2. I tillegg har vi funnet en betaverdi hos Infront Analytics. Vi vil nå presentere de tre betaverdiene og argumentere for valgt betaverdi.



Figur 18: Verdi av Marine Harvests egenkapitalbeta i 2018T ved bruk av femårig betaverdi

For å beregne betaverdi for hele analyseperioden har vi brukt månedlige sluttpriser for Marine Harvest og målt disse opp mot sluttpriser for OSEBX for perioden 31.12.2010 til 30.06.2018. Dette gir oss en egenkapitalbeta på 0,66. Fordeler med en så lang analyseperiode er at vi får mer data. Ulempen er derimot at et selskaps risikobilde kan ha endret seg mye i løpet av perioden (Damodaran, 2012, s. 188). Ved beregning av femårig beta for perioden

30.06.2013 - 30.06.2018 fikk vi en betaverdi på 0,26. Fra Infront Analytics (u.å.a.) fikk vi en egenkapitalbeta på 0,68.

Vi ser at de tre metodene som forventet gir forskjellig resultat. Den femårige betaverdien fra regresjonsanalysen er betraktelig mye lavere enn de to andre. Vi har valgt å benytte oss av betaverdien vi fikk ved bruk av regresjonsanalyse for femårig analyseperiode for å ta hensyn til dagens risikobilde. Infront Analytics er et anerkjent internasjonalt selskap, men vi velger allikevel å bruke egne utregninger da vi ikke vet hvilke forutsetninger og tidsaspekt Infront Analytics har benyttet i sine beregninger. Betaen er målt mot Oslo Børs, som er i henhold til Damodaran (2012, s. 188). Han sier at man vanligvis måler beta opp mot børsen selskapet er notert. I tillegg er en stor del av Marine Harvest sine konkurrenter notert på samme børs. En ulempe med å måle mot OSEBX er at det er en børs med overvekt av oljeselskaper. Man kan dermed argumentere for at man måler betaen mot en oljeindeks. Det kan føre til en skjev vektning mot oljeindustrien (Kaldestad & Møller, 2011, s. 114). Vi ender dermed opp med en egenkapitalbeta for analyseperioden på 0,26 for 2018T.

Vi har også beregnet femårig egenkapitalbeta ved hjelp av regresjonsanalyse for årene 2012 til 2017. Beregningene finnes i vedlegg 2. Betaverdiene blir presentert i tabell 42.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Egenkapitalbeta	1,18	0,86	0,75	0,70	0,43	0,26	0,26	0,53

Tabell 42: Egenkapitalbeta over analyseperioden

Vi ser en tydelig nedadgående trend for betaverdien. I 2012 er verdien på 1,18, mens den i 2018T er helt nede på 0,26. Det betyr at Marine Harvest i dag har lavere systematisk risiko enn Oslo Børs markedsportefølje. En investering i Marine Harvest er med andre ord forventet å utgjøre svært liten risiko. Siden Equinor dominerer markedsporteføljen på Oslo Børs vil de fleste selskaper få en lavere betaverdi som følge av det (Kaldestad & Møller, 2011, s. 112). Det vektete gjennomsnittet for Marine Harvests egenkapitalbeta er 0,53. Forklaringskraften (R-kvadrat) til betaverdien for 2018T er på 1,66 prosent, som betyr at endringer i aksjekursen

til Marine Harvest i liten grad kan forklares av svingningene til markedsporteføljen til Oslo Børs.

7.5 Utregning av egenkapitalkostnad

$$R_e = 0,0177 + 0,26 * 0,05 = 0,0307$$

7.6 Gjeldskostnad

Ifølge Koller et al. (2015, s. 290) kan man med selskaper som har en kredittrating på BBB eller bedre benytte effektiv rentesats som gjeldskostnad. For å finne gjeldskostnaden etter skatt må man gange den effektive renten med én minus skattesats. Videre presiserer de at å bruke effektiv rente er teoretisk feil, men at det ikke har noen avgjørende betydning for selskaper med så lav konkursrisiko som Marine Harvest.

$$r_{D \text{ etter skatt}} = r_D * (1 - t)$$

7.7 Skattekostnad

Når vi skal beregne WACC så bruker vi nominell selskapsskatt. Spørsmålet er da om vi skal bruke årets sats, eller om vi skal bruke gjennomsnittet for analyseperioden. Skattesatsene er satt av myndighetene. Norge har siden 2013 hatt borgerlig regjering, noe som har resultert i redusert selskapsskatt. Det skal i utgangspunktet være borgerlig regjering til 2021. Vi regner dermed med at skattesatsen ikke vil øke i tidsrommet og velger dermed å bruke satsen for 2018 som er på 23 prosent.

7.8 Andel av egenkapital og gjeld

Det siste steget før vi kan regne WACC er å finne markedsverdien til egenkapital og gjeld. For å finne markedsverdien til egenkapitalen bruker vi følgende formel:

$$\text{Markedsverdi EK} = \text{aksjepris} * \text{antall askjer}$$

Per 30.06.2018 hadde Marine Harvest utestående 490.167.777 aksjer til en verdi av 162,20 kroner per aksje, som betyr at markedsverdien på Marine Harvests egenkapital på gitt dato er 79.505 millioner kroner.

Paradokset med denne tankegangen er at vi er ute etter å finne virkelig verdi, så markedsverdien vi benytter oss av nå kan bedre klassifiseres som en veiledende virkelig verdi. I utgangspunktet burde man gjøre nye beregninger av markedsverdien hvis den virkelige verdien man kommer frem til avviker veldig fra veiledende virkelig verdi. Prosessen burde gjentas til markedsverdien og beregnet virkelig verdi konvergerer (Palepu et al., 2007, s. 330-331). Vi vil ikke ta hensyn til det i denne oppgaven, så utregningene vil bare bli gjennomført en gang.

Vi velger å benytte oss av balanseført verdi av gjeld i henhold til IFRS 13 som sier at gjeld skal vurderes etter virkelig verdi. Dette er fordi man ønsker å se på hvilke verdier et selskap innehar (Kinserdal, 2015, s. 22-23). Per 30.06.2018 var den bokførte verdien av Marine Harvest sin gjeld på 20.727 millioner kroner.

Vi finner da gjelds- og egenkapitalandel ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{E + D} \quad \text{Gjeldsandel} = \frac{D}{E + D}$$

Dette vil gi oss følgende egenkapital- og gjeldsandel:

Andel EK og gjeld	MNOK	Andel av total (i prosent)
Markedsverdi EK	79 505	79,32%
Bokførtverdi av gjeld	20 728	20,68%
Totalkapital	100 233	100%

Tabell 43: Egenkapital- og gjeldsandel

7.9 Utrekning av avkastningskravet (WACC)

$$WACC = 0,0307 \frac{79.505,2}{100.232,7} + 0,029(1 - 0,23) \frac{20.727,5}{100.232,7} = 0,029$$

7.10 Illikviditetspremie

Ettersom Marine Harvest er et børsnotert selskap er aksjene i stor grad omsettelige. En illikviditetspremie legges til for å kompensere for investorenes risiko i forhold til markedssvikt. Store selskaper har generelt lavere illikviditetspremie enn små selskaper. Det samme gjelder for børsnoterte selskaper (Damodaran. 2012, s. 684-685). Marine Harvest var det nest mest omsettelige selskapet på Oslo Børs i 2017 (Oslo Børs, u.å.a). Ifølge Knivsflå (2018f) vil illikviditetspremien til de mest omsettelige selskapene på børsen være lik null. Man velger allikevel å legge på en illikviditetspremie. Vi velger derfor basert på skjønn en illikviditetspremie for majoriteten på 0,4 prosent gjennom hele budsjettperioden. Videre presiserer han at vi også må estimere en illikviditetspremie for minoriteten. Han presiserer at minoriteten er mer utsatt for risiko. Dermed setter vi illikviditetspremien dems høyere enn for majoriteten. Basert på skjønn setter vi en illikviditetspremie for minoriteten på 2,5 prosent gjennom hele budsjettperioden.

7.11 Finansielle krav

Vi vil nå beregne de historiske netto finansielle gjeldskravene som består av finansielt gjeldskrav minus finansielle eiendelskrav. Vi benytter følgende formel:

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

7.11.1 Finansielt gjeldskrav

Avkastningskravet på gjeld forteller oss hva kostnaden er for selskapet når de låner penger til investeringer i dag (Damodaran, 2012, s. 211). Vi benytter formelen under:

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

krp = Kreditrisikopremie

Ettersom Marine Harvest sin gjeld hovedsakelig er langsiktig og vi i kapittel 8 argumenterer for lang budsjettthorison i verdsettelsen, velger vi å bruke lang kreditrisikopremie for å beregne gjeldskrav.

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,010
BBB	0,010	0,014
BB	0,027	0,031
B	0,040	0,044
CCC	0,079	0,083
CC	0,145	0,149
C	0,210	0,214
D	0,276	0,280

Tabell 44: Kreditrisikopremie (Knivsflå, 2018g)

Ved hjelp av tabell 44, og den syntetiske ratingen gjennomført i kapittel 6 regner vi ut det finansielle gjeldskravet til Marine Harvest.

Finansielt gjeldskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Syntetisk rating	BB	BBB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri etter skatt	0,015	0,019	0,018	0,012	0,010	0,013	0,016	0,015
Kreditrisikopremie	0,031	0,014	0,031	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	0,046	0,033	0,049	0,043	0,024	0,027	0,030	0,029

Tabell 45: Finansielt gjeldskrav

Kreditrisikopremien varierer fra 1,4 prosent til 3,1 prosent. Vi ser også at den risikofrie renten varierer litt fra år til år. Gjeldskravet er også varierende gjennom hele perioden og tidsvektningen er på 2,9 prosent gjennom analyseperioden.

7.11.2 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet består av fordringer, kontanter og investeringer. Elementene er vektet forskjellig. Kravet er et mål på forventet avkastning på finansielle eiendeler. Vi vil her presentere formlene som er brukt for å beregne elementene.

$$\text{Kontantkrav} = r_f * (1 - s)$$

$$\text{Fordringskrav} = r_f * (1 - s) + krp_{FOR}$$

$$\text{Investeringskrav} = r_f * (1 - s) + mrp$$

Ved bruk av formlene velger vi å ta noen forutsetninger satt av Knivsflå (2018g). Den første er at når fordringene har gjennomsnittlig rating på BBB kan man sette den kortsiktige kredittrisikoen lik én prosent. Den andre forutsetningen er at investeringsbeta er lik én og illikviditetspremien er lik null. Det fører til at det ikke får noen betydning for resultat om investeringskravet er før eller etter skatt.

Finansielt eiendelskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Kontantkrav	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0125	0,0155	0,0142
Kontaktvekt	0,1961	0,2693	0,8659	0,9323	0,9081	0,9397	0,9749	0,8256
Fordringskrav	0,0251	0,0286	0,0284	0,0215	0,0200	0,0225	0,0255	0,0242
Fordringsvekt	-	-	-	-	-	-	-	-
Investeringskrav	0,0651	0,0686	0,0684	0,0615	0,0600	0,0625	0,0655	0,0642
Investeringsvekt	0,8040	0,0810	0,1203	0,0396	0,0558	0,0524	0,0251	0,0962
Finansielt eiendelskrav	0,0553	0,0106	0,0242	0,0132	0,0124	0,0150	0,0167	0,0152

Tabell 46: Finansielt eiendelskrav

Marine Harvest sitt tidsvektede finansielle eiendelskrav er på 1,52 prosent i løpet av analyseperioden. Eiendelskravet er høyest i 2012, som er knyttet opp mot høy investeringsvekt samme år. Vi ser fra 2014 og utover at kontantvekten er dominerende, noe som medfører et redusert finansielt eiendelskrav. Eiendelskravet er lavere etter 2012 fordi det ikke er stor risiko knyttet til høy kontantvekt.

7.11.3 Netto finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet brukes nå til å beregne netto finansielt gjeldskrav. Vi benytter oss av formelen presentert i starten av delkapittel 7.11.

Netto finansielt gjeldskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Krav til finansiell gjeld	0,0460	0,0330	0,0490	0,0430	0,0240	0,0265	0,0295	0,0285
Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	1,2573	1,2055	1,1187	1,0525	1,0719	1,0677	1,0626	1,0959
Krav til finansielle eiendeler	0,0553	0,0106	0,0242	0,0132	0,0124	0,0150	0,0167	0,0152
Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	0,2573	0,2055	0,1187	0,0525	0,0719	0,0677	0,0626	0,0959
Krav til netto finansiell gjeld	0,0436	0,0376	0,0519	0,0446	0,0248	0,0273	0,0303	0,0298

Tabell 47: Netto finansielt gjeldskrav

Tidsvektet netto finansielt gjeldskrav for Marine Harvest er på 2,98 prosent. Gjeldskravet er høyere i starten av perioden, med en topp i 2014 som sannsynligvis er forårsaket av opprettelsen av fôrproduksjonen i Bjugn.

7.12 Selskapskrav

Vi vil nå utforme selskapskravet til Marine Harvest gjennom egenkapital- og minoritetskrav. I delkapittel 7.13 vil vi se på selskapets strategiske fordel i perioden 2011 til 2018T.

7.12.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Vi vil her beregne egenkapital- og minoritetskrav ved hjelp av utregningene gjort tidligere i kapitlet.

Egenkapitalskrav (ekk)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,019	0,018	0,012	0,010	0,013	0,016	0,015
Egenkapitalbeta	1,180	0,860	0,750	0,700	0,430	0,260	0,260	0,531
Markedets risikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Egenkapitalkrav CAPM	0,074	0,062	0,056	0,047	0,032	0,026	0,029	0,041
Illikviditetspremie	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Egenkapitalskrav	0,078	0,066	0,060	0,051	0,036	0,030	0,033	0,045

Tabell 48: Egenkapitalkrav

Vi ser fra tabell 48 at egenkapitalkravet varierer fra 0,078 i 2012 til 0,033 i 2018T. Det synker gjennom hele perioden med unntak av en liten oppgang fra 2017 til 2018T. Det vektete snittet er på 0,045.

Minoritetskrav (mik)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Egenkapitalkrav CAPM	0,074	0,062	0,056	0,047	0,032	0,026	0,029	0,041
Illikviditetspremie minoritet	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Minoritetskrav	0,099	0,087	0,081	0,072	0,057	0,051	0,054	0,066

Tabell 49: Minoritetskrav

Minoritetskravet er 0,099 i 2012 og synker til 0,051 i 2017, før det øker til 0,054 i 2018T. Det vektete gjennomsnittet er på 0,066.

7.13 Superrentabilitet (strategisk fordel)

Her vil vi prøve å estimere Marine Harvest sin strategiske fordel. Vi vil da benytte oss av en strategisk rentabilitetsanalyse, som ser på differansen mellom egenkapitalkravet og egenkapitalrentabiliteten. Knivsflå (2018h) presiserer at man burde justere for målefeil før man beregner superrentabiliteten for å unngå at små endringer i rentabiliteten gir store utslag i den strategiske fordel. Videre sier han at man uavhengig av justeringer ikke vil klare å eliminere alle målefeil. Vi har som vi argumenterte for i delkapittel 5.4 valgt å ikke justere for målefeil da vi frykter at våre justeringer ikke vil forbedre regnskapet, men heller gjøre det mer usikkert. Hvis egenkapitalrentabiliteten er størst betyr det at Marine Harvest har en strategisk fordel i forhold til sine konkurrenter. Formelen for strategisk fordel er som følger:

$$SF = ekr - ekk$$

Der ekr :

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Superrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
Egenkapitalrentabilitet	-0,0001	0,1943	0,2282	0,1622	0,3059	0,3763	0,1954	0,2382
Egenkapitalkrav	0,078	0,066	0,060	0,051	0,036	0,030	0,033	0,045
Superrentabilitet	-0,0782	0,1283	0,1683	0,1114	0,2704	0,3468	0,1629	0,1934

Tabell 50: Superrentabilitet (Strategisk fordel)

Marine Harvest har en strategisk ulempe i 2012, da superentabiliteten er på minus 7,82 prosent. Videre varierer fordelene med alt fra 11,14 prosent i 2015 til 34,68 prosent i 2017. I 2018T er den strategiske fordel på 16,29 prosent. Det vektede gjennomsnittet er på 19,34 prosent. Det vil si at Marine Harvest per i dag besitter en strategisk fordel ovenfor sine konkurrenter.

7.14 Dekomponering av strategisk fordel

I dette delkapittelet skal vi dekomponere den strategiske fordelene i driftsfordel og finansieringsfordel. Dekomponeringen tar utgangspunkt i følgende formel:

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

ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, nfgr = netto finansiell gjeldsrente, mik = minoritetskrav, mir = minoritetsrentabilitet

7.14.1 Driftsfordel

$$Driftsfordel = (ndr - ndk) + (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

Strategisk fordel fra drift

Det første steget er å beregne Marine Harvest sin strategiske fordel fra drift. De besitter en driftsfordel hvis netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav.

$$Strategisk\ fordel\ fra\ drift = ndr - ndk$$

Driftsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
ndr	0,0076	0,1479	0,1447	0,0998	0,1956	0,2777	0,1459	0,1659
ndk	0,0680	0,0565	0,0564	0,0484	0,0310	0,0289	0,0318	0,0415
DF	-0,0604	0,0914	0,0883	0,0514	0,1646	0,2488	0,1141	0,1244

Tabell 51: Strategisk fordel fra drift i analyseperioden

Fra tabell 51 ser vi at Marine Harvest starter analyseperioden med en strategisk ulempe fra drift. Dette kan komme av at hele bransjen var inne i en utfordrende periode forårsaket av lave laksepriser. Videre ser vi at de er i besittelse av en driftsfordel resten av analyseperioden. Fordelen varierer fra 5,14 prosent til 24,88 prosent. Driftsfordelen er i 2018T beregnet til 11,41 prosent. Det tidsvektede snittet er på 12,44 prosent. Vi ser tydelig at driftsfordelen følger samme mønster som superrentabiliteten.

Gearingfordel

Gearingfordelen er differansen mellom den strategiske fordelen fra drift og fordelen som forekommer som følge av gearing.

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

Gearingfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
ndr	0,0076	0,1479	0,1447	0,0998	0,1956	0,2777	0,1459	0,1659
ndk	0,0680	0,0565	0,0564	0,0484	0,0310	0,0289	0,0318	0,0415
nfgg	0,4197	0,4862	0,7911	0,6484	0,6516	0,4013	0,4500	0,5535
mig	0,0059	0,0017	0,0011	0,0005	0,0004	0,0005	0,0007	0,0010
GF	-0,0257	0,0446	0,0700	0,0334	0,1073	0,1000	0,0514	0,0651

Tabell 52: Gearingfordel i analyseperioden

Vi ser fra tabell 52 at Marine Harvest er i besittelse av en gearingfordel gjennom hele analyseperioden med unntak av 2012, der de hadde en ulempe. Ulempen er som forventet med tanke på at superrentabilitet og strategisk fordel fra drift også innehar en ulempe i samme periode. Resten av analyseperioden varierer fordelen fra 3,34 prosent i 2015 til 10,73 prosent i 2016. I 2018T er fordelen beregnet til å være 5,14 prosent. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 6,51 prosent.

7.14.2 Finansieringsfordel

Vi vil nå beregne Marine Harvests finansieringsfordel. Vi vil splitte fordelen i netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Man går som hovedregel ut ifra at den finansielle fordelen fra netto finansiell gjeld er tilnærmet lik null. Årsaken til det er at man regner med å ha rente

tilnærmet lik kravet (Knivsflå, 2018h). Allikevel velger vi å fastsette finansieringsfordelen ved hjelp av formelen under:

$$FF = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld uttrykkes på følgende måte:

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) * nfgg = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

FFNFG = finansieringsfordel netto finansiell gjeld, fgk = finansielt gjeldskrav, fgr = finansiell gjeldsrente, fgg = finansiell gjeldsgrad, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansiell eiendelsgrad

Videre vil vi dekomponere formelen for å finne finansieringsfordel for finansiell gjeld og finansielle eiendeler, før vi presenterer netto finansiell gjeld.

Finansiell gjeld

Med et finansielt gjeldskrav som er større enn den finansielle gjeldsrentabiliteten er Marine Harvest i besittelse av en finansiell gjeldsfordel. Knivsflå (2018h) presiserer at med et krav som er større enn renten vil bruken av finansiell gjeld komme eierne til gode, fordi dette skaper billig finansiering. Det vil samtidig medføre en ulempe for långiverne. Vi beregner finansieringsfordel fra finansiell gjeld ved hjelp av følgende formel:

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

FFFG = finansieringsfordel finansiell gjeld

Der *fgr*:

$$fgr = \frac{NFG_t}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG - NFK_t}{2}}$$

og fgg:

$$fgg = \frac{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG - NFK_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE_t}{2}}$$

FFFG	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
fgk	0,0460	0,0330	0,0490	0,0430	0,0240	0,0265	0,0295	0,0342
fgr	0,0434	0,0605	0,0359	0,0119	0,0268	0,0294	0,0332	0,0319
fgg	0,5663	0,5982	0,7928	0,8239	0,7909	0,6592	0,4898	0,6791
FFFG	0,0015	-0,0165	0,0104	0,0256	-0,0022	-0,0019	-0,0018	0,0028

Tabell 53: Finansieringsfordel fra finansiell gjeld

Fra tabell 53 ser vi at Marine Harvest er i besittelse av en finansieringsfordel fra finansiell gjeld i 2012 på 0,15 prosent. I 2018T innehar de en finansieringsulempe på minus 0,18 prosent. Selskapet skifter mellom å ha en fordel og en ulempe gjennom hele perioden. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 0,28 prosent. Fordel og ulempe er som forventet liten gjennom hele perioden.

Finansielle eiendeler

Finansieringsfordel fra finansielle eiendeler finner man ved differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav. For at finansieringsfordel fra finansielle eiendeler skal være lønnsom må rentabiliteten overstige kravet (Knivsflå, 2018h).

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

FFFE = finansieringsfordel finansielle eiendeler

Der *fer*:

$$fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE - NFI_t}{2}}$$

og *feg*:

$$feg = \frac{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE - NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE_t}{2}}$$

FFFE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
fer	0,1511	0,0944	0,0216	0,0273	0,0219	0,0136	-	0,0303
fek	0,0553	0,0106	0,0242	0,0132	0,0124	0,0150	0,0167	0,0176
feg	0,0647	0,1082	0,1065	0,0647	0,0466	0,0435	0,0304	0,0615
FFFE	0,00619	0,00907	-0,00027	0,00091	0,00044	-0,00006	-0,00051	0,00127

Tabell 54: Finansieringsfordel fra finansielle eiendeler

Fra tabell 54 ser vi at Marine Harvest som forventet har liten finansieringsfordel fra finansielle eiendeler. Fordelen er på 0,62 prosent i 2012, mens den i 2018T er beregnet til å utgjøre en ulempe på minus 0,51 prosent. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 0,13 prosent.

Netto finansiell gjeld

Her vil vi presentere en oppsummering av finansieringsfordel fra den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene gjennom finansieringsfordel for netto finansiell gjeld.

FFNFG	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
FFFG	0,0015	-0,0165	0,0104	0,0256	-0,0022	-0,0019	-0,0018	0,0028
FFFE	0,00619	0,00907	-0,00027	0,00091	0,00044	-0,00006	-0,00051	0,00127
FFNFG	0,0077	-0,0074	0,0102	0,0265	-0,0017	-0,0019	-0,0023	0,0040

Tabell 55: Finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld

Fra tabell 55 ser vi at Marine Harvest sin finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld starter på 0,77 prosent i 2012. I 2018T har vi beregnet at de vil inneha en finansieringsulempe på

minus 0,23 prosent. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 0,4 prosent. Fordelen vil ha liten betydning da størrelsen er marginal.

Minoritetsinteresser

Til slutt må vi beregne Marine Harvest sin finansieringsfordel fra minoritetsinteressene. Knivsflå (2018h) sier at majoritetseierne i et selskap har en fordel av å ha minoritetsinteresser hvis minoritetskravet er større enn minoritetsrentabiliteten. På denne måten vil minoritetseierne ta en del av byrden ved eventuelle tap i et datterselskap. Dersom rentabiliteten overstiger kravet vil det være en ulempe å ha minoritetsinteresser. Videre sier han at man kan forvente at fordel/ulempe vil være tilnærmet lik null. Det skjer fordi majoriteten kan presse minoriteten, noe som reduserer minoritetens rentabilitet. Finansieringsfordel fra minoritetsinteressene finner vi ved hjelp av formelen under:

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

Der *mir*:

$$mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI - NMR_t}{2}}$$

Og *mig*:

$$mig = \frac{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI - NMR_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE_t}{2}}$$

FFMI	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvekting
mik	0,099	0,087	0,081	0,072	0,057	0,051	0,054	0,066
mir	0,0568	0,1655	0,1955	0,0494	-0,2814	0,3256	0,4914	0,1773
mig	0,0063	0,0035	0,0014	0,0008	0,0006	0,0005	0,0006	0,0013
FFMI	0,00027	-0,00028	-0,00016	0,00002	0,00021	-0,00014	-0,00024	-0,00008

Tabell 56: Finansieringsfordel fra minoritetsinteresser

Fra tabell 56 ser vi at finansieringsfordel fra minoritetsinteresser som forventet er tilnærmet lik null. I 2012 er Marine Harvest i besittelse av en svært liten finansieringsfordel på 0,027 prosent. I slutten av analyseperioden er den snudd til å bli en ulempe på minus 0,024 prosent.

Det tidsvektede gjennomsnittet er på minus 0,008 prosent. Fordel/ulempe fra minoritetsinteressene er så liten at den ikke har noen betydning for Marine Harvest.

7.14.3 Oppsummering av dekomponering av strategisk fordel

Her vil vi oppsummere dekomponeringen av Marine Harvest sin strategiske fordel. I delkapittel 7.13 beregnet vi Marine Harvest sin strategiske fordel for 2018T til å være på 16,29 prosent. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 19,34 prosent. Den strategiske fordelene anser vi dermed som forholdsvis stor. Mesteparten av den strategiske fordelene stammer som forventet fra drift. Tidsvektet strategisk fordel fra drift er på 12,44 prosent med en gearingfordel på 6,51 prosent. Finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld er tidsvektet på 0,4 prosent, mens tidsvektet finansieringsfordel fra minoritetsinteresser er på minus 0,008 prosent. En oppsummering av den strategiske fordelene presenteres i tabell 57.

Strategisk fordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektning
DF	-0,0604	0,0914	0,0883	0,0514	0,1646	0,2488	0,1141	0,1244
GF	-0,0257	0,0446	0,0700	0,0334	0,1073	0,1000	0,0514	0,0651
FFNFG	0,0077	-0,0074	0,0102	0,0265	-0,0017	-0,0019	-0,0023	0,0040
FFMI	0,00027	-0,00028	-0,00016	0,00002	0,00021	-0,00014	-0,00024	-0,00008
Strategisk fordel	-0,0782	0,1283	0,1683	0,1114	0,2704	0,3468	0,1629	0,1934

Tabell 57: Strategisk fordel

Det er rimelig å anta at mesteparten av Marine Harvest sin strategiske fordel vil stamme fra drift, fordi det er et produksjonsselskap. Dermed vil de ha stor kompetanse innen drift og styring av oppdrettsanlegg. I tillegg vil teknologien være rettet mot drift av anleggene. En av årsakene til at Marine Harvest besitter en strategisk fordel ovenfor sine konkurrenter er sannsynligvis grunnet at de i 2014 opprettet egen fôrproduksjon. Fra SVIMA-analysen konkluderte vi med at de hadde midlertidige fordeler grunnet nevnte fôrproduksjon. Vi fastsatte også at størrelsen på selskapet og investeringer i forskning og utvikling ga de midlertidige fordeler. Ut ifra tabell 57 kan det se ut som Marine Harvest sine fordeler ikke er midlertidige, men at de besitter en varig strategisk fordel.

Det er viktig å presisere at vi tidligere i oppgaven har valgt å ikke justere for målefeil. Den avgjørelsen vil sannsynligvis gjøre at den strategiske fordel vi har kommet frem til i dette kapitlet ikke er helt representativ for Marine Harvest sin faktiske strategiske fordel. Vi mener allikevel at den gir et bilde på den strategiske fordel og har derfor valgt å ha den med i oppgaven.

8. Fremtidsregnskap

Prognoser for fremtiden er steg nummer tre i rammeverket for fundamental analyse presentert av Penman (2013, s. 85). For å kunne utføre gode prognoser for fremtiden må man som analytiker ha god kjennskap til selskapet og bransjen (Penman, 2013, s. 506). De tidligere kapitlene har gitt oss god kjennskap om hvordan selskapet opererer, dets strategiske fortrinn og utfordringer. I tillegg til hvilke faktorer som påvirker og sannsynligvis vil påvirke inn i fremtiden. Vi vil bruke kunnskapen vi har bygget opp så langt i oppgaven til å estimere fremtidsregnskapet.

8.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

For å utforme et fremtidsregnskap har vi valgt å følge Knivsflå (2018i) sitt rammeverk som består av fire steg:

1. Analyse av vekst.
2. Valg av budsjettthorisont, T .
3. Budsjettering fra 0 til T .
4. Konstant vekst fra $T+1$.

8.2 Analyse av vekst

Den viktigste budsjettdriveren for et selskap er driftsinntektsveksten, da denne er avgjørende for hvordan størrelsen til selskapet vil utvikle seg i fremtiden. Når man skal gjøre en vekstanalyse står valget vanligvis mellom en analyse av kapitalvekst eller en analyse av resultatvekst (Knivsflå, 2018i). Vi begynner med å utrede driftsinntekten som er den mest sentrale delen av resultatveksten.

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Vekst i driftsinntekter (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Driftsinntekter	16 133	15 464	19 199	25 531	27 881	32 609	34 038	34 458	
Vekst		-4,15%	24,16%	32,98%	9,20%	16,96%	4,38%	1,23%	12,20%

Tabell 58: Vekst i driftsinntekter

Fra tabell 58 ser vi at driftsinntektenes vektete gjennomsnitt er på 12,20 prosent. Vi ser også at driftsinntektene minker fra 2011 til 2012, dette kan forklares av at lakseprisene nådde et bunnivå i 2012. Året etter ser vi en markant økning forårsaket av at lakseprisene igjen øker. Som nevnt tidligere er bransjen volatil. Siden Marine Harvest får mesteparten av sine inntekter fra lakseoppdrett gjenspeiles de varierte driftsinntektene av svingende laksepris. Økningen i driftsinntekter i 2017 er relativt liten i forhold til foregående år. Dette skyldes at Marine Harvests slaktevolum var mindre enn året før grunnet store problemer med lakselus og parasitter. For 2018T ser vi en enda lavere vekst som hovedsakelig forårsakes av to faktorer. Den første er at lakseprisen er estimert å holde seg stabil fremover. Den andre faktoren er at estimert produksjonsvolum for året er nedjustert ifølge rapporten for Q2.

Vekst i produksjonsvolum (GWT)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Produksjonsvolum	342 820	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346	380 000	
Vekst		14,43%	-12,37%	21,85%	0,30%	9,41%	-2,70%	2,61%	4,20%

Tabell 59: Vekst i produksjonsvolum

Når vi ser på slaktevolumet er det også store svingninger. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 4,20 prosent. Vi ser en nedgang på 12 prosent fra 2012 til 2013 som ifølge årsrapporten skyldes blant annet at smoltlageret var redusert dette året. I 2014 har Marine Harvest en stor økning som ifølge årsrapporten er forårsaket av god tilgang på smolt og optimale oppdrettstemperaturer.

$$ekv = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}}$$

Vekst i egenkapital (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Egenkapital	10 766	11 620	16 319	14 702	18 178	18 794	22 772	22 889	
Vekst		7,93%	40,44%	-9,90%	23,64%	3,39%	21,17%	0,51%	11,35%

Tabell 60: Vekst i egenkapital

Vi henter egenkapitalen fra den omstrukturerte balansen i kapittel 5. Tidsvektet egenkapitalkostnad er på 11,35 prosent. Veksten varierer mye gjennom hele perioden og skyldes overskudd og innskutt kapital.

8.3 Valg av budsjetthorisont, T

Ved valg av budsjetthorisont må man ta hensyn til når det er sannsynlig at selskapet når «steady state». Man må også se på veksten i egenkapital og driftsinntekter. Hvis veksten ligger på mellom tre til fem prosent er det sannsynlig at selskapet har nådd «steady state». Dersom et selskap har nådd «steady state» kan man bruke en kort budsjetthorisont (Knivsflå, 2018i). Koller, Goedhart & Wessels (2010, s. 188) sier at man burde bruke en budsjettperiode på mellom ti til 15 år hvis man opplever kraftig vekst eller befinner seg i en syklisk bransje. De mener at å bruke en kortere periode, for eksempel fem år, vil føre til at man undervurderer selskapet. En ulempe med lang budsjetthorisont er ifølge Penman (2013, s. 481) at det blir mer spekulasjoner fordi man ikke greier å ta hensyn til uforutsatte hendelser. Koller et al. (2010, s. 188) støtter opp om Penmans teori om spekulasjoner ved bruk av lange budsjetthorisonter.

Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje som opplever konjunktursvingninger, som taler for en lang budsjetthorisont. Myndighetenes innføring av grønne konsesjoner og trafikklyssystemet (røde, gule og grønne soner) kan gjøre det vanskelig å forutse hva veksten vil være.

Oppdrettsbransjen bruker mye ressurser på forskning, spesielt innenfor lakselus, rømming og sykdommer. Hvis de får gjennombrudd der kan de biologiske utfordringene bli redusert og veksten bli økt. Hvis den landbaserte trenden får fotfeste kan det resultere i økt tilbud, noe som igjen taler for en lang budsjettperiode. Vi ser også at Marine Harvest har foretatt en del oppkjøp, blant annet av Morpol i 2013 og Northern Harvest i 2018. Disse oppkjøpene vil sannsynligvis føre til økt vekst og taler dermed for en lang budsjettperiode.

Ut ifra argumentene ovenfor ser vi det som lite sannsynlig at Marine Harvest går inn i «steady state» den nærmeste tiden. Vi velger derfor en lang budsjettthorisont. Vi tar utgangspunkt i Koller et al. (2010) og går for en budsjettperiode på 12 år. Budsjettperioden begynner i 2019 og budsjettthorisonen T blir da i 2029, T+1 blir i 2030, og T+2 blir i 2031.

8.3.1 Valg av detaljnivå

Ved valg av detaljnivå tas det hensyn til hvor lang budsjettthorisonen er. Koller et al. (2015, s. 221-222) sier at man vanligvis velger et høyt detaljnivå hvis man har en kort budsjettthorison, og lavt detaljnivå ved lang budsjettthorison. Årsaken til dette er at desto lengre periode man prognostiserer desto vanskeligere er det å ha en forventning om detaljnivået. Videre sier de at ved et lavt detaljnivå ser man på driverne samlet, i motsetning til høyt detaljnivå der man ser på enkeltposter. Penman (2013, s. 514) sier at fokuset bør ligge på selskapets nøkkeldrivere. Siden vi har valgt en lang budsjettthorison velger vi å ha et lavt detaljnivå, og vil fokusere på Marine Harvests ni nøkkeldrivere med utgangspunkt i et rammeverk presentert av Knivsflå (2018i). Å fokusere på nøkkeldrivere anbefales også av Palepu et al. (2007, s. 261).

8.3.2 Teknikk for framskrivning

Ved valg av framskrivningsteknikk følger vi Knivsflå (2018i) og velger en lineær tilnærming. Penman (2013, s. 515) argumenterer også for denne tilnærmingen. Siden oppdrettsbransjen inkludert Marine Harvest har vist veldig varierte tall er ikke lineær tilnærming optimalt, men av praktiske årsaker er det den mest gjennomførbare metoden. I forrige delkapittel valgte vi et lavt detaljnivå. En lineær framskrivning blir da et naturlig valg. Vi gjør enkelte unntak fra lineær framskrivning der vi mener det er hensiktsmessig.

8.4 Budsjettering fra 0 til T

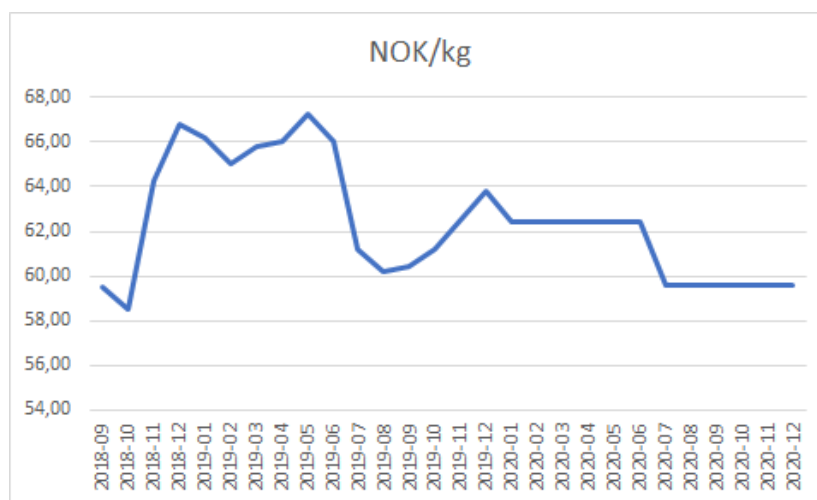
Dette delkapittelet vil ta for seg de ni nøkkeldriverne. Driverne vil danne grunnlaget for fremtidsregnskapet. Vi følger rammeverket til Knivsflå (2018i) og gjennomfører budsjetteringen av de ni driverne ved hjelp av en syvstegs prosess. Generelt kan man si at regnskapstallene på sikt beveger seg mot gjennomsnittet i bransjen. Bransjen beveger seg mot

gjennomsnittet i verdensøkonomien. Tidshorisonten blir lengre/kortere hvis selskapet har opparbeidet seg varige fordeler eller ulemper. Den forventede realveksten i verdensøkonomien er på 3,9 prosent og den globale inflasjonen er forventet å være 3,5 prosent (IMF, 2018; IMF, u.å.). Veksten i et selskap vil på lang sikt ikke kunne overstige denne, med mindre man prognostiserer en «ny økonomi», da kan man øke den et par prosent (Knivsflå, 2018i).

8.4.1 Driftsinntekstvekst

Tidligere i kapitlet målte vi den historiske driftsinntekstveksten og slaktevolum. Vi så et tydelig mønster på sammenhengen mellom laksepris og inntekt og vi vil nå prognostisere fremtidig vekst i driftsinntekt.

For å få best mulig estimat for fremtidig laksepris har vi valgt å ta utgangspunkt i Fish Pool sine forwardpriser for laks. I figur 19 ser vi et toppunkt i andre kvartal 2019 på 67 kroner. Den vil så synke, før den jevner seg ut i slutten av 2020 på i underkant av 60 kroner. Generelt forventes det at prisene vil variere fra 58 – 67 kroner gjennom perioden (Fish Pool, u.å.).



Figur 19: Forward laksepriser (Fish Pool, u.å.)

Vi bruker prognosene fra Fish Pool og den strategiske analysen fra kapittel 4 for å prognostisere prisen etter 2020. I den strategiske analysen har vi funnet ut at landbasert oppdrett mest sannsynlig vil ta betydelig plass i markedet i fremtiden. Det er planer for store

anlegg i USA, Europa og i Norge som vil være med på å skape større slaktevolum i fremtiden. Vi ser også at det har blitt utstedt nye konsesjoner i år, som vil resultere i et høyere slaktevolum om to til tre år. Hvis bransjens kontinuerlige arbeid mot lakselus, sykdommer og rømming lykkes vil dette også resultere i større slaktevolum. Alle disse faktorene er med på å dra prisene nedover. På den andre siden er miljø og bærekraft i vinden noe som kan resultere i at flere mennesker substituerer kjøtt med laks, som vil føre til økte priser. Vi tror derfor at lakseprisen vil holde seg stabil rundt 2020 nivået prognostisert av Fish Pool.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Forward pris	63,75 kr	61,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr	59,00 kr

Tabell 61: Estimerte forwardpriser basert på Fish Pool

Den andre faktoren som påvirker driftsinntektene er slaktevolum. Slaktevolumet er regulert av konsesjonsordningen, men også sterkt påvirket av biologiske utfordringer. Som nevnt i den strategiske analysen blir det sjeldent delt ut nye konsesjoner. De to foregående rundene var med ni års mellomrom, så det vil trolig være lenge til neste runde. Å få kontroll på de biologiske utfordringene er en kontinuerlig prosess som det er vanskelig å forutse resultatene av. Marine Harvest har i sin rapport for Q2 2018 redusert forventet slaktevolum med 20.000 GWT i forhold til forventningene i rapporten for Q1. Selskapet begrunner dette med biologiske utfordringer og redusert vekst i Canada og Sør-Norge. Det vektede gjennomsnittet regnet ut tidligere i kapitlet er på 4,2 prosent, men med store variasjoner. Det er vanskelig å estimere fremtidig slaktevolum, men på grunn av auksjonen i juni 2018 er det naturlig å tenke at slaktevolumet vil øke når disse tas i bruk. Utover det vil trafikklyssystemet potensielt være med på å gi vekst innenfor allerede eksisterende konsesjoner, jamfør PESTEL.

I tillegg til de nevnte faktorene må vi også ta hensyn til utviklingen i den globale økonomien. Vi forventer at Marine Harvest vil nå «steady state» på lang sikt. Som nevnt tidligere vil ikke veksten kunne bli høyere enn samlet forventet inflasjon og realvekst i verden, altså henholdsvis 3,9- og 3,5 prosent. Dette gir en øvre grense for «steady state» på 7,4 prosent. Fra kapittel 4 vet vi at styringsrenten er forventet å øke fremover. Vi mener at renten må tas hensyn til ved beregning av fremtidig driftsinntektsvekst. Åpningen av det kinesiske markedet vil føre til økt etterspørsel. Det samme vil en eventuell åpning av det russiske

markedet. Med bakgrunn i de nevnte faktorene og forventet økt slaktevolum de neste årene velger vi å se bort ifra lineær framskrivning de første årene av analyseperioden. Vi setter veksten for 2019 til fire prosent og veksten for 2020 til fem prosent. Vi forventer en høyere vekst i 2021 og setter dermed veksten det året til åtte prosent. Fra 2022 til 2025 forventer vi en årlig nedgang på 0,5 prosent, før konstant vekst nås i 2025 på fire prosent årlig vekst.

Driftsinntekt (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Driftsinntekt t-1	34 458	35 837	37 628	40 639	42 874	45 017	47 043	48 925	50 882	52 917	55 034	57 235	59 525
Vekstrate	1,04	1,05	1,08	1,06	1,05	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Driftsinntekt t	35 837	37 628	40 639	42 874	45 017	47 043	48 925	50 882	52 917	55 034	57 235	59 525	61 906

Tabell 62: Fremtidig driftsinntekt

8.4.2 Netto driftseiendeler

Det neste steget er å prognostisere netto driftseiendeler. Det gjøres ved å først estimere omløpet til netto driftseiendeler (onde). Formelen er som følger:

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

Onde	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Driftsinntekter	15 464	19 199	25 531	27 881	32 609	34 038	34 458	
NDE t-1	17 383	16 565	24 280	26 349	29 975	31 047	31 923	
onde	0,890	1,159	1,052	1,058	1,088	1,096	1,079	1,074

Tabell 63: Omløp til netto driftseiendeler i analyseperioden

Vi ser fra tabell 63 at det tidsvektede gjennomsnittet for omløpshastighet på netto driftseiendeler er 1,074 i den historiske analyseperioden. Vi vet fra tidligere at lakseprisen er en av de viktigste driverne for driftsinntekten, og vil dermed være en viktig indikator for fremtidig omløpshastighet. Vi har fastsatt at driftsinntekten vil stige i starten av budsjettperioden, for så å synke. Det samme mønsteret vil vi også se for onde. For å finne netto driftseiendeler bruker vi følgende formel:

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

Netto driftseiendeler (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Driftinntekter t+1	35 837	37 628	40 639	42 874	45 017	47 043	48 925	50 882	52 917	55 034	57 235	59 525	61 906
Onde t+1	1,085	1,090	1,085	1,080	1,075	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
NDE t	33 029	34 521	37 455	39 698	41 877	43 966	45 724	47 553	49 455	51 434	53 491	55 631	57 856

Tabell 64: Fremtidig netto driftseiendeler

Onde vil i de to første årene av fremtidsregnskapet øke, før de synker og treffer det tidsvektede gjennomsnittet.

8.4.3 Netto driftsresultat

Den tredje driveren vi skal estimere er netto driftsresultat. For å finne denne må vi multiplisere nettodriftsmargin med driftsinntekter. Driftsinntektene har vi allerede estimert tidligere i kapitlet. Nå vil vi finne netto driftsmargin. Netto driftsmargin er et mål på hvor store omsetningstap et selskap tåler før det begynner å tape penger. Desto større margin, desto større tap kan selskapet håndtere (Damodaran, 2012, s. 296).

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Netto driftsmargin	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
NDR	931,7	351,2	3 336,7	2 624,1	2 151,2	6 448,3	3 137,4	5 680,1	
Driftsinntekt	16 133	15 464	19 199	25 531	27 881	32 609	34 038	34 458	
ndm	0,058	0,023	0,174	0,103	0,077	0,198	0,092	0,165	0,127

Tabell 65: Netto driftsmargin i analyseperioden

Marine Harvest sitt tidsvektede gjennomsnitt for den historiske analyseperioden er på 12,7 prosent. Vi ser store variasjoner i netto driftsmargin. Bunnivået var i 2012 på 2,3 prosent og toppnivået var i 2016 på 19,8 prosent. Netto driftsmargin stiger og synker i takt med lakseprisene. I tillegg må vi ta hensyn til konkurranseforholdene. Fra kapittel 4 vet vi at bransjen i stor grad blir kontrollert av myndighetene via konsesjonsordningen. Dette medfører at aktørene oppnår høy lønnsomhet. Vi konkluderte også med at konkurransen i bransjen er lav til moderat som er med på å styrke netto driftsmargin. Det forventes stort sett en lavere årlig vekst fremover grunnet de biologiske utfordringene. Det kan føre til lavere lønnsomhet og dermed lavere netto driftsmargin. Allikevel må vi ta hensyn til muligheten for gjennombrudd i kampen mot lakselus og sykdommer når vi setter fremtidig driftsmargin. Ifølge forwardprisene vil lakseprisen synke fremover og stabilisere seg etter 2021 på 59

kroner per kilo. Det taler for at netto driftsmargin vil bli lavere fremover enn den er i dag. Alle faktorer sett under ett mener vi at netto driftsmargin på 15 prosent for 2019 er et godt estimat. Videre vil vi la den synke i årene fremover. Netto driftsresultat er presentert i tabell 66.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Netto driftsresultat (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Driftsinntekt	35 837	37 628	40 639	42 874	45 017	47 043	48 925	50 882	52 917	55 034	57 235	59 525	61 906
Driftsmargin	0,150	0,145	0,140	0,142	0,138	0,137	0,133	0,128	0,126	0,123	0,120	0,120	0,120
Netto driftsresultat	5 375	5 456	5 689	6 088	6 212	6 445	6 507	6 513	6 668	6 769	6 868	7 143	7 429

Tabell 66: Fremtidig netto driftsresultat

8.4.4 Netto finansiell gjeld

Den fjerde driveren vi skal estimere er netto finansiell gjeld. Vi følger Knivslå (2018j) og estimerer først finansiell gjeld og deretter finansielle eiendeler. Netto finansiell gjeld finnes ved hjelp av følgende formel:

$$NFG_t = nfgd_t * NDE_t$$

Netto finansiell gjeld	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
NFG	6 540,5	4 876,4	7 933,3	11 630	11 787	12 255	9 138,8	10 300	
NDE	17 383	16 565	24 280	26 349	29 975	31 047	31 923	33 205	
nfgd	0,376	0,294	0,327	0,441	0,393	0,395	0,286	0,310	0,351

Tabell 67: Netto finansiell gjeld i analyseperioden

Finansiell gjeld

For å finne finansiell gjeld multipliserer vi finansiell gjeldsdel med netto driftseiendeler.

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

Finansiell gjeld (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NDE	33 029	34 521	37 455	39 698	41 877	43 966	45 724	47 553	49 455	51 434	53 491	55 631	57 856
fgd	0,351	0,390	0,422	0,408	0,364	0,354	0,351	0,342	0,338	0,339	0,348	0,348	0,348
FG	11 593	13 463	15 806	16 197	15 243	15 564	16 049	16 263	16 716	17 436	18 615	19 359	20 134

Tabell 68: Finansiell gjeld i analyseperioden

Ifølge Knivsflå (2018j) er det vanlig for selskaper som er notert på Oslo Børs å ha en finansiell gjeldsdel på omtrent 50 prosent. Videre sier han at selskaper med mye gjeld ofte vil prøve å redusere den, samtidig som selskaper med lite gjeld vil prøve å øke den. Optimalt sett ønsker man en gjeld på nivå med bransjegjennomsnittet, eller selskapets eget tidsvektede gjennomsnitt. Marine Harvest sitt tidsvektede gjennomsnitt er på 35,1 prosent. Gjeldsdelen er relativt stabil gjennom hele perioden, men et godt stykke under ideell kapitalstruktur ifølge Oslo Børs. Som nevnt tidligere i oppgaven fikk Marine Harvest nye konsesjoner i juni 2018, som vil føre til investeringer i nye anlegg. Vi mener derfor at en økning i gjeldsgraden de nærmeste årene vil være nødvendig. Utover dette vet vi ingenting om fremtidige prosjekter. Vi velger derfor å la gjeldsgraden stabilisere seg rundt det tidsvektede gjennomsnittet.

Finansielle eiendeler

For å finne finansielle eiendeler multipliserer vi finansiell eiendelsdel med netto driftseiendeler.

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Finansielle eiendeler (MNOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
FE	305,2	1251,6	1630,3	1380,3	618,9	880,5	618,9	644,9	
NDE	17 383	16 565	24 280	26 349	29 975	31047,0	31 923	33 205	
fed	0,018	0,076	0,067	0,052	0,021	0,028	0,019	0,019	0,033

Tabell 69: Finansielle eiendeler i analyseperioden

Ifølge Knivsflå (2018j) er vanlig finansiell eiendelsdel på ca. 20 prosent. Allikevel hevder han at det vil være et høyt tall å oppnå i «steady state». Det tidsvektede gjennomsnittet for Marine Harvest i perioden er på 3,3 prosent. Dette er betydelig mye lavere enn vanlig finansiell eierandel. Allikevel ser vi på det lave tallet som mer riktig for Marine Harvest, da vi ikke ser gode grunner for at de skal sitte på store kontantbeholdninger. Dette fordi det blir sett på som optimal selskapsstyring å begrense mengden kontanter når de utelukkende blir brukt til investeringer i kontantvekst (Knivsflå, 2018j). I 2018T er Marine Harvest sin finansielle eiendelsdel på 1,9 prosent. Vi velger derfor å starte budsjettperioden med en finansiell eiendelsdel på to prosent, før den øker og lander på rundt det vektete gjennomsnittet i budsjettthorisonen T.

Finansielle eiendeler (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NDE	33 029	34 521	37 455	39 698	41 877	43 966	45 724	47 553	49 455	51 434	53 491	55 631	57 856
fed	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033	0,035	0,034	0,036	0,036	0,036
FE	660,6	759,5	898,9	1 032,1	1 172,5	1 319,0	1 463,2	1 569,3	1 730,9	1 748,7	1 925,7	2 002,7	2 082,8

Tabell 70: Fremtidig finansielle eiendeler

Oppsummering av netto finansiell gjeld

Vi vil her oppsummere funnene og ut ifra det regne ut netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NDE	33 029	34 521	37 455	39 698	41 877	43 966	45 724	47 553	49 455	51 434	53 491	55 631	57 856
fgd	0,351	0,390	0,422	0,408	0,364	0,354	0,351	0,342	0,338	0,339	0,348	0,348	0,348
FG	11 593	13 463	15 806	16 197	15 243	15 564	16 049	16 263	16 716	17 436	18 615	19 359	20 134
fed	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033	0,035	0,034	0,036	0,036	0,036
FE	660,6	759,5	898,9	1 032,1	1 172,5	1 319,0	1 463,2	1 569,3	1 730,9	1 748,7	1 925,7	2 002,7	2 082,8
NFG	10 933	12 704	14 907	15 165	14 071	14 245	14 586	14 694	14 985	15 687	16 689	17 357	18 051

Tabell 71: Oppsummering av netto finansiell gjeld

8.4.5 Netto finansresultat

Netto finanskostnader finner man ved å multiplisere årets finansielle gjeldsrente med fjorårets finansielle gjeld.

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

For å finne nettofinansinntekter multipliseres finansiell eiendelsrentabilitet for året med finansielle eiendeler for fjoråret.

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

Hvis selskapet opererer i et velfungerende marked og den netto finansielle gjelden er balanseført til virkelig verdi kan man ta utgangspunkt i at netto finansiell gjeldsrente vil være lik netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2018j). Vi anser markedet Marine Harvest er en del av til å være velfungerende. I tillegg følger Marine Harvest IFRS som sier at den finansielle gjelden skal balanseføres til virkelig verdi. Det betyr at selskapet oppfyller begge kravene for å sette rente lik krav. Vi budsjetterer dermed med en finansiell gjeldsrente lik det finansielle gjeldskravet. Dermed settes finansiell gjeldsrente lik kravet som blir beregnet i kapittel 9. Vi bruker samme forutsetning for finansiell eiendelsrentabilitet og setter renten lik finansielt

eiendelskrav i hele budsjettperioden. Vi bruker derfor finansiell eiendelsrentabilitet som beregnet i kapittel 9.

Netto finansresultat (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
FG t-1	10 945	11 593	13 463	15 806	16 197	15 243	15 564	16 049	16 263	16 716	17 436	18 615	19 359
fgr t	0,019	0,023	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,033	0,033	0,034	0,034	0,034
NFK t	203,0	262,3	344,0	422,1	451,2	442,3	469,6	502,7	540,8	555,8	594,5	636,1	661,6
FE t-1	644,9	660,6	759,5	898,9	1 032,1	1 172,5	1 319,0	1 463,2	1 569,3	1 730,9	1 748,7	1 925,7	2 002,7
fer t	0,006	0,010	0,014	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,022	0,023	0,023	0,023
NFI t	3,78	6,88	10,40	14,04	17,50	21,39	25,48	29,73	35,01	38,55	40,27	44,83	46,88
NFK-NFI	199,2	255,4	333,6	408,1	433,7	420,9	444,1	473,0	505,7	517,3	554,2	591,3	614,7

Tabell 72: Netto finansresultat

8.4.6 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteresser beregnes ved å multiplisere minoritetsdelen med netto driftseiendeler. Driftseiendelene har vi budsjettert tidligere i kapittelet, så nå vil vi fokusere på minoritetsdelen.

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

$$mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t}$$

Minoritetsdel	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
MI t	75,8	69,0	27,8	16,0	8,9	8,2	11,8	17,1	
NDE t	17 383	16 565	24 280	26 349	29 975	31 047	31 923	33 205	
mid	0,00436	0,00417	0,00114	0,00061	0,00030	0,00026	0,00037	0,00051	0,00012

Tabell 73: Minoritetsdel i analyseperioden

Knivsflå (2018j) hevder man ofte har større utbytte av minoritetsdeler hvis datterselskapet ikke er lønnsomt, da dette gir noen å dele tapet med. Motsatt vil man ha mindre utbytte av dem hvis datterselskapet er lønnsomt. Videre sier han at et bra estimat på minoritetsdelen er det tidsvektede gjennomsnittet for selskapet, eventuelt bransjegjennomsnittet. Marine Harvest sitt tidsvektede gjennomsnitt er på 0,012 prosent. Det er ikke noe tydelig mønster gjennom analyseperioden, så det er vanskelig å si om Marine Harvest ønsker å beholde minoritetsinteresser, eller kvitte seg med dem. Vi velger derfor å følge Knivsflå (2018j) og sette minoritetsdel for budsjettperioden lik det tidsvektede gjennomsnittet og ender derfor opp med en minoritetsdel på 0,012 prosent.

Minoritetsinteresser (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NDE t	33 029	34 521	37 455	39 698	41 877	43 966	45 724	47 553	49 455	51 434	53 491	55 631	57 856
mid	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012
MI t	3,96	4,14	4,49	4,76	5,03	5,28	5,49	5,71	5,93	6,17	6,42	6,68	6,94

Tabell 74: Fremtidig minoritetsinteresser

8.4.7 Netto minoritetsresultat

Den siste driveren vi skal budsjettere er netto minoritetsresultat. Det finner vi ved å multiplisere minoritetsrentabiliteten med minoritetsinteressene. Fokuset her vil ligge på å estimere minoritetsrentabiliteten, da minoritetsinteressene ble fastsatt i forrige delkapittel. Ifølge Knivsflå (2018j) vil minoritetsrentabiliteten være lik minoritetskravet hvis det er mulig for majoriteten og presse minoriteten ut, eller hvis man har minoritetsinteresser som er balanseført til virkelig verdi. Siden den vektete minoritetsdelen for Marine Harvest er på 0,012 prosent anser vi det som mulig for majoriteten å presse minoriteten ut. Minoritetsinteressene er så lave at de vil ha liten betydning for videre analyse, og vil velger dermed å sette minoritetsrentabiliteten lik minoritetskravet som vi regner ut i kapittel 9. Netto minoritetsresultat regnes da ved hjelp av følgende formel:

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

Netto minoritetsresultat (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
MI t-1	17,10	3,96	4,14	4,49	4,76	5,03	5,28	5,49	5,71	5,93	6,17	6,42	6,68
mir	0,0435	0,0486	0,0526	0,0577	0,0599	0,0620	0,0642	0,0663	0,0693	0,0703	0,0711	0,0711	0,0711
NMR t	0,74	0,19	0,22	0,26	0,29	0,31	0,34	0,36	0,40	0,42	0,44	0,46	0,47

Tabell 75: Fremtidig netto minoritetsresultat

8.5 Fremtidsregnskap

I siste del av kapittel 8 vil vi presentere fremtidsregnskapet for budsjettperioden 2019-2031. Vi vil presentere fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig frikontantstrøm, i henhold til Palepu et al. (2007, s. 261).

8.5.1 Fremtidsresultat

Resultatregnskap (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
DI	35 837	37 628	40 639	42 874	45 017	47 043	48 925	50 882	52 917	55 034	57 235	59 525	61 906
NDR	5 375	5 456	5 689	6 088	6 212	6 445	6 507	6 513	6 668	6 769	6 868	7 143	7 429
NFI	3,78	6,88	10,40	14,04	17,50	21,39	25,48	29,73	35,01	38,55	40,27	44,83	46,88
NRS	5 379	5 463	5 700	6 102	6 230	6 466	6 533	6 543	6 703	6 808	6 909	7 188	7 476
NFK	203,0	262,3	344,0	422,1	451,2	442,3	469,6	502,7	540,8	555,8	594,5	636,1	661,6
NMR	0,74	0,19	0,22	0,26	0,29	0,31	0,34	0,36	0,40	0,42	0,44	0,46	0,47
NRE	5 176	5 201	5 356	5 680	5 778	6 024	6 063	6 040	6 161	6 252	6 314	6 551	6 813
UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UNFR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FNR	5 175,6	5 200,5	5 355,6	5 679,8	5 778,4	6 023,7	6 062,6	6 039,5	6 161,4	6 251,5	6 313,6	6 551,2	6 813,5
NBU	5 972,5	5 479,6	4 625,6	3 694,6	2 505,8	4 109,3	4 645,4	4 318,7	4 550,6	4 975,8	5 258,4	5 079,4	5 282,8
ΔEK	-796,9	-279,1	730,0	1 985,2	3 272,5	1 914,4	1 417,2	1 720,8	1 610,9	1 275,7	1 055,2	1 471,8	1 530,7

Tabell 76: Fremtidig resultatregnskap

8.5.2 Fremtidsbalanse

Balanse (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NDE	33 029	34 521	37 455	39 698	41 877	43 966	45 724	47 553	49 455	51 434	53 491	55 631	57 856
FE	660,6	759,5	898,9	1 032,1	1 172,5	1 319,0	1 463,2	1 569,3	1 730,9	1 748,7	1 925,7	2 002,7	2 082,8
SSE	33 690	35 281	38 354	40 730	43 049	45 285	47 187	49 122	51 186	53 182	55 417	57 633	59 939
EK	22 092	21 813	22 543	24 529	27 801	29 715	31 133	32 854	34 464	35 740	36 795	38 267	39 798
MI	3,96	4,14	4,49	4,76	5,03	5,28	5,49	5,71	5,93	6,17	6,42	6,68	6,94
FG	11 593	13 463	15 806	16 197	15 243	15 564	16 049	16 263	16 716	17 436	18 615	19 359	20 134
SSK	33 690	35 281	38 354	40 730	43 049	45 285	47 187	49 122	51 186	53 182	55 417	57 633	59 939

Tabell 77: Fremtidig balanse

8.5.3 Fremtidig frikontantstrøm

Fri kontantstrøm (MNOK)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NDR	5 375,5	5 456,1	5 689,4	6 088,1	6 212,4	6 444,9	6 507,0	6 512,9	6 667,6	6 769,2	6 868,2	7 143,0	7 428,7
UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ΔNDE	-175,6	1 492,4	2 933,5	2 243,0	2 178,8	2 088,9	1 758,6	1 829,0	1 902,1	1 978,2	2 057,3	2 139,6	2 225,2
FKD	5 551,1	3 963,7	2 755,9	3 845,1	4 033,6	4 356,0	4 748,4	4 683,9	4 765,4	4 791,0	4 810,9	5 003,3	5 203,5
NFI	3,78	6,88	10,40	14,04	17,50	21,39	25,48	29,73	35,01	38,55	40,27	44,83	46,88
UNFI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ΔFE	15,68	98,89	139,4	133,2	140,4	146,4	144,2	106,1	161,7	17,80	176,9	77,03	80,1
FKS	5 539,2	3 871,7	2 626,8	3 725,9	3 910,7	4 230,9	4 629,7	4 607,6	4 638,8	4 811,7	4 674,2	4 971,1	5 170,2
NFK	203,0	262,3	344,0	422,1	451,2	442,3	469,6	502,7	540,8	555,8	594,5	636,1	661,6
ΔFG	648,3	1 870,2	2 342,6	390,8	-953,6	320,7	485,4	214,0	452,7	720,1	1 178,9	744,6	774,4
NMR	0,74	0,19	0,22	0,26	0,29	0,31	0,34	0,36	0,40	0,42	0,44	0,46	0,47
UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ΔMI	-13,14	0,18	0,35	0,27	0,26	0,25	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27
FKE	5 970,7	5 479,6	4 625,6	3 694,6	2 505,8	4 109,3	4 645,4	4 318,7	4 550,6	4 975,8	5 258,4	5 079,4	5 282,8

Tabell 78: Fremtidig frikontantstrøm

9. Fremtidskrav

I kapittel 7 beregnet vi Marine Harvest sitt historiske avkastningskrav. Nå vil vi ta for oss selskapets fremtidige avkastningskrav. I dette kapittelet vil vi benytte oss av samme teorigrunnlag som kapittel 7. Vi vil beregne egenkapitalkravet, finansielle krav og selskapskrav. Videre vil disse danne grunnlag for en estimering av Marine Harvest sin strategiske fordel. Estimeringene som blir gjort i dette kapittelet vil bli viktige for den fundamentale verdsettelsen i neste kapittel.

9.1 Egenkapitalkravet

I likhet med kapittel 7 vil vi her benytte oss av CAPM for å beregne egenkapitalkravet.

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

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

9.1.1 Risikofri rente

Fra Kaldestad & Møller (2011, s. 108-110) vet vi at den risikofrie renten er en tenkt avkastning for et selskap som ikke innehar noe reell misligholds- eller konkursrisiko. Videre sier de at å ta stilling til om man benytter langsiktig eller kortsiktig statsobligasjonsrente kan være krevende. De presenterer fire alternativer for hvordan man beregner den risikofrie renten:

1. Man kan bruke ulik risikofri rente for de forskjellige periodene.
2. Man kan benytte en kortsiktig rente.
3. Man kan benytte en langsiktig rente.
4. Man kan benytte en langsiktig WACC, også kalt et stivt avkastningskrav.

Vi velger å legge til grunn en kombinasjon av den langsiktige renten og Nibor3M. Vi tar dermed utgangspunkt i 10-årige norske statsobligasjoner og Nibor3M for en periode på 20 år. Ifølge PWC (2017, s. 4) er det et klart flertall som legger 10-årige statsobligasjoner til grunn. Vi velger derimot å følge rammeverket til Knivsflå (2018f) og benytter derfor en kombinasjon. Vi vekter derfor statsobligasjonene med 1/3 og Nibor3M med 2/3 i

beregningen av den langsiktige renten. Videre må vi ta hensyn til bankenes kredittrisikopremie. Bankene har en gjennomsnittlig rating på AA, som tilsvarer en konkurrisiko på 0,5 prosent (Knivsflå, 2018f).

Vi er inne i en periode med historisk lavt rentenivå. Styringsrenten har vært uendret de siste syv årene. I 2018 er det som nevnt tidligere forventet at styringsrenten vil øke en del fremover. Fra figur 6 ser man at det er forventet at renten vil være på to prosent ved utgangen av 2021. Den risikofrie renten vil over tid komme tilbake til gjennomsnittet, med andre ord vil man oppnå en normalrente i «steady state». Ut ifra informasjonen om at styringsrenten skal øke, forutsetter vi at dette også gjelder Nibor3M. Dette mener vi medfører at den risikofrie renten også vil øke fremover.

Egenkapitalkravet er gitt etter skatt, derfor må den risikofrie renten også gis etter skatt. Selskapsskatten i 2018 er på 23 prosent. For å kunne estimere fremtidig selskapsskatt må man ta hensyn til nasjonal- og europeisk politikk. I Norge er den borgerlige fløyen kjent for å ønske skatteletter, mens den rødgrønne ofte kjemper for det motsatte. Ettersom vi ikke kan predikere hvem som vil sitte i regjering frem mot 2031, ser vi på en skattesats på 23 prosent som et kompromiss mellom de to fløyene. Siden 2003 har selskapsskatten blitt senket 106 ganger i europeiske land. I dag snakkes det om et felles bunnpunkt for selskapsskatten i Europa, som ifølge De danske sosialdemokratenes europapolitiske talsmann, Peter Hummelgaard Thomsen, burde ligge på 21 –21,5 prosent (Vermes, 2018b). Selv om det er indikasjoner på at skattesatsen vil reduseres, velger vi å holde den på 23 prosent, da vi mener vi ikke har nok grunnlag for å predikere en reduksjon. Den risikofrie renten presenteres i tabell 79.

Gjennomsnittlig Nibor3M for de siste 20 årene er på 3,8 prosent (Norges Bank, u.å.c; Oslo Børs, u.å.b), mens de 10-årige statsobligasjonene har en rente på 1,77 prosent den 29.06.2018 (Norges Bank, u.å.b).

Risikofri rente etter skatt (%)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Skattesats	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Nibor 3-mnd rente	0,011	0,016	0,020	0,022	0,023	0,025	0,026	0,028	0,030	0,030	0,031	0,031	0,031
Kreditrisikopremie bank	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,0059	0,0112	0,0150	0,0165	0,0180	0,0195	0,0210	0,0225	0,0250	0,0250	0,0261	0,0262	0,0262
Skatt	0,001	0,003	0,003	0,004	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
Risikofri rente etter skatt	0,0045	0,0086	0,0116	0,0127	0,0139	0,0150	0,0162	0,0173	0,0193	0,0193	0,0201	0,0202	0,0202

Tabell 79: Risikofri rente etter skatt

Den risikofrie renten før vi har tatt hensyn til bankenes kreditrisikopremie og skatt blir da på 3,1 prosent. Etter vi har trukket fra kreditrisikopremie og skatt blir den risikofrie renten i 2019 på 0,45 prosent. Vi velger å øke den risikofrie renten jevnt fremover til den stabiliserer seg i 2030. Den risikofrie renten etter skatt blir 2,02 prosent i 2031. Dette er en del høyere enn tallet i 2019, som kommer som følge av en økning i normal rente.

9.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie har ligget på fem prosent siden 2012. Trass i rekordår på Oslo Børs i fjor, med en hovedindeks som steg 19,1 prosent, mener flertallet av norske finansanalytikere at den vil holde seg på dette nivået fremover (Mjelde, Nguyen & Fastbø, 2018, s. 9). Vi velger derfor å benytte en markedsrisikopremie på fem prosent i budsjettperioden.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Markedsrisikopremie	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

Tabell 80: Markedsrisikopremie

9.1.3 Egenkapitalbeta

I kapittel 7 fant vi en egenkapitalbeta på 0,26 for 2018T. Nå skal vi estimere beta for budsjettperioden. Vi vet fra Wong (2011, s. 31) at egenkapitalbetaen er sensitiv, og dermed ikke konstant. Vi tar utgangspunkt i vår beregnede egenkapitalbeta for 2018T og det vektete gjennomsnittet når vi skal estimere for fremtiden. Egenkapitalbetaen vil variere, men vi velger å la den gå mot det vektete gjennomsnittet for analyseperioden i år T+1.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Egenkapitalbeta	0,28	0,30	0,32	0,40	0,42	0,44	0,46	0,48	0,50	0,52	0,52	0,53	0,53

Tabell 81: Prognostisert egenkapitalbeta

9.1.4 Illikviditetspremie

Her følger vi de samme prinsippene som for den historiske illikviditetspremien oppgitt i kapittel 7. Vi velger derfor å sette illikviditetspremien på 0,4 prosent for majoriteten, og 2,5 prosent for minoriteten.

9.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Vi vil her presentere egenkapital- og minoritetskravet for budsjettperioden.

Egenkapitalskrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Risikofri rente etter skatt	0,0045	0,0086	0,0116	0,0127	0,0139	0,0150	0,0162	0,0173	0,0193	0,0193	0,0201	0,0202	0,0202
Egenkapitalbeta	0,28	0,30	0,32	0,40	0,42	0,44	0,46	0,48	0,50	0,52	0,52	0,53	0,53
Markedets risikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Egenkapitalkrav CAPM	0,0185	0,0236	0,0276	0,0327	0,0349	0,0370	0,0392	0,0413	0,0443	0,0453	0,0461	0,0467	0,0467
Illikviditetspremie	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Egenkapitalskrav	0,0225	0,0276	0,0316	0,0367	0,0389	0,0410	0,0432	0,0453	0,0483	0,0493	0,0501	0,0507	0,0507

Tabell 82: Egenkapitalkrav

Minoritetskrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Egenkapitalkrav CAPM	0,0185	0,0236	0,0276	0,0327	0,0349	0,0370	0,0392	0,0413	0,0443	0,0453	0,0461	0,0467	0,0467
Illikviditetspremie minoritet	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
Minoritetskrav	0,0435	0,0486	0,0526	0,0577	0,0599	0,0620	0,0642	0,0663	0,0693	0,0703	0,0711	0,0717	0,0717

Tabell 83: Minoritetskrav

9.2 Finansielle krav

I kapittel 7 beregnet vi de historiske finansielle kravene, og det er de vi vil ta utgangspunkt i for budsjettperioden, sammen med utregningene fra kapittel 8. Vi vil foreta en syntetisk rating for budsjettperioden, beregne finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav og netto finansielt gjeldskrav.

9.2.1 Syntetisk rating

Den budsjetterte syntetiske ratingen vil inneholde de samme forholdstallene som den historiske syntetiske ratingen i kapittel 6. Vi vil også bruke en del av tallene fra kapittel 8. Det er vanskelig å beregne likviditetsgrad 1 for en lang budsjettthorison, fordi man trenger et mer detaljert fremtidsregnskap. Vi velger derfor å følge Knivsflå (2018f) og la likviditetsgrad 1 konvergere mot det tidsvektede gjennomsnittet for Marine Harvest i analyseperioden. Tabell 84 viser den syntetiske ratingen for Marine Harvest i budsjettperioden.

Gjennomsnittelig rating	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Likviditetsgrad 1	3,60	3,57	3,51	3,46	3,39	3,36	3,29	3,27	3,23	3,20	3,18	3,17	3,16
Rating	A(+)	A(+)	A(+)	A(+)	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	8,94	8,57	7,70	7,02	7,00	7,72	7,64	7,43	7,51	7,42	7,23	6,99	6,83
Rating	AA (+)	AA (+)	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,499	0,471	0,447	0,458	0,492	0,499	0,502	0,509	0,512	0,512	0,505	0,504	0,503
Rating	BBB(+)	BBB(+)	BBB	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)	A(-)	A(-)	A(-)	A(-)	A(-)	A(-)	A(-)
Netto driftsrentabilitet	0,177	0,176	0,172	0,171	0,165	0,162	0,156	0,150	0,148	0,144	0,140	0,138	0,133
Rating	A(+)	A(+)	A(+)	A(+)	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Gjennomsnittelig rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 84: Syntetisk rating

Fra tabell 84 ser vi at Marine Harvest sin gjennomsnittlige rating er A gjennom hele budsjettperioden. Dette er det samme resultatet som den historiske syntetiske ratingen. Vi velger på samme grunnlag som i kapittel 6 å nedjustere gjennomsnittet til BBB. Det betyr at Marine Harvest sin konkursrisiko for budsjettperioden er på 1,4 prosent.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Nedjustert rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 85: Justert syntetisk rating

9.2.2 Finansielle krav

For å kunne beregne det netto finansielle gjeldskravet må vi først beregne krav for den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene. Formelen for netto finansielt gjeldskrav er som følger:

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

Finansielt gjeldskrav

Vi finner det fremtidige finansielle gjeldskravet på samme måte som for det historiske finansielle gjeldskravet. For fastsettelse av gjeldskrav må vi også ta hensyn til den fremtidige syntetiske ratingen (Knivsflå, 2018f).

Finansielt gjeldskrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente	0,0045	0,0086	0,0116	0,0127	0,0139	0,0150	0,0162	0,0173	0,0193	0,0193	0,0201	0,0202	0,0202
Kreditrisiko premie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	0,0185	0,0226	0,0256	0,0267	0,0279	0,0290	0,0302	0,0313	0,0333	0,0333	0,0341	0,0342	0,0342

Tabell 86: Finansielt gjeldskrav

Fra tabell 86 ser vi at det finansielle gjeldskravet øker gjennom hele budsjettperioden fra 1,85 prosent i 2019 til 3,42 prosent i 2031. Etersom rating og kreditrisikopremie er konstant gjennom hele perioden, er det kun den risikofrie renten som har innvirkning på det finansielle gjeldskravet.

Finansielt eiendelskrav

Siden vi har valgt en lang budsjettthorisont er det begrenset hvor detaljert fremtidsregnskapet vil være. Dette vil gjøre det vanskelig å beregne kontantvekt, fordringsvekt og investeringsvekt. Dermed vil vi ta utgangspunkt i delkapittel 7.11.2 når vi skal beregne finansielt eiendelskrav for budsjettthorisonen. Med mangelfull informasjon i forhold til vektning velger vi å la disse samsvare med de historiske. Frem mot budsjettthorisonen T vil vi la de konvergere mot tidsvektet snitt. Vi bruker de samme forutsetningene som i delkapittel 7.11.2. Det betyr at vi setter kortsiktig kreditrisiko lik én prosent, investeringsbeta lik én og illikviditetspremie lik null. Det resulterer i at det ikke får betydning om resultatet er før eller etter skatt.

Finansielt eiendelskrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Kontantkrav	0,0045	0,0086	0,0116	0,0127	0,0139	0,0150	0,0162	0,0173	0,0193	0,0193	0,0201	0,0202	0,0202
Kontaktvekt	0,9812	0,9716	0,9581	0,9502	0,9374	0,9128	0,9035	0,8833	0,8697	0,8563	0,8372	0,8287	0,8256
Fordringskrav	0,0145	0,0186	0,0216	0,0227	0,0239	0,0250	0,0262	0,0273	0,0293	0,0293	0,0301	0,0302	0,0302
Fordringsvekt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investeringskrav	0,0545	0,0586	0,0616	0,0627	0,0639	0,0650	0,0662	0,0673	0,0693	0,0693	0,0701	0,0702	0,0702
Investeringsvekt	0,0258	0,0348	0,0426	0,0566	0,0621	0,0698	0,0712	0,0745	0,0804	0,0836	0,0885	0,0935	0,0962
Finansielt eiendelskrav	0,0059	0,0104	0,0137	0,0156	0,0170	0,0182	0,0193	0,0203	0,0223	0,0223	0,0230	0,0233	0,0234

Tabell 87: Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet i 2019 er på 0,59 prosent. Det øker i løpet av perioden og ender i 2031 på 2,34 prosent.

Netto finansielt gjeldskrav

Tabell 88 viser netto finansielt gjeldskrav med utgangspunkt i finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Vi bruker samme utregningsmetode som i delkapittel 7.11.3.

Netto finansielt gjeldskrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Krav til finansiell gjeld	0,0185	0,0226	0,0256	0,0267	0,0279	0,0290	0,0302	0,0313	0,0333	0,0333	0,0341	0,0342	0,0342
Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	1,0604	1,0598	1,0603	1,0681	1,0833	1,0926	1,1003	1,1068	1,1155	1,1115	1,1154	1,1111	1,1178
Krav til finansielle eiendeler	0,0059	0,0104	0,0137	0,0156	0,0170	0,0182	0,0193	0,0203	0,0223	0,0223	0,0230	0,0233	0,0234
Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	0,0604	0,0598	0,0603	0,0681	0,0833	0,0926	0,1003	0,1068	0,1155	0,1115	0,1154	0,1111	0,1178
Krav til netto finansiell gjeld	0,0193	0,0234	0,0263	0,0275	0,0288	0,0300	0,0313	0,0325	0,0345	0,0345	0,0354	0,0354	0,0354

Tabell 88: Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav i 2019 blir da på 1,93 prosent. Vi ser en økning frem til 2031 der kravet ender på 3,54 prosent.

9.3 Selskapskrav

Vi vil nå utforme selskapskravet til Marine Harvest for budsjettperioden. Vi vil benytte oss av de samme faktorene og utregningene som i utformingen i kapittel 7. Kravene er de vektete kravene til finansieringskilden (WACC). Kravene blir presentert i tabell 89 og 90, med en oppsummering i tabell 91.

Netto driftskrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Egenkapitalkrav	0,0225	0,0276	0,0316	0,0367	0,0389	0,0410	0,0432	0,0453	0,0483	0,0493	0,0501	0,0507	0,0507
EK / NDK	0,6690	0,6319	0,6019	0,6179	0,6639	0,6759	0,6809	0,6909	0,6969	0,6949	0,6879	0,6849	0,6859
Minoritetskrav	0,0435	0,0486	0,0526	0,0577	0,0599	0,0620	0,0642	0,0663	0,0693	0,0703	0,0711	0,0717	0,0717
MI / NDK	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012
Netto finansielle gjeldskrav	0,0193	0,0234	0,0263	0,0275	0,0288	0,0300	0,0313	0,0325	0,0345	0,0345	0,0354	0,0354	0,0354
NFG / NDK	0,3310	0,3680	0,3980	0,3820	0,3360	0,3240	0,3190	0,3090	0,3030	0,3050	0,3120	0,3150	0,3140
Netto driftskrav	0,0215	0,0261	0,0294	0,0332	0,0355	0,0375	0,0394	0,0414	0,0441	0,0447	0,0455	0,0459	0,0459

Tabell 89: Netto driftskrav

Sysselsatt kapitalkrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Egenkapitalkrav	0,0225	0,0276	0,0316	0,0367	0,0389	0,0410	0,0432	0,0453	0,0483	0,0493	0,0501	0,0507	0,0507
EK / SSK	0,6558	0,6183	0,5878	0,6022	0,6458	0,6562	0,6598	0,6688	0,6733	0,6720	0,6640	0,6617	0,6614
Minoritetskrav	0,0435	0,0486	0,0526	0,0577	0,0599	0,0620	0,0642	0,0663	0,0693	0,0703	0,0711	0,0717	0,0717
MI / SSK	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012	0,00012
Finansielt gjeldskrav	0,0185	0,0226	0,0256	0,0267	0,0279	0,0290	0,0302	0,0313	0,0333	0,0333	0,0341	0,0342	0,0342
FG / SSK	0,3441	0,3816	0,4121	0,3977	0,3541	0,3437	0,3401	0,3311	0,3266	0,3279	0,3359	0,3382	0,3385
Sysselsatt kapitalkrav	0,0212	0,0257	0,0291	0,0327	0,0350	0,0369	0,0388	0,0407	0,0434	0,0440	0,0447	0,0451	0,0451

Tabell 90: Sysselsatt kapitalkrav

Oppsummert selskapskrav	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Egenkapitalkrav	0,0225	0,0276	0,0316	0,0367	0,0389	0,0410	0,0432	0,0453	0,0483	0,0493	0,0501	0,0507	0,0507
Minoritetskrav	0,0435	0,0486	0,0526	0,0577	0,0599	0,0620	0,0642	0,0663	0,0693	0,0703	0,0711	0,0717	0,0717
Finansielt gjeldskrav	0,0185	0,0226	0,0256	0,0267	0,0279	0,0290	0,0302	0,0313	0,0333	0,0333	0,0341	0,0342	0,0342
Finansielt eiendelskrav	0,0059	0,0104	0,0137	0,0156	0,0170	0,0182	0,0193	0,0203	0,0223	0,0223	0,0230	0,0233	0,0234
Netto finansielt gjeldskrav	0,0193	0,0234	0,0263	0,0275	0,0288	0,0300	0,0313	0,0325	0,0345	0,0345	0,0354	0,0354	0,0354
Sysselsatt kapitalkrav	0,0212	0,0257	0,0291	0,0327	0,0350	0,0369	0,0388	0,0407	0,0434	0,0440	0,0447	0,0451	0,0451
Netto driftskrav	0,0215	0,0261	0,0294	0,0332	0,0355	0,0375	0,0394	0,0414	0,0441	0,0447	0,0455	0,0459	0,0459

Tabell 91: Oppsummering av selskapskrav

9.4 Fremtidig strategisk fordel

Nå ønsker vi å estimere Marine Harvest sin fremtidige strategiske fordel. Denne er sterkt knyttet opp til den strategiske regnskapsanalysen. Nullhypotesen sier at et selskap ikke vil ha en varig strategisk fordel. Man går dermed ut ifra at egenkapitalrentabiliteten vil trekkes mot egenkapitalavkastningen på sikt. Den alternative hypotesen vil da være at selskapet har en varig strategisk fordel (Knivsflå, 2018f). Dette kan komme av at de besitter finansiell, fysisk, organisatorisk, relasjons - eller kunnskapskapital som er unik (Lien & Jakobsen, 2015, s. 90).

$$SF = ekr - ekk$$

SF = (Superrentabilitet) Strategisk fordel, ekr = egenkapitalrentabiliteten

ekk = egenkapitalkravet

Superrentabilitet	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Egenkapitalrentabilitet	0,2380	0,2472	0,2520	0,2504	0,2276	0,2173	0,2062	0,1946	0,1894	0,1832	0,1794	0,1784	0,1709
Egenkapitalkrav	0,0225	0,0276	0,0316	0,0367	0,0389	0,0410	0,0432	0,0453	0,0483	0,0493	0,0501	0,0507	0,0507
Superrentabilitet	0,2155	0,2196	0,2205	0,2137	0,1887	0,1763	0,1630	0,1493	0,1412	0,1340	0,1293	0,1277	0,1202

Tabell 92: Superrentabilitet (Strategisk fordel)

Fra tabell 92 ser vi at Marine Harvest sin strategiske fordel går ned fra 21,55- til 12,02 prosent i løpet av budsjettperioden. I 2018T var den strategiske fordel på 16,4 prosent. Etter det ser vi en økning i 2019, før den synker frem til 2031. Fra den strategiske analysen har vi konkludert med at Marine Harvest er i besittelse av midlertidige fordeler. Det er derfor naturlig å forvente at superrentabiliteten vil ende på null i løpet av budsjettperioden, noe den ikke gjør. Ifølge Roos, et al. (2014, s. 25-26) må fire forhold være til stede for å oppnå varig konkurransefordeler: Ressursene må være verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og ikke-substituerbare. Marine Harvest sine fordeler er verdifulle og sjeldne, men de er imiterbare og substituerbare. Årsaker til at superrentabiliteten ikke blir null i slutten av budsjettthorisonen kan være som vi diskuterte i delkapittel 5.4 at vi har valgt å ikke justere for målefeil. Vanlige målefeil kan være at fysiske gjenstander blir avskrevet for raskt. Det kan også være målefeil i postene nedskrivninger, forskning og utvikling og biologiske eiendeler. Vi valgte som nevnt i delkapittel 5.4 å ikke justere for målefeil da vi fryktet det ville tilføre støy til regnskapet. Det er vanskelig å forutse fremtidig strategisk fordel og hvor lenge den vil opprettholdes. Det kan tenkes at Marine Harvest vil miste sin strategiske fordel med en lengre budsjettthorison, men dette kan vi ikke ta hensyn til. Ut ifra resultatene av superrentabilitetsanalysen konkluderer vi med at Marine Harvest er i besittelse av en varig strategisk fordel. Vi forkaster dermed nullhypotesen om at Marine Harvest ikke er i besittelse av en fremtidig strategisk fordel, og beholder alternativ hypotesen om at de er i besittelse av en varig strategisk fordel.

9.4.1 Dekomponering av den strategiske fordel

Nå ønsker vi å splitte opp den strategiske fordel. Vi begynner med finansieringsfordel og minoritetsfordel som i vårt tilfelle vil være lik null. Årsaken til dette er at vi i kapittel 8 har fastsatt at finansiell gjeldsrentabilitet er lik finansielt gjeldskrav, og at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav. Når disse to forutsetningene er oppfylt vil finansieringsfordelen være lik null. Vi vet også at minoritetsrentabilitet er likt minoritetskrav, som resulterer i at minoritetsfordelen også er lik null (Knivsflå, 2018f). Vi vil videre ta for oss strategisk fordel til drift og gearingfordel. Den dekomponerte strategiske fordel presenteres i tabell 93.

Dekomponert SF	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
SF til drift	0,155	0,132	0,122	0,120	0,113	0,109	0,103	0,096	0,091	0,087	0,083	0,083	0,083
Gearingfordel til drift	0,060	0,088	0,098	0,094	0,076	0,067	0,060	0,054	0,050	0,047	0,046	0,045	0,038
Finanseringsfordel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Minoritetsfordel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Strategisk fordel	0,215	0,220	0,220	0,214	0,189	0,176	0,163	0,149	0,141	0,134	0,129	0,128	0,120

Tabell 93: Dekomponert strategisk fordel

Vi ser fra tabell 93 at størsteparten av den strategiske fordelen stammer fra strategisk fordel til drift. Strategisk fordel til drift er på 15,5 prosent i 2019 og den synker til 8,3 prosent i slutten av budsjetthorisonten. Gearingfordel til drift synker også og minker fra seks prosent i 2019 til 3,8 prosent i 2031. På samme måte som i kapittel 7 er strategisk fordel fra drift er dominerende. Dette er naturlig da vi forutsetter selskapet har samme drift i budsjettperioden.

10. Fundamental verdsettelse

Vi vil nå gjennomføre selve verdsettelsen av Marine Harvest. Verdsettelsen er basert på de foregående kapitlene. De to metodene vi vil benytte oss av er egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Som nevnt i kapittel 3 skal begge metodene gi samme resultat. I kapittel 11 vil vi foreta en komparativ verdsettelse, før vi vil komme med kritikk av resultatene og en handelsstrategi. Siden verdsettelsen vår er satt til 30.06.2018 burde vi egentlig ha neddiskontert tallene med et halvt år. Vi har valgt å ikke gjøre dette da vi mener det har liten betydning for det endelige verdiesestimater.

10.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden vurderes kun selskapets egenkapital (Damodaran, 2012, s. 12-13). Dette kan gjøres ved å benytte seg av dividende-, frikontantstrøm-, superprofitt- eller superprofitt-fra-drift modellen.

10.1.1 Dividende- og frikontantstrømmodellen

Dividendemodellen (Dividend discount model) blir sett på som den minst krevende metoden for verdsettelse av egenkapital. Den sier at verdien av en aksje er nåverdien av fremtidig dividende (Damodaran, 2012, s. 323). En ulempe med metoden er at dividende ikke

nødvendigvis forklarer noe om verdien av selskapet. Det finnes verdifulle selskaper som betaler ut lite dividende og selskaper som låner penger for å betale ut dividende. Dividende kan sies å være distribuering av verdi, i stedet for verdiskapning (Penman, 2013, s. 111-114).

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

VEK = verdien til egenkapitalen, NBU = netto betalt utbytte,

ekv = egenkapitalvekst, ekk = egenkapitalkrav,

Frikontantstrømmodellen (Discounted cash flow model) går ut på å prognostisere fremtidige kontantstrømmer fra selskapets prosjekter og investeringer. Det er en av de mest brukte modellene. Et selskap er en samling av alle dets prosjekter og investeringer, og en vurdering av disse vil dermed være en vurdering av selve selskapet. Ulemper med metoden er at man trenger en relativt lang horisont for å få gode estimater og at analytikere gjerne ser på profit og ikke kontantstrøm (Penman, 2013, s. 114-120).

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

FKE = frikontantstrøm til egenkapitalen

Vi har valg å ikke foreta noen utregning for dividendemodellen fordi vi forutsetter at netto betalt utbytte er lik frikontantstrøm til egenkapital. Dette er en forutsetning også Petersen et al. (2017, s. 307) har tatt. De presiserer at dette er vanlig praksis. Med denne forutsetningen er modellene identiske, og vi ser ikke noe behov for å gjennomføre utregninger for begge modeller. Vi velger dermed kun å gjøre beregninger ved hjelp av frikontantstrømmodellen.

FKE-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FKE		5 970,7	5 479,6	4 625,6	3 694,6	2 505,8	4 109,3	4 645,4	4 318,7	4 550,6	4 975,8	5 258,4	5 079,4	5 282,8
Diskonteringsfaktor		1,0225	1,0507	1,0839	1,1237	1,1674	1,2153	1,2678	1,3252	1,3892	1,4577	1,5307	1,6083	1,6899
Nåverdi av år 1 til T+1	44 343	5 839,3	5 215,2	4 267,6	3 287,9	2 146,5	3 381,3	3 664,1	3 258,9	3 275,7	3 413,5	3 435,3	3 158,2	3 126,1
Nåverdi av horisontverdien T+2	72 074													72 074
Verdien av egenkapital	116 418													
Verdiestimat av per aksje	237,51													

Tabell 94: FKE-modellen

Fra tabell 94 ser vi at Marine Harvest har en egenkapitalverdi på 116.418 millioner kroner, som gir en aksjeverdi på 237,51 kroner.

10.1.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen (Residual income model) er en attraktiv metode fordi den binder sammen regnskapsanalyse, strategi og finans. Metoden hensyntar alternativkostnaden til den investerte kapitalen og sier at selskapets verdi er investert kapital pluss/minus nåverdien av alternativkostnadens avkastning. Ulemper med modellen er at den baserer seg på investert kapital, og passer således dårlig til selskaper med overvekt av immaterielle eiendeler (Kaldestad & Møller, 2011, s. 42-43). Vi bruker følgende formel for å regne ut superprofitt til egenkapital:

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

$SPE = \text{superprofitt til egenkapital}$

SPE-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Balansført EK	22 889													
SPE		4 659,6	4 590,2	4 667,4	4 852,3	4 825,2	4 883,5	4 779,8	4 628,4	4 576,2	4 554,1	4 523,1	4 686,6	4 874,3
Diskonteringsfaktor		1,0225	1,0507	1,0839	1,1237	1,1674	1,2153	1,2678	1,3252	1,3892	1,4577	1,5307	1,6083	1,6899
Nåverdi av år 1 til T+1	45 252	4 557,0	4 368,7	4 306,1	4 318,1	4 133,3	4 018,3	3 770,1	3 492,6	3 294,2	3 124,2	2 954,9	2 914,0	2 884,4
Nåverdi av horisontverdien T+2	48 277													48 277
Verdien av egenkapital	116 418													
Verdiestimat av per aksje	237,51													

Tabell 95: SPE-modellen

SPE-modellen gir oss en egenkapitalverdi på 116.148 millioner kroner og tilsvarende aksjeverdi på 237,51 kroner.

10.1.3 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen (Abnormal earnings growth model) ser på veksten til det unormale resultatet. Man måler endringen i superprofitten. Verdien av egenkapitalen blir da det kapitaliserte nettoresultatet til egenkapitalen sett bort ifra vekst, pluss nåverdien til fremtidig vekst (Knivsflå, 2018k). Ulemper med modellen er at den krever forståelse for periodiseringsinntekter og at den er sensitiv i forhold til avkastningskravet. I tillegg er den

vanskelig å kombinere med strategiske analyser fordi den ikke tar hensyn til driverne som påvirker inntjeningen (Penman, 2013, s. 195).

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

ΔSPE-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nettoreultat år 1		5 175,6													
Kapitalisert verdi	124 114														
ΔSPE			-92,0	36,4	118,6	-102,9	-28,4	-198,2	-252,2	-164,4	-138,0	-149,7	38,1	57,2	-109,8
Diskonteringsfaktor			1,0225	1,0507	1,0839	1,1237	1,1674	1,2153	1,2678	1,3252	1,3892	1,4577	1,5307	1,6083	1,6899
Nåverdi av år 2 til T+2		-689,5	-90,0	34,6	109,4	-91,6	-24,3	-163,1	-199,0	-124,1	-99,4	-102,7	24,9	35,6	-65,0
Kapitalisert verdi	-16 536														
Nåverdi av horisontverdien T+3															-1 078,2
Kapitalisert verdi	-25 855														
Verdien av egenkapital	116 418														
Verdiestimat av per aksje	237,51														

Tabell 96: ΔSPE-modellen

For superprofittvekstmodellen har vi valgt å ta med horisontverdien T+3. Vi ser fra tabell 96 at verdien på egenkapitalen er på 116.148 millioner kroner. Dette gir en verdi på 237,51 kroner per aksje.

10.2 Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte. Det gjøres enten via netto driftskapitalmetoden eller via sysselsattkapitalmetoden. Teoretisk sett skal begge metodene gi likt svar (Palepu et al., 2007, s. 294).

10.2.1 Sysselsattkapitalmetoden

Med sysselsattkapitalmetoden finner man verdien av egenkapitalen indirekte ved hjelp av sysselsatt kapital. Man beregner først verdi av sysselsatt kapital, før man trekker fra verdi av gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2018).

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

$VSSK = \text{verdien til sysselsatt kapital}$, $VFG = \text{verdien til finansiell gjeld}$,

$VMI = \text{verdien til minoritetsinteressene}$

Det finnes tre forskjellige metoder man kan benytte for å finne verdi av sysselsatt kapital. Man kan benytte seg av frikontantstrøm-, superprofitt- eller superprofittvekstmodellen. Modellene følger samme mønster som for egenkapitalmetoden. Forskjellene er at man benytter sysselsatt kapital, sysselsatt kapitalkrav og sysselsatt kapitalvekst, i stedet for tilhørende egenkapital, egenkapitalkrav og egenkapitalvekst (Knivsflå, 2018).

Frikontantstrømmodellen

Formelen for frikontantstrøm er som følger:

$$\text{Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital} = \text{netto resultat til sysselsattkapital} - \text{endring i sysselsatt kapital}$$

Verdi av sysselsatt kapital er definert som følger:

$$VSKK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_T) * (skk - skv)}$$

FKS-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FKSt		5 539,2	3 871,7	2 626,8	3 725,9	3 910,7	4 230,9	4 629,7	4 607,6	4 638,8	4 811,7	4 674,2	4 971,1	5 170,2
Diskonteringsfaktor		1,0212	1,0474	1,0779	1,1132	1,1521	1,1946	1,2410	1,2915	1,3476	1,4069	1,4697	1,5360	1,6053
Nåverdi av år 1 til T+1	42 418	5 424,2	3 696,5	2 437,0	3 347,0	3 394,4	3 541,7	3 730,6	3 567,6	3 442,2	3 420,1	3 180,4	3 236,4	3 220,7
Nåverdi av horisontverdien T+2	130 001													130 001
Verdien av SSK	172 420													
Finansiell gjeld	10 945													
Verdien av minoritet	17,1													
Verdien av egenkapital	161 458													
Verdiestimat av per aksje	329,39													

Tabell 97: FKS-modellen

Fra tabell 97 får vi en egenkapitalverdi på 161.458 millioner kroner, som gir en aksjeverdi på 329,39 kroner.

Superprofittmodellen

Formelen for superprofitt er følgende:

$$\text{Superprofitt sysselsatt kapital} = NRS_t - ssk_t * SSK_{t-1}$$

Verdi av sysselsatt kapital er definert som følger:

$$SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_t)} + \frac{VSKK_0 = SPS_{T+1}}{(1 + ssk_t) * \dots * (1 + ssk_T) * (skk - skv)}$$

SPS-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Balansført SSK	33 850													
Superprofitt til SSK		4 662,7	4 596,5	4 673,8	4 846,7	4 805,7	4 878,1	4 777,6	4 622,4	4 572,9	4 555,2	4 529,9	4 688,7	4 876,7
Diskonteringsfaktor		1,0212	1,0474	1,0779	1,1132	1,1521	1,1946	1,2410	1,2915	1,3476	1,4069	1,4697	1,5360	1,6053
Nåverdi av år 1 til T+1	46 094	4 565,9	4 388,5	4 336,0	4 353,9	4 171,2	4 083,4	3 849,8	3 579,1	3 393,4	3 237,7	3 082,2	3 052,5	3 037,9
Nåverdi av horisontverdi T+2	126 326													126 326
Verdien av SSK	172 420													
Finansiell gjeld	10 945													
Verdien av minoritet	17,1													
Verdien av egenkapital	161 458													
Verdiestimat av per aksje	329,39													

Tabell 98: SPS-modellen

Tabell 98 gir oss en egenkapitalverdi på 161.458 millioner kroner, som gir en verdi per aksje på 329,39 kr.

Superprofittvekstmodellen

Formelen for superprofittvekst til sysselsatt kapital er:

$$\Delta SPS_t = \frac{(1 + ssk_1) * SPS_t - (1 + ssk_t) * SPS_{t-1}}{1 + ssk_t}$$

Verdi av sysselsatt kapital er definert som følger:

$$VSKK_0 = \frac{NRS_1}{skk_1} + \frac{1}{skk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPS_t}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_{t-1})} + \frac{\Delta SPS_{T+2}}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_{T+1}) * (skk - skv)}$$

ΔSPS-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto resultat til SSK		5 379,3													
Kapitalisert verdi	161 539														
Superprofittvekst til SSK			31,2	176,2	275,5	60,6	175,7	-181,3	-57,4	47,3	78,7	70,6	258,0	291,3	-140,6
Diskonteringsfaktor			1,0212	1,0474	1,0779	1,1132	1,1521	1,1946	1,2410	1,2915	1,3476	1,4069	1,4697	1,5360	1,6053
Nåverdi av år 2 til T+2		973,8	30,5	168,3	255,6	54,5	152,5	-151,8	-46,2	36,6	58,4	50,2	175,6	189,7	-87,6
Kapitalisert verdi	29 243														
Nåverdi av horisontverdi T+3															-2 419,1
Kapitalisert verdi	-18 363														
Verdien av SSK	172 420														
Finansiell gjeld	10 945														
Verdien av minoritet	17,1														
Verdien av egenkapital	161 458														
Verdiestimat av per aksje	329,39														

Tabell 99: ΔSPS-modellen

Fra tabell 99 får vi en verdi av egenkapital på 161.458 millioner kroner, med en tilsvarende aksjeverdi på 329,39 kroner.

10.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Ved bruk av netto driftskapitalmetoden beregner man først verdien av netto driftskapital, før man trekker fra verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene. På denne måten finner man egenkapitalverdien (Knivsfå, 2018).

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

$VNDK$ = verdien til netto driftskapital, $VNFG$ = verdien til netto finansiell gjeld

På samme måte som for sysselsatt kapital kan man benytte seg av tre forskjellige metoder for å beregne netto driftskapital. De tre metodene er: Frikontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Her brukes netto driftskapital fremfor egenkapital, netto driftskapitalkrav fremfor egenkapitalkrav og netto driftskapitalvekst fremfor egenkapitalvekst (Knivsfå, 2018).

Frikontantstrømmodellen

For frikontantstrøm bruker vi følgende formel:

$$\text{Fri kontantstrøm til netto driftskapital} = \text{Netto driftsresultat} - \text{endring i netto driftskapital}$$

Verdi av netto driftskapital finner vi på følgende måte:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

FKD-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FKDt		5 551,1	3 963,7	2 755,9	3 845,1	4 033,6	4 356,0	4 748,4	4 683,9	4 765,4	4 791,0	4 810,9	5 003,3	5 203,5
Diskonteringsfaktor		1,0215	1,0482	1,0790	1,1148	1,1544	1,1977	1,2449	1,2964	1,3536	1,4141	1,4784	1,5463	1,6172
Nåverdi av år 1 til T+1	43 176	5 434,3	3 781,5	2 554,1	3 449,1	3 494,1	3 637,0	3 814,3	3 613,0	3 520,6	3 388,0	3 254,1	3 235,7	3 217,6
Nåverdi av horisontverdien T+2	108 570													108 570
Verdien av NDK	151 746													
Finansiell gjeld	10 300													
Verdien av minoritet	17,1													
Verdien av egenkapital	141 429													
Verdiestimat av per aksje	288,53													

Tabell 100: FKD-modellen

Fra tabell 100 ser vi at Marine Harvest sin egenkapitalverdi er på 141.429 millioner kroner som gir en aksjeverdi på 288,53 kroner per aksje.

Superprofittmodellen

For superprofitt bruker vi formelen under:

$$\text{Superprofitt fra drift}_t = \text{netto driftsresultat}_t - \text{netto driftskrav}_t * \text{netto driftseiendeler}_{t-1}$$

Verdi av netto driftskapital finner vi på følgende måte:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

SPD-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Balanseført NDK	33 205													
Superprofitt til NDK		4 662,3	4 595,5	4 672,8	4 845,4	4 804,2	4 876,5	4 775,9	4 621,5	4 570,9	4 566,2	4 527,6	4 689,8	4 875,5
Diskonteringsfaktor		1,0215	1,0482	1,0790	1,1148	1,1544	1,1977	1,2449	1,2964	1,3536	1,4141	1,4784	1,5463	1,6172
Nåverdi av år 1 til T+1	45 954	4 564,2	4 384,2	4 330,6	4 346,5	4 161,7	4 071,5	3 836,4	3 564,9	3 376,8	3 222,0	3 062,5	3 032,9	3 014,8
Nåverdi av horisontverdi T+2	72 586													72 586
Verdien av NDK	151 746													
Finansiell gjeld	10 300													
Verdien av minoritet	17,1													
Verdien av egenkapital	141 429													
Verdiestimat av per aksje	288,53													

Tabell 101: SPD-modellen

Tabell 101 gir oss en egenkapitalverdi på 141.429 millioner kroner med en tilsvarende aksjeverdi på 288,53 kroner.

Superprofittvekstmodellen

For superprofittvekst til netto driftskapital bruker vi følgende formel:

$$\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) * SPD_t - (1 + ndk_t) * SPD_{t-1}}{1 + ndk_t}$$

Verdi av netto driftskapital finner vi på følgende måte:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)}$$

ΔSPD-modellen	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto resultat til NDR		4 428,7													
Kapitalisert verdi	130 640														
Superprofittvekst til NDK			31,9	177,6	276,8	62,0	177,0	2,0	-242,7	47,6	83,2	68,7	262,9	290,4	-117,2
Diskonteringsfaktor			1,0215	1,0482	1,0790	1,1148	1,1544	1,1977	1,2449	1,2964	1,3536	1,4141	1,4784	1,5463	1,6172
Nåverdi av år 2 til T+2		985,1	31,2	169,4	256,5	55,6	153,3	1,7	-195,0	36,7	61,4	48,6	177,8	187,8	-72,5
Kapitalisert verdi	29 060														
Nåverdi av horisontverdi T+3															-1 732,0
Kapitalisert verdi	-7 955														
Verdien av NDK	151 746														
Finansiell gjeld	10 300														
Verdien av minoritet	17,1														
Verdien av egenkapital	141 429														
Verdiestimat av per aksje	288,53														

Tabell 102: ΔSPD-modellen

Fra tabell 102 finner vi en verdi på egenkapital på 141.429 millioner kroner, som gir en aksjeverdi på 288,53 kroner.

10.3 Oppsummering

Her vil vi presentere en oppsummering av resultatene. De tre metodene gir forskjellig verdierestimat per aksje, men resultatene blir like innad i modellene. Den høyeste verdien fikk vi fra sysselsattkapitalmetoden. Den laveste verdien fikk vi fra egenkapitalmetoden. Fra høyest til lavest verdierestimat skiller det 91,88 kroner. I tabell 103 og 104 presenterer vi en

oppsummering av resultatene. Gjennomsnittlig egenkapitalverdi blir på 139.768 millioner kroner, med en tilhørende aksjeverdi på 285,14 kroner.

Verdi av egenkapital	FK-modell	SP-modell	Δ SP-modell
EK-metoden	116 418	116 418	116 418
SSK-metoden	161 458	161 458	161 458
NDK-metoden	141 429	141 429	141 429
Gjennomsnitt	139 768	139 768	139 768

Tabell 103: Verdi av egenkapital

Verdi av aksje	FK-modell	SP-modell	Δ SP-modell
EK-metoden	237,51	237,51	237,51
SSK-metoden	329,39	329,39	329,39
NDK-metoden	288,53	288,53	288,53
Gjennomsnitt	285,14	285,14	285,14

Tabell 104: Verdi av aksje

10.4 Verdikonvergens

I delkapittel 10.3 kom vi frem til et verdiestimat på 285,14 kroner. Dette er et gjennomsnitt av de tre metodene. Vi vil nå prøve å komme frem til et felles estimat ved å gjennomføre en verdikonvergens. I analysen har vi valgt å bruke egenkapital- og netto driftskapitalmetoden. Vi kunne ha brukt sysselsattkapitalmetoden også, men siden både netto driftskapital- og sysselsattkapitalmetoden er selskapsmetoder mener vi det vil være tilstrekkelig å kun benytte oss av en av dem. Innenfor metodene finnes det tre modeller. Alle tre gir samme verdiestimat. Vi velger derfor å kun bruke en fra hver metode.

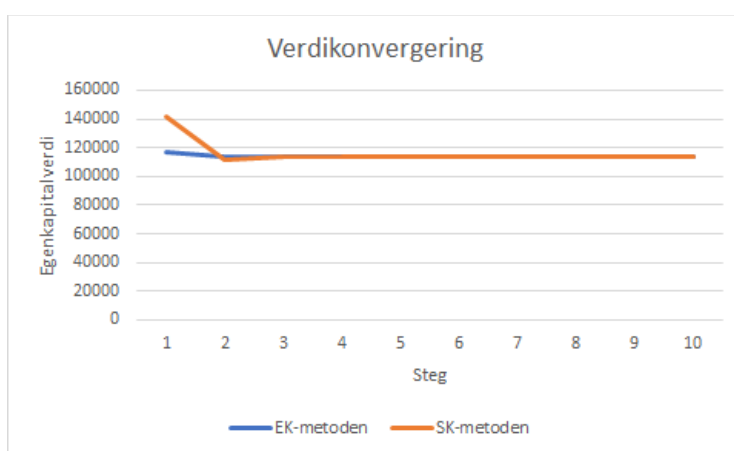
Prosessen for verdikonvergering er hentet fra Knivsflå (2018l). Konvergeringen gjennomføres i flere steg. Man gjennomfører så mange steg som trengs for å oppnå null prosent avvik mellom de to metodene. Målet er med andre ord å oppnå et felles verdiestimat for egenkapitalen.

1. Vi bruker egenkapitalverdiene fra den fundamentale analysen til å regne ut et gjennomsnittlig verdiestimat.
2. Vi benytter verdiene fra det forrige steget til å lage en verdibalanse. Videre gjennomfører vi en vekting basert på verdiene fra det forrige steget for å oppnå en ny verdi på egenkapitalen. Den nye verdien brukes til å beregne et verdiestimat for steget.
3. Den samme prosessen går igjen til vi oppnår et avvik på null prosent.

Resultatet presenteres i tabell 105:

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK-metoden	116 418	114 089	114 238	114 106	113 925	113 874	113 786	113 754	113 752	113 752
SK-metoden	141 429	111 531	113 203	113 459	113 587	113 634	113 723	113 750	113 752	113 752
Gjennomsnitt	128 923	112 810	113 721	113 783	113 756	113 754	113 755	113 752	113 752	113 752
Gjennomsnittlig aksjeverdi	263,02	230,15	232,00	232,13	232,08	232,07	232,07	232,07	232,07	232,07
Avvik i prosent	19,40%	-2,27%	-0,91%	-0,57%	-0,30%	-0,21%	-0,06%	-0,004%	0,00000%	0,00000%

Tabell 105: Verdikonvergering



Figur 20: Verdikonvergering

Vi begynte med et verdiestimat på 263,02 kroner, som ga et avvik på 19,40 prosent. I steg to sank verdiestimatet til 230,15 kroner, som ga et avvik på -2,27 prosent. Avviket ble mindre for hvert steg, før det var tilnærmet lik null i steg syv. Vi valgte å fortsette ytterligere tre steg for å forsikre oss om at avviket var null. I steg ti fikk vi en egenkapitalverdi på 113.752 millioner kroner med en tilhørende aksjeverdi på 232,07 kroner. Videre i oppgaven vil vi benytte oss av den nye aksjeverdien på 232,07 kroner.

10.5 Analyse av usikkerhet

Det er en del usikkerhet knyttet til verdiestimatet fordi det tar utgangspunkt i verdier basert på den utviklingen vi forventer. Våre estimater er basert på den informasjonen vi har tilgjengelig på analysetidspunktet. Det kan i ettertid oppstå situasjoner og hendelser som vil endre informasjonen. Det vil ikke analysen klare å ta hensyn til. Med bakgrunn i det ønsker vi å analysere konkursrisiko. Videre vil vi også gjennomføre en sensitivitetsanalyse.

10.5.1 Analyse av konkursrisiko

I dette delkapittelet vil vi beregne en isolert konkursrisiko for Marine Harvest. Årsaken til det er at et fremtidsregnskap forutsetter at det vil være drift i selskapet i fremtiden. Med dette utgangspunktet vil den kortsiktige konkursrisikoen med stor sannsynlighet bli undervurdert (Knivsflå, 2018m). Vi vil bruke formelen under for å beregne konkursrisiko:

$$VEK = (1 - p_{KORT}) * FVEK + p_{KORT} * LVEK$$

FVEK = Fundamentalverdi av egenkapital gitt fremdeles drift, p_{KORT} = kortsiktig konkursrisiko, LVEK = Likvidasjonsverdi (nåverdi) av egenkapital

Formelen benytter seg av kortsiktig sannsynlighet fordi man tar utgangspunkt i at FVEK ikke er tilstrekkelig justert for konkursrisiko. Likvidasjonsverdi er verdien aksjonærene vil få ved en eventuell konkurs/avvikling av virksomhet (Sørensen, 1998, s. 35). Vi tar utgangspunkt i at LVEK er lik null fordi verdiene som regel vil måtte gå til å betale kreditorene. Det vil da sannsynligvis ikke være noe igjen som kan tilfalle aksjonærene. Sannsynligheten for kortsiktig konkurs, p_{KORT} vil være 0,3 prosent for et selskap med BBB-rating.

Rating fremover i tid	pKORT
AAA	0,000
AA	0,000
A	0,001
BBB	0,003
BB	0,010
B	0,049
CCC	0,126
CC	0,280
C	0,510
D	0,855

Tabell 106: Kortsiktig konkursrisiko (Knivsflå, 2018m)

$$VEK = (1 - 0,003) * 232,07 + 0,003 * 0 = 231,37$$

Medberegnet den isolerte konkursrisikoen får vi et verdiestimat på 231,37 kroner, som er 0,70 kroner lavere enn verdiestimatet etter konvergensprosessen. Endringen er av liten betydning, men vi velger allikevel å inkludere den for å være sikker på at tilstrekkelig konkursrisiko er tatt hensyn til. Verdiestimatet blir dermed på 231,37 kroner.

10.5.2 Sensitivitetsanalyse

Ved bruk av sensitivitetsanalyse endrer man kritiske parametere i budsjettet for å på denne måten gjøre usikkerheten i analysen tydeligere (Kaldestad & Møller, 2011, s. 84). For å gjennomføre en sensitivitetsanalyse følger vi tre steg presentert av Damodaran (2012, s. 894-897).

1. Man må avgjøre hvilke parametere som skal være en del av analysen. Damodaran anbefaler at man plukker ut to eller tre parametere som er kritiske for aksjeverdien til selskapet og fokuserer på disse.
2. Videre må man bestemme hvor mange scenarioer man vil analysere. Generelt kan man si at desto flere scenarioer man lager, desto mer realistiske svar vil man få, samtidig som vanskelighetsgraden øker. Hvor mange scenarioer man da velger avhenger av hvor forskjellige scenarioer man velger.
3. Beregne verdien i hvert av de valgte scenarioene.

Vi velger å gjennomføre en sensitivitetsanalyse ved hjelp av driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Vi ser på disse som de mest kritiske faktorene i verdivurderingen, jamfør delkapittel 3.2. Vekst i driftsinntekter vil ha betydning for verdivurderingen til et selskap. Driftsmarginen er et mål på selskapets lønnsomhet og vil derfor være en nyttig parameter for verdivurdering (Visma, u.å.c). Den siste parameteren er omløpshastighet til netto driftseiendeler som er viktig for verdivurderingen, fordi den er et mål på hvor effektivt Marine Harvest utnytter driftseiendelene sine (Sander, 2016b). I tillegg til de nevnte faktorene vil vi også ta hensyn til selskapskravet i form av vektete finansieringskilder til avkastningskravet (WACC). Vi setter forventet verdi som basis og endrer driverne ut ifra den. Ifølge Penman (2013, s. 491) kan man benytte enten todimensjonal analyse eller tredimensjonal analyse. Vi har valgt å gjennomføre todimensjonal analyse av finansieringskilder mot egenkapitalkravet til Marine Harvest, for de tre valgte parameterne: Driftsinntektsvekst, driftsmargin og onde.

Egenkapitalkrav på omløpshastighet til netto driftseiendeler

Vi fastsatte egenkapitalkravet i delkapittel 9.1.5 med utgangspunkt i en rekke forutsetninger om fremtiden. Det er knyttet usikkerhet til disse forutsetningene og vi mener derfor det kan være nyttig å se hvor følsom aksjeverdien er ovenfor endringer i onde og egenkapitalkravet. Det vektete egenkapitalkravet til avkastningskravet vi beregnet er på 4,1 prosent. I analysen vil vi øke/reducere kravet med 0,1 prosent i hvert intervall. Omløpshastighet til netto driftseiendelene er på 1,09 og denne vil økes/reduceres med 0,1. Resultatet presenteres i tabell 107.

		Egenkapitalkrav								
		0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045
Onde	0,69	338,31	347,98	357,69	367,43	373,90	386,99	396,82	406,67	416,56
	0,79	293,38	301,71	310,06	318,44	324,00	335,25	343,69	352,16	360,65
	0,89	258,99	266,30	273,63	280,97	285,85	295,72	303,12	310,53	317,97
	0,99	231,81	238,33	244,85	251,40	255,74	264,52	271,11	277,71	284,32
	1,09	209,80	215,67	221,56	227,45	231,37	239,28	245,21	251,16	257,11
	1,19	191,60	196,95	202,31	207,68	211,24	218,44	223,84	229,24	234,66
	1,29	176,31	181,22	186,14	191,06	194,33	200,94	205,89	210,84	215,81
	1,39	163,28	167,82	172,36	176,91	179,93	186,03	190,60	195,18	199,76
	1,49	152,04	156,26	160,48	164,71	167,52	173,18	177,43	181,68	185,94

Tabell 107: Egenkapitalkrav på omløpshastighet til netto driftseiendeler

Fra tabell 107 ser vi at det er onde som har den største påvirkningskraften på aksjeprisen. Egenkapitalkravet er allikevel ikke ubetydelig, da den også har en merkbar påvirkning. Når egenkapitalkravet øker og onde reduseres blir aksjeprisen på sitt høyeste med en pris på 416,56 kroner. Med vekst i onde og reduksjon i egenkapitalkrav får vi den laveste aksjeprisen på 152,04 kroner. Differansen mellom det høyeste og laveste verdiestimatet er på 264,52 kroner. Med andre ord blir verdiestimatet kraftig påvirket av små endringer i parameterne.

Egenkapitalkrav på driftsmargin

Vi bruker samme egenkapitalkrav som i forrige delkapittel. Dette settes nå opp mot driftsmarginen vi fant i delkapittel 8.4.3, som er på 0,126. Her vil vi se hvor sensitiv verdiestimatet er ovenfor endringer i egenkapitalkrav på driftsmargin. Vi vil også her øke og redusere kravet med 0,1 prosent. Driftsmarginen vil vi øke og redusere med 0,01. Resultatet er presentert i tabell 108.

		Egenkapitalkrav								
		0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045
Driftsmargin	0,086	399,81	408,14	416,82	425,88	435,49	445,24	455,59	466,44	477,82
	0,096	332,04	337,77	343,69	349,83	356,29	362,79	369,63	376,74	384,13
	0,106	283,92	288,10	292,40	296,83	301,46	306,10	310,96	315,98	321,16
	0,116	247,98	251,16	254,42	257,77	261,26	264,74	268,36	272,09	275,92
	0,126	220,90	223,42	225,99	228,63	231,37	234,10	236,93	239,83	242,80
	0,136	197,88	199,90	201,96	204,07	206,25	208,41	210,65	212,94	215,28
	0,146	179,73	181,39	183,09	184,82	186,60	188,37	190,20	192,06	193,97
	0,156	164,63	166,02	167,44	168,88	170,37	171,85	173,37	174,92	176,49
	0,166	151,86	153,05	154,26	155,48	156,74	157,99	159,27	160,58	161,91

Tabell 108: Egenkapitalkrav på driftsmargin

Fra tabell 108 ser vi at driftsmarginen påvirker verdiestimatet i større grad enn egenkapitalkravet, men begge faktorer har en innvirkning på verdiestimatet. Verdiestimatet er på sitt høyeste med høyt egenkapitalkrav og lav driftsmargin. Da er verdien på 477,82 kroner. Det er på sitt laveste med et lavt egenkapitalkrav og høy driftsmargin, med en verdi på 151,86 kroner. Differansen mellom den høyeste og laveste aksjeverdien er på 325,96 kroner. På samme måte som for egenkapitalkrav på onde utgjør små endringer i parameterne store endringer i verdiestimatet.

Egenkapitalkrav på vekst i driftsinntektene

Den siste faktoren vi vil knytte egenkapitalkravet opp mot er vekst i driftsinntekter. Vekst i driftsinntekter fant vi i delkapittel 8.4.1 og den er på 1,06. På samme måte som for de to foregående faktorene vil vi øke og redusere egenkapitalkravet med 0,1 prosent. Vekst i driftsinntekter reduseres/økes med 0,01. Resultatet presenteres i tabell 109.

		Egenkapitalkrav								
		0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045
Driftsinntektsvekst	1,02	216,58	222,44	228,29	234,14	240,44	245,85	251,71	257,56	263,41
	1,03	214,48	220,28	226,07	231,87	238,11	243,46	249,26	255,06	260,86
	1,04	212,42	218,16	223,90	229,64	235,82	241,12	246,87	252,61	258,35
	1,05	210,40	216,08	221,77	227,45	233,57	238,83	244,51	250,20	255,89
	1,06	208,41	214,04	219,68	225,31	231,37	236,57	242,21	247,84	253,47
	1,07	206,46	212,04	217,62	223,20	229,21	234,36	239,94	245,52	251,10
	1,08	204,55	210,08	215,61	221,14	227,09	232,19	237,72	243,25	248,78
	1,09	202,67	208,15	213,63	219,11	225,00	230,06	235,54	241,02	246,50
	1,10	200,83	206,26	211,69	217,12	222,96	227,97	233,40	238,83	244,26

Tabell 109: Egenkapital på vekst i driftsinntektene

Fra tabell 109 ser vi at egenkapitalkravet påvirker verdiestimatet mer enn vekst i driftsinntekter. Vi får høyest verdiestimat når egenkapitalkravet er høyest og veksten i driftsinntekter er lavest. Verdien blir da på 263,41 kroner. Den laveste verdien får vi når egenkapitalkravet er på sitt laveste og vekst i driftsinntekter er på sitt høyeste. Da får vi et verdiestimat på 200,83 kroner. Forskjellen mellom høyeste og laveste verdiestimat er på 62,58 kroner. Endringer i driftsinntekter utgjør ikke like store endringer i verdiestimatet som for de to foregående parameterne.

10.5.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Fra sensitivitetsanalysen er det tydelig at aksjeverdien er sensitiv for endringer i faktorene: Omløpshastighet til netto driftseiendeler, driftsmargin, driftsinntektsvekst og egenkapitalkravet. Aksjeverdien er mest sensitiv for endringer i onde og driftsmargin. Verdiestimatet varierer fra 145,63 kroner til 455,59 kroner. Siden aksjeverdien varierer som følge av endringene antar vi at prisen vil kunne være litt forskjellig fra vårt estimat på 231,37 kroner. Vi mener at en aksjeverdi på 145,63 kroner er forholdsvis lav og at en pris på 455,59

kroner er urealistisk høy. Dette kan komme av at vi har valgt verdiintervaller som ikke er helt sannsynlige. Sensitivitetsanalysen har gitt oss et bilde på usikkerheten i verdiestimatet.

Differansen er forholdsvis stor for onde og driftsmargin, mens differansen for driftsinntektsvekst ikke er så stor. Vi velger allikevel å gå videre med en aksjepris på 231,37 kroner, da vi anser estimatet som troverdig.

11. Komparativ verdsettelse

Vi vil nå gjennomføre en komparativ verdivurdering som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Dette gjøres ved å benytte seg av mål fra balanse og resultat til eget- og sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2011, s. 151). Vi vil følge rammeverket til Penman (2013, s. 76) som består av tre steg:

1. Identifisere sammenlignbare selskaper.
2. Velge ut målenhet fra de valgte selskapenes balanse og resultat og beregne multipler fra disse.
3. Bruk et gjennomsnitt eller median av de beregnede multiplene og anvend disse for å beregne eget selskaps verdi.

11.1 Valg av komparative selskaper

I delkapittel 5.1.3 begrunnet vi vårt valg av komparative selskaper og endte opp med å velge Lerøy, SalMar og Grieg. Ved valg av komparative selskaper må man tenke på faktorer som risiko, vekst og kontantstrøm. Hver analytiker må evaluere hvor store forskjeller mellom selskapene som er akseptabelt (Damodaran, 2012, s. 462). Man kan sammenligne selskaper som opererer i forskjellige markeder og er notert på forskjellige børser, men det medfører en del potensielle ulemper man bør være klar over. De kan for eksempel avvike veldig fra eget selskap når det kommer til risiko, vekst og kontantstrøm (Damodaran, 2012, s. 463). Et godt og gjennomtenkt valg av komparative selskaper er avgjørende for å få til en god verdsettelse. Vi har på bakgrunn av dette og argumentene presentert i delkapittel 5.1.3 kommet frem til de tre valgte selskapene. Som nevnt i samme delkapittel har vi valgt å ekskludere Marine Harvest fra bransjen grunnet dets størrelse.

11.2 Valg av måleenhet og beregning av multipler

Kaldestad & Møller (2011, s. 151) presenterer tre grupper ofte brukte multipler: Resultat- og kontantstrømorienterte-, balanseorienterte- og ikke-finansielle multipler. Innenfor hver kategori finnes det flere typer. De forskjellige multiplene måler forskjellige aspekter i et selskap og det vil således gi liten mening å klassifisere dem som gode eller dårlige. Det man derimot kan si er at type selskap kan være med på å avgjøre valg av multipler (Kaldestad & Møller, 2011, s. 157). Dyrnes (2004, s. 46) deler multiplene inn i to grupper:

Egenkapitalmultiplikatorer og totalkapitalmultiplikatorer. Den første gruppen er de som har P (Price) i telleren og gruppe nummer to har EV (Enterprise Value) i telleren. Han argumenterer for at forskjeller i finansieringsstruktur kan påvirke resultatet kraftig ved valg av egenkapitalmultiplikatorer. Med bakgrunn i det anbefaler han bruk av totalmultiplikatorer ved verdsettelse av selskaper. Vi tar hensyn til både Kaldestad & Møller (2011) og Dyrnes (2004) og velger følgende multipler: *Price-to-earnings* (P/E), *Price-to-book* (P/B), *enterprise value to earnings before interests and taxes* (EV/EBIT), *enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EV/EBITDA) og *enterprise value to sales* (EV/Sales). Vi har valgt å ikke inkludere noen av de ikke-finansielle multiplene da Kaldestad & Møller (2011, s. 163-164) argumenterer for at de er mindre detaljerte versjoner av EV/Salg, og vi finner det dermed ikke hensiktsmessig å inkludere noen av dem. Vi vil videre presentere de valgte multiplene.

11.2.1 P/E-verdi

Den første multiplikatoren vi vil ta for oss er price-to-earnings, eller forholdet mellom pris og fortjeneste som er den norske benevnelsen. Ifølge Damodaran (2012, s. 468) er P/E en av de hyppigst anvendte multiplene fordi målet er anvendbart i alle bransjer. Allikevel er det en relativ fare for at den brukes feil.

Fordeler med P/E er at den er lett å anvende og formidle. Den vil også være et godt redskap for selskaper som har nådd «steady state». Ulempene er at den er sterkt avhengig av kapitalstruktur. Det vil si at resultatet kan være veldig forskjellig for to selskap avhengig av lånebetingelser og gjeldsgrad. Metoden tar heller ikke hensyn til risiko, tilfeldige kostnader og inntekter (Kaldestad & Møller, 2011, s. 157).

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

P/E-verdi	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	79 505	38 726	32 696	9 484,4	
Resultat etter skatt	5 416,4	2 387,4	1 819,4	621,9	
P/E	14,68	16,22	17,97	15,25	16,48

Tabell 110: P/E-verdi

Vi ser fra tabell 110 at Marine Harvest sin P/E-verdi er på 14,68 som er lavere enn bransjens på 16,48. Dagens Næringsliv (2018a; 2018b; 2018c; 2018d) har estimert P/E-verdier for 12. oktober 2018 for de forskjellige selskapene. De estimerer at Lerøy sin verdi vil være på 13,98, SalMar sin på 18,43 og Grieg sin på 15,54. For Marine Harvest beregner de en P/E-verdi på 16,89. Våre beregninger er fra slutten av Q2, så det er naturlig at de vil avvike litt. Gjennomsnittlig P/E-verdi på Oslo Børs i perioden 1998 til 2016 var rett under 12 (Nilsen, 2017). P/E-verdier kan forutse endringer i fremtidig fortjeneste, i tillegg til forbigående forskjeller i dagens fortjeneste (Ou & Penman, 1989, s. 111). En høy P/E-verdi indikerer at det er forventet vekst i fortjeneste i fremtiden. En lav verdi indikerer at aksjen er undervurdert, eller gjør det bra i forhold til tidligere trender (Price-Earnings-Ratio (P/E Ratio), u.å.).

11.2.2 P/B-verdi

Den andre multiplikaen vi vil se på er price-to-book (P/B). På norsk omtalt som forholdet mellom pris- og bokført verdi. Den er et spesielt godt verktøy i bransjer med høy andel materielle verdier. Langsiktig vekst, egenkapitalrentabilitet og avkastningskrav er viktige påvirkningsfaktorer til P/B (Kaldestad & Møller, 2011, s. 162).

Fordeler med P/B er at den er lett å anvende og at den kan brukes når et selskap har negative resultater. Verdien indikerer selskapets anlegg for å skape verdier. Ulemper er at den påvirkes av regnskapsmessige effekter. Det vil si at avskrivningsprofil og investeringer i immaterielle eiendeler kan påvirke multiplikaen. I tillegg vil valg av regnskapsprinsipper ha innvirkning på multiplikaen (Damodaran, 2012, s. 511-512).

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

P/B-verdi	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	79 505	38 726	32 696	9 484,4	
Bokført verdi av egenkapital	22 907	6 976,5	16 188	3 453,4	
P/B	3,47	5,55	2,02	2,75	3,44

Tabell 111: P/B-verdi

Fra tabell 111 ser vi at Marine Harvest har en P/B-verdi på 3,47, som er omtrent lik som gjennomsnittet for bransjen på 3,44. En P/B-verdi under én kan være et faresignal. Det tyder på at selskapet har økonomiske problemer, stor konkurserisiko eller forventer stupende inntjening, grunnet en bokført verdi som er lavere enn markedsverdi (Kaldestad & Møller, 2011, s. 161). Høy P/B-verdi er positivt fordi det tyder på at selskapet har høy markedsverdi på sin egenkapital. Markedsverdien er fremtidsrettet og desto høyere den er, desto større tiltro har markedet til selskapets evne til å skape verdier i fremtiden (Price-To-Book Ratio - P/B Ratio, u.å.).

11.2.3 EV/EBIT-verdi

Denne multippelen ser på sammenhengen mellom egenkapitalens markedsverdi og netto rentebærende gjeld mot driftsresultatet. Ifølge Kaldestad & Møller (2011, s. 161) er den et nyttig verktøy for de fleste selskaper, men den burde ikke anvendes alene.

Fordeler med multippelen er at den tar hensyn til investeringsbehovet og ser på selskapets underliggende drift. Ulemper er at den ikke hensyntar risiko. Regnskapsprinsipper vil ha betydning ettersom EBIT ser på resultatet etter avskrivninger. Fremtidig kapitalbehov blir heller ikke hensyntatt hvis det er stort avvik mellom fremtidige investeringsbehov og dagens avskrivninger (Berk & DeMarzo, 2013, s. 290).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

EV/EBIT-verdi	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	79 505	38 726	32 696	9 484,4	
Netto rentebærende gjeld	9 042,6	2 516,0	3 012,7	1 960,5	
EBIT	8 132,2	3 371,4	3 562,1	1 119,4	
EV/EBIT	10,89	12,23	10,02	10,22	10,83

Tabell 112: EV/EBIT-verdi

Tabell 112 gir Marine Harvest en EV/EBIT på 10,89 som er omtrent på samme nivå som gjennomsnittet i bransjen (10,83). Hvis multiplere for det analyserte selskapet er mye høyere enn bransjens gjennomsnitt kan det bety at selskapet er overvurdert. På samme måte kan en betydelig lavere verdi enn gjennomsnittet for bransjen indikere undervurdering av aksjen (Damodaran, 2012, s. 501). På bakgrunn av dette mener vi at Marine Harvests aksjeverdi er riktig vurdert hvis man legger EV/EBIT til grunn.

11.2.4 EV/EBITDA-verdi

Multiplere ser på sammenhengen mellom markedsverdi av egenkapital og netto rentebærende gjeld mot driftsresultatet før avkastninger. Ifølge Damodaran (2012, s. 500) er den i løpet av de siste tiårene blitt et veldig populært verktøy blant analytikere.

Fordeler med EV/EBITDA er at den på samme måte som EV/EBIT sammenligner selskapenes underliggende drift. Man eliminerer forskjeller som oppstår grunnet ulike metoder for avskrivning. Ulemper er her også at risiko ikke hensyntas. I tillegg ignorerer multiplere fremtidige investeringsbehov (Berk & DeMarzo, 2013, s. 290).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avkastninger}}$$

EV/EBITDA-verdi	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	79 505	38 726	32 696	9 484,4	
Netto rentebærende gjeld	9 042,6	2 516,0	3 012,7	1 960,5	
EBITDA	9 579,0	3 720,6	4 472,0	1 144,2	
EV/EBITDA	9,24	11,08	7,98	10,00	9,69

Tabell 113: EV/EBITDA-verdi

Fra tabell 113 ser vi at Marine Harvest har en EV/EBITDA på 9,24, som er litt lavere enn bransjens på 9,69. På samme måte som for EV/EBIT vil en aksje være overvurdert hvis den har en EV/EBITDA som er mye høyere enn bransjens og undervurdert hvis motsatte er tilfellet (Damodaran, 2012, s. 501). Marine Harvest har en EV/EBITDA på nivå med bransjens og er dermed riktig vurdert med valgt multiplum som grunnlag. Det er heller ikke langt unna nivået på Oslo Børs så langt i år (8,92) ifølge Infront Analytics (u.å.b).

11.2.5 EV/Salg-verdi

Multiplum ser på selskapets markedsverdi og rentebærende gjeld i forhold til salg. Den blir sett på som lite detaljert og vil alene ikke kunne gi et godt nok verdiestimat (Kaldestad & Møller, 2011, s. 159).

Fordeler med multiplum er at den kan gi et bilde på selskapets potensiale og hvor effektivt det opererer. Den kan også benyttes på selskaper som opplever underskudd. Ulemper er at den anses som lite detaljert. Man forutsetter at selskapene tjener det samme på sine produkter. Dette er ikke tilfelle hvis for eksempel det ene selskapet operer i et luksussegment og det andre selskapet innenfor lavprismarkedet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 159).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

EV/Salg-verdi	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	79 505	38 726	32 696	9 484,4	
Netto rentebærende gjeld	9 042,6	2 516,0	3 012,7	1 960,5	
Salg	34 458	11 239	19 368	7 263,0	
EV/Salg	2,57	3,67	1,84	1,58	2,36

Tabell 114: EV/Salg-verdi

Tabell 114 viser en EV/Salg-verdi på 2,57 for Marine Harvest og 2,36 for bransjen. Multiplum gir ofte et godt bilde på et selskaps verdi over lengre tid, fordi den ikke er sensitiv for svingninger i markedet. Har multiplum lav verdi kan det indikere at selskapet er undervurdert. Det betyr derimot ikke at en høy verdi nødvendigvis er overvurdert (Schmidlin,

2014, s. 308-309). Ifølge Standard & Poor's er en verdi på mellom én og tre ansett som normalt (Standard & Poor's, sitert i Schmidlin, 2014, s. 308-309). Vi kan dermed konkludere med at Marine Harvests EV/Salg er på et bra nivå.

11.3 Marine Harvests verdi gjennom komparativ verdsettelse

Her vil vi presentere verdiestimatene fra de forskjellige multiplene, komme frem til et gjennomsnitt og vurdere dette opp mot verdien på Oslo Børs. Vi har valgt å vekte alle multiplene likt, da det finnes fordeler og ulemper knyttet til hver enkelt. Fra tabell 115 ser vi at EV/Salg gir den laveste aksjeverdien på 147,67 kroner. Den høyeste verdien får vi fra P/E multiplene med en verdi på 182,11 kroner. Avstanden fra lavest til høyest verdi er på 34,44 kroner. Fra den fundamentale analysen fikk vi en gjennomsnittsverdi på 231,37 kroner, som er 66,85 kroner høyere enn ved bruk av komparativ verdsettelse. Marine Harvests aksjeverdi er per 30.06.2018 på 162,20 kroner. Verdiestimatet vårt ved bruk av komparativ verdsettelse er på 164,52 kroner, som indikerer at aksjekursen 30.06.2018 er riktig priset.

Gjennomsnitt	Verdiestimat
P/E	182,11
P/B	160,71
EV/EBIT	161,18
EV/EBITDA	170,93
EV/SALG	147,67
Gjennomsnitt	164,52

Tabell 115: Gjennomsnittlig verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse

Til tross for at verdiestimatet vårt stemmer godt overens med verdien på Oslo Børs på gitt tidspunkt, kan vi ikke uten videre stole på den komparative verdsettelsen. Ifølge Kaldestad & Møller (2011, s. 155-156) har metoden en del fordeler som for eksempel at den er forholdsvis enkel og rask å gjennomføre. I tillegg ser metoden på hva selskapet er verdt i dag ifølge markedet, noe som kan være nyttig å vite hvis man ønsker å kjøpe/selge i dag. Resultatet kan også være en god referanse i forhold til andre verddivurderinger. De hevder også at den er en hyppig brukt metode ved kjøp/salg og prissetting. Det er derfor nyttig for en analytiker å ha kunnskap om metoden. Videre presenterer de en del ulemper. Først sier de at metoden forutsetter at selskapene har tilnærmet lik risiko, vekst, størrelse og lønnsomhet, noe som

sjeldent er tilfelle. Videre sier de at man får et kortsiktig fokus og at man lett kan misbruke metoden ved å velge komparative selskaper som passer inn med ønsket utfall. De argumenterer også for at det kan være krevende å finne sammenlignbare selskaper, et problem som gjerne er større i et lite land. Til slutt argumenterer de for at det kan være vanskelig å vurdere hvilken betydning forskjellene i virksomhetene har for prisingen. Penman (2013, s. 77-78) argumenterer også for at det er vanskelig å vurdere de individuelle forskjellene i selskapene. Han sier også at de ulike multiplene potensielt kan gi veldig forskjellige resultater. Dyrnes (2004, s. 43) presiserer at det er fort gjort å feilprise aksjen når man benytter seg av multiplikatormetoden. Dette ble mye gjort i perioden 1999-2000 og førte til et fenomen kalt «irrational exuberance». Fenomenet er ifølge Shiller (2000) en sterk overprising av markedet, en slags overoptimisme. Med bakgrunn i disse argumentene ser vi på resultatene fra den komparative verdsettelsen med en viss skepsis.

I vårt tilfelle har vi med selskaper av forskjellig størrelse som kan gjøre sammenligningen mindre riktig. Marine Harvest har egen fôrproduksjon, det er det ingen av de andre selskapene som har, så det kan også påvirke resultatet. De opererer også på flere geografiske segmenter enn de komparative selskapene. I tillegg sitter vi ikke med informasjon om de komparative selskapenes vekst, lønnsomhet og risiko. Vi kan derfor ikke si noe om hvor stor betydning de eventuelle forskjellene får for verdiestimatet.

12. Kritikk til verdsettelsen

Når man gjennomfører en verdsettelse er det en rekke forutsetninger som må tas og en rekke feil som kan begås. Vi vil nå ta en gjennomgang av de forutsetningene vi mener er mest relevante for denne oppgaven.

Når man skal gjøre en verdivurdering er man avhengig av å prognostisere fremtiden. Dette har historisk vist seg å være veldig vanskelig. Faktorer som kan påvirke verdiestimatet kan være teknologiske, demografiske, politiske og økonomiske. Det kan oppstå kriger, naturkatastrofer eller uventede samarbeid på tvers av nasjoner (Kaldestad & Møller, 2011, s. 22-23). Eksempler på hendelser som har hatt innvirkning på økonomien og som kom uventet

på de fleste er Brexit og valget av Trump som president. Mer spesifikt kan vi si at for eksempel rentenivå og skattesatser kan få betydning. Vi har gått ut ifra en skattesats på 23 prosent for fremtidsregnskapet, men i forslag til statsbudsjettet for 2019 ble det foreslått en skattesats på 22 prosent (Finansdepartementet, 2018). Dette har ikke blitt hensyntatt i denne oppgaven. Vi har prognostisert en renteoppgang, da det var varslet allerede i første kvartal. Det er senere blitt varsel videre økning (Norges Bank, u.å.a). Det er vanskelig å ta hensyn til, da man ikke vet konkrete tall. Det vil også sannsynligvis komme en grunnrenteskatt om kort tid, som heller ikke er blitt tatt med i beregningene gjort i oppgaven, grunnet usikkerhet rundt satsen (Misund, 2017).

Det er ikke bare faktorer på makronivå som kan påvirke verdsettelsen. Bransje og bedriftsspesifikke faktorer kan også ha stor betydning. En bransje vil ikke være statisk og man vil derfor være utsatt for kontinuerlige endringer. I vårt tilfelle vil endringer i konsesjonsutdelinger i form av trafikklyssystemet få innvirkning. For laksepris har vi tatt utgangspunkt i fremtidsprognosene til Fishpool, som vi anser som beste estimat. På samme måte som oss har de tatt forutsetninger som de ikke kan garantere for. Estimatet er derfor usikkert.

Vi må også ta hensyn til at mennesker ikke er 100 prosent rasjonelle. Ifølge fagfeltet behavioral finance vil vi ikke kunne følge klassisk økonomisk tenkning så godt som vi skulle ønske. Det er fort å jobbe mot et eksisterende resultat, selv om dette ikke nødvendigvis er riktig (Bikas, Jurevičiene, Dubinskas & Novickýé, 2013, s. 875). Informasjon og verdier vil bli tolket og justert subjektivt. Det kan også tenkes at vi har vært for optimistiske med tanke på hvordan bransjen vil utvikle seg.

I delkapittel 10.5.2 gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse der det kom tydelig frem at små endringer i kritiske faktorer får stor innvirkning på verdiestimatet. Vi endret på onde, vekst i driftsinntekter, driftsmargin og egenkapitalkrav og fikk veldig sprikende verdiestimat.

Det er også viktig å huske at verdivurdering har kort holdbarhet. Økonomien er i konstant endring. De forutsetningene vi har tatt kan være endret allerede før denne oppgaven blir evaluert. Det kan være hendelser i økonomien, bransje eller selskap.

Til slutt må vi ta høyde for at vi som analytikere kan ha gjort feil underveis i verdsettelsen. Vårt estimat er basert på best tilgjengelig informasjon på verdsettelsestidspunktet. Det er mulig at det har blitt gjort feilvurderinger underveis. Med bakgrunn i dette anbefaler vi leserne til å ha et kritisk syn på verdsettelsen.

13. Oppsummering og handelsstrategi

I dette kapittelet vil vi oppsummere funnene i oppgaven og komme frem til en handelsstrategi.

13.1 Oppsummering

Etter en introduksjon av bransje og selskap gjennomførte vi en strategisk analyse av Marine Harvest. Dette ble foretatt gjennom både ekstern og intern analyse. Fra den eksterne analysen fant vi ut at bransjen er under et strengt regelverk og at konsesjonsordningen regulerer veksten i stor grad. Bransjens største utfordring er biologiske utfordringer knyttet opp mot sykdom, lakselus og rømming. Vi har også funnet ut at politikk kan påvirke bransjen gjennom blant annet selskapsskatt, grunnrenteskatt og endring i styringsrente. Fra den interne analysen har vi konkludert med at Marine Harvest innehar noen midlertidige strategiske fordeler, i form av egen fôrproduksjon og stor satsing på forskning og utvikling. Vi avdekket også det vi mener er midlertidige strategiske ulemper. Disse viser seg i form av en relativt svak merkevare, lite differensiert produkt og en kostnadseffektivitet som er dårligere enn sine konkurrenter.

Videre gjennomførte vi en regnskapsanalyse der vi transformerte regnskapet over til et investororientert regnskap. Vi gjennomførte også en trailing av regnskap og balanse for å kunne utføre en verdsettelse med ferske tall. Deretter gjennomførte vi en risikoanalyse av

selskapet der vi fant ut at selskapets likviditetsgrad er tilfredsstillende. Det samme er rentedekningsgraden. Generelt sett fant vi ut at det er lite risiko tilknyttet investeringer i Marine Harvest. De ligger tett opptil gjennomsnittet for bransjen på alle punkter. Vi konkluderte med en syntetisk rating på BBB-nivå. Videre beregnet vi selskapets avkastningskrav som vi benyttet til å estimere Marine Harvests strategiske fordel. Neste steg var å prognostisere fremtiden der vi valgte en lang budsjettthorison da oppdrettsbransjen er en syklisk bransje.

Videre gjennomførte vi den fundamentale verdsettelsen. Vi utførte en verdikonvergens og en analyse av usikkerhet der vi så på konkurrisiko. Deretter gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse. Vi endte da etter alle justeringer opp med et verdiestimat på 231,37 kroner. Videre utførte vi en komparativ verdsettelse der vi endte med et verdiestimat på 164,52 kroner. Neste steg er da å gjennomføre en vekting av verdiestimatene før vi kommer frem til en handelsstrategi.

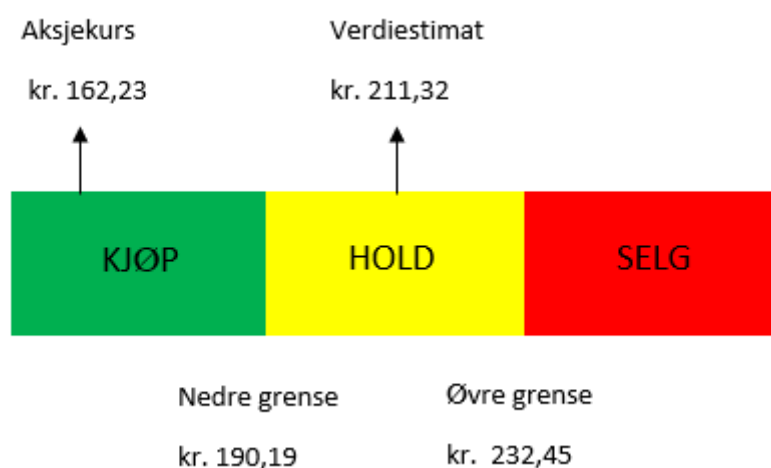
13.2 Vekting av verdiestimatene

Ved bruk av både fundamental- og komparativ verdsettelse har vi oppnådd to forskjellige verdiestimat. Vi vil her diskutere hvordan disse skal vektet for å komme frem til et felles estimat.

I kapittel 3 fastsatte vi at den fundamentale verdsettelsen er vår hovedmetode og at den komparative metoden kun skal fungere som et supplement. Allikevel mener vi at vi ikke kan ignorere resultatet fra den komparative verdsettelsen. Vi har tidligere gjennomgått fordeler og ulemper med de to metodene og dette er med på å avgjøre vektingen. Ut ifra det mener vi det blir riktig å tillegge den fundamentale verdsettelsen større vekt enn den komparative. Vi velger derfor å vektlegge den fundamentale verdsettelsen med 70 prosent, og den komparative verdsettelsen med 30 prosent. Med denne vektingen kommer vi frem til et endelig verdiestimat per 30.06.2018 for Marine Harvest på 211,32 kroner per aksje.

13.3 Handelsstrategi

I dette delkapittelet vil vi komme frem til en handelsstrategi ut ifra verdiestimatet på 211,32 kroner per aksje. Som vi har redegjort for tidligere er det stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Vi velger derfor å legge inn en nedre- og øvre grense for verdiestimatet. Denne grensen setter vi på +/- 10 prosent ut ifra anbefalinger fra Knivsflå (2018m). Det vil si at vi anbefaler en nedre grense for å holde på aksjen på 190,19 kroner og en øvre grense på 232,45 kroner. Med andre ord anbefaler vi kjøp hvis aksjekursen er under 190,19 kroner og salg hvis den ligger over 232,45 kroner. På alle verdier i mellom anbefaler vi å holde på aksjen.



Figur 21: Handelsstrategi per 30.06.2018

Aksjekursen til Marine Harvest per 30.06.2018 er på 162,23 kroner noe som er klart svakere enn vårt verdiestimat. Vi konkluderer dermed med at Marine Harvest sin aksjekurs per 30.06.2018 er undervurdert. Aksjekursen ligger under vår nedre grense for holdstrategi, og vi anbefaler derfor å kjøpe Marine Harvest aksjer.

13.4 Hendelser etter verdsettelsen

31. oktober la Marine Harvest frem tredje kvartalsrapport, der fremkom det blant annet at sesongmessig produksjonsvolum er rekordhøyt i år. Marine Harvest forventer et produksjonsvolum som er 34.040 GWT høyere enn vårt estimat. Globalt laksekonsum har økt med fem prosent i forhold til samme periode i 2017. Selskapet har også oppnådd rekordhøyt

driftsresultat i tredje kvartal (Marine Harvest, 2018c, s. 3-5). I tillegg har de i løpet av september og oktober utstedt nesten 3,4 millioner nye aksjer (Marine Harvest, 2018c, s. 18).

Marine Harvest opplevde i juli en storm som forårsaket at store mengder laks rømte fra et anlegg i Chile. Selv om de fikk gjenfanget store deler av laksen er det fortsatt 650.000 laks som er savnet. Som en konsekvens av rømningen er forventet slaktevolum for Chile redusert med 2.500 GWT for 2018. Ulykken er forventet å ha en negativ påvirkning på nettoresultatet i andre halvdel av 2018 (Marine Harvest, 2018b, s. 17).

I juli opplevde Marine Harvest en stor brann på anlegget i Landivisiau i Frankrike. Det var først antatt at dette ikke ville påvirke driftsresultatet. I rapporten for Q3 fremkommer det at brannen allikevel påvirker driftsresultatet negativt (Marine Harvest, 2018c, s. 13). Vi ser også at Marine Harvest har tatt over Northern Harvest i juli 2018 og at prosessen ble ferdigstilt i løpet av tredje kvartal (Marine Harvest, 2018b, s. 17; Marine Harvest, 2018c, s. 2), som muligens kan ha innvirkning på driften fremover.

Behandling av lakselus er som kjent et av bransjens største problem, men Marine Harvest rapporterer fremgang på dette feltet. Problemene er fortsatt store i Chile og i region nord i Norge, men ellers ser man klar forbedring. Laksesykdommen som har vært utbredt i Chile tidligere i år fortsetter å skape problemer i tredje kvartal (Marine Harvest, 2018c, s. 15).

Marine Harvest signerte i oktober en kontrakt med den kinesiske internettgiganten Alibaba angående salg og distribusjon av laks på det kinesiske markedet. Seremonien var formell og både kongehuset og regjeringen var representert. I forbindelse med avtalen åpnet de også sin første foredlingsfabrikk på kinesisk grunn (Marine Harvest, 2018c, s. 18).

Marine Harvest meldte 13. november at de planlegger en navnendring fra og med 1. januar 2019. De ønsker å gå tilbake til røttene sine, og ønsker derfor å ta i bruk navnet Mowi. Selskapet satser tungt på merkevarebygging fremover og navnebytte blir da en naturlig del av

prosessen (Oslo Børs, 2018f). Dette støtter opp om vår SVI-analyse der vi konkluderte med at Marine Harvest mangler et sterkt merkenavn.

Som nevnt i delkapittel 2.4.7 har Marine Harvest et mål om å bli 100 prosent ASC-sertifisert innen 2020. I tredje kvartalsrapport kan de rapportere at 75 lokaliteter har blitt sertifisert, hvorav 51 av disse er i Norge. Det er forventet at flere lokaliteter skal få slik sertifisering i løpet av året (Marine Harvest, 2018c, s. 15).

Oppdrettsbransjen er inne i en god periode og det settes stadig nye rekorder. Det har blitt satt nye eksportrekorder hele 2018. 5. november kunne Norges Sjømatråd (2018f) meddele at det var satt nok en rekord. Oktober 2018 er den beste måneden for eksport av norsk sjømat så langt. Det ble eksportert sjømat for 9,9 milliarder kroner i oktober, en verdiøkning på hele ti prosent i forhold til samme tid i fjor. Så langt i år har Norge eksportert sjømat til en verdi av 80,7 milliarder kroner, en økning på fire prosent sammenlignet med samme tid i fjor. Eksportvolumet er på 2,2 millioner tonn hittil i år, en økning på seks prosent sammenlignet med samme periode i fjor.

Fra 30. oktober til første november ble det arrangert sjømatmesse i Dubai. Norge var representert med 13 eksportører. Messen tiltrekker seg bransjefolk fra store deler av Midtøsten og Nord-Afrika. Midtøsten blir sett på som et interessant marked for norsk sjømateksport. Norge har mer enn doblet sine eksportinntekter fra sjømat til De forente arabiske emirater siden 2014, og videre vekst i regionen er forventet (Norges Sjømatråd, 2018g).

Den 20. september 2018 økte Norges Bank styringsrenten til 0,75 prosent. Det var ikke overraskende da en økning i løpet av året ble varslet allerede i første kvartal (Norges Bank, 2018b). Sentralbanksjef Øystein Olsen sier at videre økning fremover er sannsynlig (Norges Bank, u.å.a).

8. oktober la regjeringen frem forslag til stats- og nasjonalbudsjett. Der ble det foreslått å redusere selskapsskatten fra 23 til 22 prosent (Finansdepartementet, 2018). Vårt fremtidsregnskap tok utgangspunkt i en skattesats på 23 prosent, et estimat som det er knyttet stor usikkerhet til.

30.06.2018 var Marine Harvest sin aksjeverdi på 162,20 kroner. Verdien har økt en del siden da, og 05.11.2018 var verdien på 206,20 kroner. Marine Harvest nådde en milepæl 17. oktober, da verdien var på 200,20 kroner. Dette var første gang de nådde en aksjeverdi på over 200 kroner (Oslo Børs, u.å.e).

Bibliografi

- Aadland, C. (2018, 23. april). - Må tenke nytt om hva som er høy laksepris. Hentet 23.10.2018 fra <https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=59794>
- Aaker, J.L. (1997). Dimensions of Brand Personality. *Journal of Marketing Research*, 34(3.), 347-356. doi: 10.2307/3151897
- Aandahl, P.T. (2017, 19. juli). Selger laksen seg selv? Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/selger-laksen-seg-selv/>
- Aarre, Einar. (2016, 23. mai). Gratis konsesjon til oppdrettere på land. *Sysla*. Hentet 03.09.2018 fra <https://sysla.no/fisk/gratis-konsesjon-til-oppdrettere-pa-land/>
- Aftenposten (2018, 16. mai). Oljekrisen har ført til 25.000 færre arbeidsplasser. *Aftenposten*. Hentet fra <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/vQwgw/Oljekrisen-har-fort-til-25000-farre-arbeidsplasser>
- Akvakulturloven. (2005). Lov om akvakultur (LOV-2005-06-17-79). Hentet fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_1
- Ali, Intisaar. (2018, 12. mars). Unge spiser mindre fisk enn før - høyere priser kan være årsak. Hentet fra https://www.nrk.no/norge/unge-spiser-mindre-fisk-enn-for-_-hoyere-priser-kan-vaere-arsak-1.13956984
- Allmennaksjeloven. (1997). Lov om allmennaksjeselskaper (LOV-1997-06-13-45). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45>
- Aukner, A & Hanstad, T.B. (2018, april). *Demand and prices*. Innlegg presentert ved DNB/ Fish Pool Brussels seminar, Brüssel, Belgia. Sammendrag hentet fra <http://fishpool.eu/presentations-brussels-2018/>
- Bach, D. (2018, 8. april). Norsk lakseoppdrett til Vietnam stoppet opp etter Kina-avtale. *E24*. Hentet 10.11.2018 fra <https://e24.no/naeringsliv/laks/norsk-lakseeksport-til-vietnam-stoppet-opp-etter-kina-avtale/24303362>
- Berge, A. (2018, 5. september). Dyretragedie i Skottland: Slik vil vi ikke ha det. Hentet 06.09.2018 fra <https://ilaks.no/dyretragedien-i-skottland-slik-skal-vi-ikke-ha-det/>

- Berge, A. (2016b). Her er Lerøys visjon om merkevarer. Hentet fra <https://ilaks.no/her-er-lerøys-visjon-om-merkevarer/>
- Berge, A. (2013). Lønnsomhetstoppen. Hentet 15.11.2018 fra <https://ilaks.no/lonnsomhetstoppen/>
- Berge, A. (2017b, 15. februar). Marine Harvest trekker seg fra New York-børsen. Hentet fra <https://ilaks.no/marine-harvest-trekker-seg-fra-new-york-borsen/>
- Berge, A. (2017c, 13. september). Norske investorer bak nyåpnet landbasert oppdrettsanlegg i Danmark. Hentet 23.10.2018 fra <https://ilaks.no/norske-investorer-bak-nyapnet-landbasert-oppdrettsanlegg-i-danmark/>
- Berge, A. (2017a, 30. juli). These are the world's 20 largest salmon producers. Hentet fra <https://salmonbusiness.com/these-are-the-worlds-20-largest-salmon-producers/>
- Berge, A. (2016a). Tildelingsrunder for grønne konsesjoner – noen refleksjoner. Hentet fra <https://ilaks.no/tidelingsrunden-for-gronne-konsesjoner-noen-refleksjoner/>
- Berglihn, H. & Ytreberg, R. (2018, 4. september). Salmars nye supermerd var rømningssikker. Helt til den slapp ut laks. *Dagens Næringsliv*. Hentet 06.09.2018 fra <https://www.dn.no/havbruk/laks/salmar/romt-oppdrettslaks/salmars-nye-supermerd-var-romningssikker-helt-til-den-slapp-ut-laks/2-1-412191>
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance* (3. Utg.). Pearson Education Limited.
- Bernhoft, A. C. & Fardal, A. (2007). IFRS og fiskeoppdrett. *Magma*, 10(6.), 49-58. Hentet fra <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. (2010). *Economics of Strategy* (5.utg.). Hoboken, N.J: John Wiley & Sons
- Bikas, E., Jurevičiene, D., Dubinkas, P. & Novickytė, L. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, Vol.82, 870-876. doi. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.06.363>
- Bjørklund, O., Skallerud, K., Sogn-Grundvåg, G. & Grønhaug, K. (2008). Produktdifferensiering: hva og hvorfor?. *Magma*, 11(5.), 95-104. Hentet fra <https://www.magma.no/produktdifferensiering-hva-og-hvorfor>
- Boye, K. (1983). *Regnskaps-analyse* (5.utg.). Oslo: Tanum-Norli.

- Bryhn, R. (2009). Marine Harvest ASA. *Store norske leksikon*. Hentet 22.08.2018 fra https://snl.no/Marine_Harvest_ASA
- Byrkjeland, N. (1998). *Et årsregnskap: en praktisk tilnærming*. Oslo: Norges statsautoriserede revisorers forening.
- Børsum, Ø.G. & Ødegaard, B.A. (2005). Valutasikring i norske selskap. *Praktisk økonomi og finans*, 22(1), 83-99. Hentet fra https://www.idunn.no/file/pdf/33227018/pof_2005_01_pdf.pdf
- Cermaq. (2017b). Annual report. Hentet fra <https://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaq/cermaq/our-company/annual-report/annual+report>
- Cermaq. (2017c). Mennesker er viktigst. Hentet fra <https://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaq-no/cermaq-norway/Selskapet/>
- Cermaq. (2017a). Om Cermaq. Hentet fra <https://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaq-no/cermaq-norway/Selskapet/om-cermaq/>
- CGMA. (2013, 11. juni). Porter's Five Forces of Competitive Position Analysis. Hentet fra <https://www.cgma.org/resources/tools/essential-tools/porters-five-forces.html>
- Dagens Næringsliv. (2014, 12. august). Chilensk laks inntar det russiske markedet. *Dagens Næringsliv*. Hentet 03.09.2018 fra <https://www.dn.no/nyheter/utenriks/2014/08/12/0756/Marine-Harvest/chilensk-laks-inntar-det-russiske-markedet>
- Dagens Næringsliv. (2018c, 12. oktober). Grieg Seafood. *Dagens Næringsliv*. Hentet 17.10.2018 fra <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/GSF.OSE>
- Dagens Næringsliv. (u.å.). Historien om det norske oppdrettseventyret. *Dagens Næringsliv*. Hentet 20.08.2018 fra <https://www.dn.no/dnxannonserinnhold/norgessjomatrad/2018/07/20/1054/historien-om-det-norske-oppdrettseventyret>
- Dagens Næringsliv. (2018a, 12. oktober). Lerøy Seafood Group. *Dagens Næringsliv*. Hentet 17.10.2018 fra <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/LSG.OSE>

- Dagens Næringsliv. (2018d, 12. oktober). Marine Harvest Group. *Dagens Næringsliv*. Hentet 17.10.2018 fra <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/MHG.OSE>
- Dagens Næringsliv. (2018b, 12. oktober). SalMar. *Dagens Næringsliv*. Hentet 17.10.2018 fra <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/SALM.OSE>
- Dahl, G.A. (2006). Hvorledes bør bedriften finansieres? *Praktisk økonomi og finans*, 2006 (3), 11-22. Hentet fra https://www.idunn.no/file/pdf/33227313/pof_2006_03_pdf.pdf
- Dale, T.J. (2000). *Økonomistyring*. Oslo: Aschehoug.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3.utg.). Hoboken, N.J: Wiley
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikator. *Praktisk økonomi & Finans*, 21(1), 43-52. Hentet fra https://www.idunn.no/file/pdf/33226793/pof_2004_01_pdf.pdf
- Egeness, F.A. (2018, 25. mai). Markedet aksepterer høyere laksepriser. *Intrafish*. Hentet 12.09.2018 fra <http://www.intrafish.no/kommentarer/1498512/markedet-aksepterer-hoyere-laksepriser>
- Eklund, T. & Knutsen, T. (2011). *Regnskapsanalyse: Aktiv bruk av regnskapet* (8.utg.). Oslo: Gyldendal akademiske. Hentet fra <https://min.rechtsdata.no/#/Dokument/gREGNSKAPSANALYSEz5F2011z5F3z2E4>
- Europalov. (2015, 18. juni). IFRS-forordningen: bruk av internasjonale regnskapsstandarder. Hentet fra <https://europalov.no/rettsakt/ifrs-forordningen-bruk-av-internasjonale-regnskapsstandarder/id-3050>
- E24. (2017, 20. januar). Mack kutter 30 årsverk etter å ha blitt vraket av Rema 1000. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/rema-1000/mack-kutter-30-aarsverk-etter-aa-ha-blitt-vraket-av-rema-1000/23903212>
- Fardal, A. (2007). IFRS og norske regnskapsregler. *Magma*, 10 (3.), 7-11. Hentet fra <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler>
- Finansdepartementet. (2018, 8. oktober). Skattesatser 2019. Hentet 24.10.2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>

Fish Pool. (u.å.). Forward prices. Hentet 29.09.2018 fra <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fiskbranschens Riksförbund. (2018, 15. august). 70 prosent av kloden, men bare to prosent av verdens matproduksjon. Hentet fra <http://www.fiskbranschen.se/2018/08/15/70-prosent-av-kloden,-men-bare-to-prosent-av-verdens-matproduksjon-40252233>

Fiskeridirektoratet. (2018). Auksjon juni 2018. Hentet 30.08.2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Auksjon-av-produksjonskapasitet/Auksjon-juni-2018>

Fiskeridirektoratet. (u.å.). Fiskeridirektoratet forslag til nasjonal strategi mot rømming fra akvakultur. Hentet 23.10.2018 fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/0eb2e977d64c4e18a86ba478335ca3bd/fiskeridirektorats-forslag-til-rommingsstrategi1-11885499.pdf>

Fiskeridirektoratet. (2017b, 25. august). Grønne tillatelser. Hentet 06.09.2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-orerret-og-regnbueorerret/Groenne-tillatelser>

Fiskeridirektoratet. (2017a, 24. april). Tildelingsprosessen. Hentet 31.08.2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening. (2008, 2. juli). *Framtidsrettet og bærekraftig vekst for norsk havbruk*. Hentet 31.08.2018 fra https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/importedmedia/Motmelding_FHL_juli_2008_final.pdf

Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening og Eksportutvalget for fisk. (2011). *Norsk havbruk* [Brosjyre]. Oslo: Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening og Eksportutvalget for fisk. Hentet 20.08.2018 fra https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/eff_fhl_komplett_lowres.pdf

FN. (u.å.). Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet 07.09.2018 fra <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>

Fylkesmannen i Møre og Romsdal. (2018, 8. juni). Landbasert fiskeoppdrett - Salmon Evolution, Fræna. Hentet 23.10.2018 fra <https://www.fylkesmannen.no/nb/More-og-Romsdal/Miljo-og-klima/Akvakultur/Landbasert-fiskeoppdrett---Salmon-Evolution-Frana/>

- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 23(2), 3-17. Hentet fra https://www.idunn.no/file/pdf/33227533/pof_2007_02_pdf.pdf
- Grieg Seafood. (u.å.). Om Grieg Seafood. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/>
- Grieg Seafood. (2018). Årsrapport. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/arsrapport-2017/>
- Griffith, R. (2000). How important is business R&D for economic growth and should the government subsidize it? *The institute for fiscal studies*. Hentet fra <http://discovery.ucl.ac.uk/14922/1/14922.pdf>
- Hammertrø, H. (2016, 15. august). Regnskapsanalyse: Utvelgelse, analyse og konklusjon. Hentet fra <https://www.bdobloggen.no/2016/08/15/regnskapsanalyse-utvelgelse-analyse-konklusjon/>
- Hauge Aqua. (u.å.) Adressing key challenges through New Innovative Technology. Hentet 23.10.2018 fra <http://www.haugeaqua.com/Technology/>
- Haugstad, T. (2017, 21. mai). Her skal det produseres 20.000 tonn laks på land. *Teknisk ukeblad*. Hentet 23.10.2018 fra <https://www.tu.no/artikler/her-skal-det-produseres-20-000-tonn-laks-pa-land/383242>
- Helsedirektoratet. (2016, 24. oktober). Kostråd fra Helsedirektoratet. Hentet 31.08.2018 fra <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ertering/kostrad-fra-helsedirektoratet>
- Hill, C.W. & Jones, G. R. (2004). *Strategic management theory: An integrated approach*. (6.utg.). Boston: Houghton Mifflin Co.
- Holøien, M. (2018, 5. mars). Satser på laks på land. *Hegnar.no*. Hentet 23.10.2018 fra <https://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2018/03/Satser-paa-laks-paa-land>
- Hvamstad, E. (2011, 13. mai). Fiskeanalytikere: - Lerøy skal kjøpe mer. *Hegnar.no*. Hentet fra <https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2011/05/Fiskeanalytikere-Leroey-skal-kjoepe-mer>
- IFRS. (u.å.a). IAS 41 Agriculture. Hentet fra <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-41-agriculture/>

IFRS. (u.å.). IFRS 13 Fair Value Measurement. Hentet 27.09.2018 fra

<https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>

iLaks. (2018a, 23. februar). Nytt gigantisk landbasert anlegg i Maine – Vi har forhåndsøst laks i ti år fremover. Hentet 23.10.2018 fra <https://ilaks.no/nytt-gigantisk-landbasert-anlegg-i-maine-vi-har-forhandssolgt-laks-for-ti-ar-fremover/>

iLaks. (2018b, 4. juli). Økende etterspørsel i EU fører til nok en rekord for sjømateksporten i første halvår. Hentet 23.10.2018 fra <https://ilaks.no/okende-etterspørsel-i-eu-forer-til-nok-en-rekord-for-sjømaterksporten-i-forste-halvar/>

IMF. (u.å.). Inflation rate, average consumer prices. Hentet 29.09.2018 fra

<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/WEOWORLD>

IMF. (2018, 16. juli). *World Economic Outlook*. Hentet fra

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/07/02/world-economic-outlook-update-july-2018>

Infront Analytics. (u.å.a). Levered/Unlevered Beta of Marine Harvest ASA. Hentet

28.09.2018 fra <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30184SN/Marine-Harvest-ASA/Beta>

Infront Analytics. (u.å.b). Ratios valuation of Oslo Bors VPS Holding ASA (OSLO I NOR).

Hentet 18.10.2018 fra <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/30360SN/Oslo-Bors-VPS-Holding-ASA/financial-ratios>

Innovasjon Norge. (u.å.b). Maskinvaksine revolusjonerer fiskenæringen. Hentet fra

<https://www.innovasjon norge.no/no/finansiering/forsknings--og-utviklingskontrakter/slik-har-innovasjonskontrakter-hjulpet-andre---ny/firmaet-as/>

Innovasjon Norge. (u.å.a). Valutasikring. Hentet 23.10.2018 fra

<https://www.innovasjon norge.no/no/sats-internasjonalt/eksporthandboken/eksportordbok/valutasikring/>

Investopedia. (u.å.). Price-Earnings-Ratio (P/E Ratio). *Investopedia*. Hentet 17.10.2018 fra

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

Investopedia. (u.å.). Price-To-Book Ratio - (P/B Ratio). *Investopedia*. Hentet 17.10.2018 fra

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>

Janssen, M., Busch, C., Rödiger, M. & Hamm, U. (2015). Motives of consumers following a vegan diet and their attitudes towards animal agriculture. *Appetite*. 2016(105.), 643-651.

<https://doi.org/10.1016/j.appet.2016.06.039>

Jensen, P.M. (2018, 30. juli). Ekkolodd som føringsverktøy. Hentet 23.10.2018 fra

<https://www.kyst.no/article/ekkolodd-som-fringsverktoey/>

Jensen, P.M. (2016). Kvinner mest skeptisk til oppdrett. Hentet fra

<https://www.kyst.no/article/kvinner-mest-skeptisk-til-oppdrett/>

Johnsen, J.P. (2015). Fiskeoppdrett. *Store norske leksikon*. Hentet 16.09.2018 fra

<https://snl.no/fiskeoppdrett>

Jøssang, T.I., (2017, 6. mai). Legger ned kveiteslakteri. *Sysla*. Hentet 14.11.2018 fra

<https://sysla.no/fisk/legger-ned-kveiteslakteri/>

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011). *Verdivurdering – teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no

Kinserdal, F. (2015). Når virkelig verdi er vanskelig å beregne, er det da overhodet relevant i regnskapet?. *Magma*, 18(1.), 22-31. Hentet fra <https://www.magma.no/nar-virkelig-verdi-er-sa-vanskelig-a-beregne-er-det-da-overhodet-relevant-i-regnskapet>

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5.utg). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Hentet fra

http://elibrary.bsu.az/books_200/N_1.pdf

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (6.utg.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Knivsflå, K.H. (2018a). Forelesning 3: Regnskapsanalyse - ramme og “trailing”. Hentet

16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2003%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018b). Forelesning 4: Omgruppering for analyse. Hentet 16.11.2018 fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2004%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018c). Forelesning 5: Omgruppering – balanse og kontantstrøm. Hentet

16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2005%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018d). Forelesning 7: Målefeil. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2007%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018e). Forelesning 9: Kredittvurdering – syntetisk rating. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2009%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018g). Forelesning 10: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2010%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018h). Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2011%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018i). Forelesning 14: Framtidsrekneskap – ramme og driftsinntekter. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2014%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018j). Forelesning 15: Framtidsrekneskap – andre budsjettdriverar. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2015%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018f). Forelesning 16: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2016%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018k). Forelesning 17: Fundamental verdivurdering – egenkapitalmetoden. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2017%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018l). Forelesning 18: SK-metoden og verdikonvergens. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2018%20-%202018p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018m). Forelesning 19: Uvisse i verdiestimatet. Hentet 16.11.2018 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2019%20-%202018p.pdf>

KPMG. (2017, 4. juli). Børsnotering - vurderer du å ta selskapet ditt på børs? Hentet fra <https://verdtavite.kpmg.no/boersnotering-vurderer-du-aa-ta-selskapet-ditt-paa-boers/?s>

Kvam, Merethe. (2016, 1. oktober). Proteiner i den vegetariske kosten. Hentet fra <https://nhi.no/kosthold/ernaring/vegetarkost-og-protein/>

Kvifte, S.S., Tofteland, A., & Bernhoft, A.C. (2014). *God regnskapsskikk og IFRS* (2. Utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Kyst og Fjord. (2018a, 2. mai). Ber om ansvarlig oppdretts-skatt. *Kyst og Fjord*. Hentet 05.09.2018 fra <https://www.kystogfjord.no/nyheter/forsiden/Ber-om-ansvarlig-oppdretts-skatt>

Kyst og Fjord (2018b, 3. mai). Oppdrett har større grunnrente enn kraftbransjen. *Kyst og Fjord*. Hentet 05.09.2018 fra <https://www.kystogfjord.no/nyheter/forsiden/Oppdrett-har-stoerre-grunnrente-enn-kraftbransjen>

Kyst og Havbruk. (2007). *Kyst og Havbruk 2007*. (2/2007). Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/114117?fbclid=IwAR0Jq-dDfQKAMRBpkWoqYV0eUIOWldu5AKbhBJKarGTNRecwXq2vZ3Y17tg>

Laksefakta. (2018f, 21. august). Er det miljøgifter i oppdrettslaks?. Hentet 31.08.2018 fra <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/er-det-miljogifter-i-oppdrettslaks/>

Laksefakta. (2018). Har laksen det bra i oppdrettsanleggene?. Hentet 04.09.2018 fra <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/har-laksen-det-bra-i-oppdrettsanleggene/>

Laksefakta. (2018e, 23. august). Hva er bærekraft?. Hentet 30.10.2018 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/hva-er-barekraft/>

Laksefakta. (2018b, 23. august). Hva er lakselus?. Hentet 16.09.2018 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/lus/>

Laksefakta. (2018c, 21. august). Hvor frisk er oppdrettslaksen?. Hentet 06.09.2018 fra <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvor-frisk-er-oppdrettslaksen/>

Laksefakta. (2018d, 21. august). Hvorfor rømmer laksen?. Hentet 05.09.2018 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

Laksefakta. (2018a, 23. august). Norske regler for miljø og oppdrett. Hentet 30.08.2018 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Lerøy Seafood Group. (u.å.a). Om oss. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Lerøy Seafood Group. (u.å.c). Produkter. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/smakfull-sjomat/produkter/>

Lerøy Seafood Group. (u.å.b). Vår historie. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>

Lerøy Seafood Group. (2018). *Årsrapport*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/aarsrapport-2017/bord/#anchor-article-hovedtall>

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

Marine Harvest. (u.å.f). Group management. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/corporate-governance/group-management/>

Marine Harvest. (u.å.c). Historie. Hentet fra <http://marineharvest.no/about/historie/>

Marine Harvest. (u.å.d). In Brief. Hentet fra <http://marineharvest.com/about/in-brief/>

Marine Harvest. (2017). Integrated annual report. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest. (u.å.a). Laksens livssyklus. Hentet fra <http://marineharvest.no/products/seafood-value-chain/>

Marine Harvest. (u.å.b). Norges største oppdrettsselskap. Hentet fra <http://marineharvest.no/about/norges-storste/>

Marine Harvest. (u.å.e). Product range. Hentet fra <http://marineharvest.com/product/product-range/>

Marine Harvest. (2018a). Shareholders. Hentet 23.08.2018 fra <http://marineharvest.com/investor/share-and-bond-info/shareholders/>

Marine Harvest. (2018b). Quarterly Report Q2 2018. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2212194/862382.pdf>

Marine Harvest (2018c). Quarterly Report Q3 2018. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2223218/871196.pdf>

Mattilsynet. (2016, 20. september). Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse. Hentet 05.09.2018 fra https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766

Mattilsynet. (2015, 19. januar). Rensefisk. Hentet 16.09.2018 fra https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/akvakultur/rensefisk/

Mikkelsen, Gunvar. (2017, 13. november). Forskeren forteller: Ny teknologi vil gjøre norsk fiskeoppdrett mer bærekraftig. Hentet 07.09.2018 fra <https://forskning.no/fisk-forskeren-forteller-fiskehelse/forskeren-forteller-ny-teknologi-vil-gjore-norsk-fiskeoppdrett-mer-baerekraftig/310271>

Misund, Bård. (2017, 25. oktober). Hva er verdien av en konsesjon?. *Intrafish*. Hentet 04.09.2018 fra <http://www.intrafish.no/kommentarer/1394885/hva-er-verdien-av-en-konsesjon>

Mjelde, M., Nguyen, M.H. & Fastbø, K. (2018). Uendret markedsrisikopremie i det norske markedet. *Magma*, 21(1), 9-11. Hentet fra <https://www.magma.no/uendret-markedsrisikopremie-i-det-norske-markedet>

Møller, D. & Haaland, A. (2014). Pionertid ca. 1945-1973. I Nils Kolle (Red.), *Over den leiken ville han rå: Norsk havbruksnærings historie*. (Bind 5, s. 73-77). Bergen: Fagbokforlaget.

Nilsen, A.A. (2017, 11. april). Dyreste norske aksjer siden it-sprekken på tidlig 2000-tall. *E24*. Hentet 17.10.2018 fra <https://e24.no/boers-og-finans/oslo-boers/dyreste-norske-aksjer-siden-it-sprekken-paa-tidlig-2000-tall/23972408>

Nodland, E. (2017, 10. april). Satser over 600 millioner kroner på å dra laksen til havs. Hentet fra <https://ilaks.no/satser-over-600-millioner-pa-a-dra-laksen-til-havs/>

Norges Bank. (u.å.). *Hvordan virker renten på inflasjonen?*. Hentet 04.09.2018 fra https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/pengepolitikk/rentevirkninger/animasjon_11.pdf

Norges Bank. (u.å.c). *Short terms interest rates*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>

Norges Bank. (u.å.b). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet 27.09.2018 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Norges Bank. (u.å.). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 26.09.2018 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (u.å.a). Styringsrenten. Hentet 04.09.2018 fra <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (2018b, 20. september). Styringsrenten heves til 0,75 prosent. Hentet den 24.09.2018 fra <https://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2018/2018-09-20/>

Norges Bank. (2018a, 21. juni). Styringsrenten uendret på 0,50 prosent. Hentet 07.11.2018 fra <https://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2018/2018-06-21-pressemelding/>

Norges forskningsråd. (2004). *Havbruk 2020: grensesprengende – hvis...* Hentet fra https://www.forskningsradet.no/CSStorage/Flex_attachment/Havbruk-nett.pdf

Norges Sjømatråd. (2018a, 8. januar). En million tonn laks for 64,7 milliarder i 2017. Hentet 21.08.2018 fra <http://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/en-million-tons-laks-for-647-billiarer-i-2017-2361515>

Norges Sjømatråd. (2016, 2. desember). Importforbud for norsk sjømat. Hentet 03.09.2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/importforbud-for-norsk-sjomat/>

Norges Sjømatråd. (2018d, 10. januar). Nordmenn spiser mindre sjømat. Hentet 23.10.2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/nordmenn-spiser-mindre-sjomat/>

Norges Sjømatråd. (2017, 8. februar). Nøkkeltall. Hentet 21.08.2018 fra <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

Norges Sjømatråd. (2018g, 6. november). Seafex Dubai: Fristende sjømat fra Norge tiltrakk seg mange besøkende. Hentet 8.11.2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/seafex-dubai-fristende-sjomat-fra-norge-tiltrakk-seg-mange-besokende-/>

Norges Sjømatråd. (u.å.). Sjømatnasjonen Norge 2018. Hentet 20.08.2018 fra <https://sjomatnasjonen.seafood.no/>

Norges Sjømatråd. (2018b, 28. september). Store muligheter for norsk sjømat i Kina. Hentet 26.10.2018 fra <https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskemarked-h2018/kina-h2018/>

Norges Sjømatråd. (2018f, 5. november). Tidenes eksportmåned for norsk sjømat. Hentet 8.11.2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/tidenes-eksportmaned-for-norsk-sjomat2/>

Norges Sjømatråd. (2018e, 10. april). 3 i uka. Hentet 23.10.2018 fra <https://seafood.no/markedsforing/merke--og-stotteordninger/merkeordninger/3-i-uka/>

Norsk Fiskerinæring. (2017). *Vekstregime uten vekst*. (5/2017). Hentet fra <http://digital.findexaforlag.no/i/837321-utgave-5-2017/82>

Norsk institutt for naturforskning. (2018, 30. april). Vil det bli hett for villaksen i fremtidens klima?. Hentet 06.09.2018 fra <https://www.nina.no/Aktuelt/Nyhetsartikkel/ArticleId/4499/Vil-det-bli-for-hett-for-villaksen-i-fremtidens-klima>

NRK. (2013, 18. juli). Cermaq har solgt fôrselskapet Ewos. Hentet fra <https://www.nrk.no/okonomi/cermaq-har-solgt-forselskapet-ewos-1.11139727>

NRK. (2005, 18. april). Lerøy og SalMar drøfter fusjon. Hentet fra <https://www.nrk.no/okonomi/leroy-og-salmar-drofter-fusjon-1.559750>

Nutreco Holding N.V. (2009, 14. februar). *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/Nutreco>

Nyrud, T., Bendiksen, B.I. & Dreyer, B. (2016). *Valutaeffekter i norsk sjømatindustri*. (23/2016). Hentet 16.09.2018 fra <http://torskeprogrammet.no/wp-content/uploads/sites/16/2016/12/54.pdf>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2018a, 10. juli). Fisk og EU. Hentet 03.09.2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fisk1/id685828/>

Nærings og fiskeridepartementet. (2015, 5. mars). Konesjonssystemet – generelt. Hentet 20.08.2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/rad-1/fiskeri-ny/fiskeflaten-listeside/konesjonssystemet--generelt/id418041/>

Nærings- og fiskeridepartementet (2018b, 21. juni). Lakseauksjonen er ferdig. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/lakseauksjonen-er-fullfort/id2605186/>

Nærings- og fiskeridepartementet (2015a, 20. november.). Nye konsesjoner skal utvikle framtidens oppdrett. Hentet 19.11.2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-konsesjoner-skal-utvikle-framtidens-oppdrett/id2462544/>

Nærings og fiskeridepartementet. (2017). Regjeringen skrur på trafikklyset. Hentet 16.09.2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset/id2577032/>

Olsen, S. (2017, 25. september). Norges første kommersielle landbaserte oppdrettsanlegg: - det er alltid tøft å være i front. Hentet fra <https://ilaks.no/norges-forste-kommersielle-landbaserte-oppdrettsanlegg-det-er-alltid-toft-a-vaere-i-front/>

Oslo Børs. (2014). Cermaq strykes fra notering på Oslo Børs. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Cermaq-strykes-fra-notering-paa-Oslo-Boers>

Oslo Børs. (2018d). Data Marine Harvest. Hentet 23.08.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/MHG.OSE/data>

Oslo Børs. (2018c). Kursoversikt Grieg Seafood. Hentet 20.08.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GSF.OSE/overview>

Oslo Børs. (2018a). Kursoversikt Lerøy Seafood Group. Hentet 20.08.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>

Oslo Børs. (2018b). Kursoversikt SalMar. Hentet 20.08.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview>

Oslo Børs. (2018f, 13. november). Marine Harvest Capital Markets Day: Launches brand strategy and changes name to Mowi. Hentet 13.11.2018 fra <https://newsweb.oslobors.no/message/463400>

Oslo Børs. (2018e). Marine Harvest Kursoversikt. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/MHG.OSE/overview>

Oslo Børs. (u.å.a). Mest omsatte verdipapir. Hentet 04.10.2018 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/Aksjer/2017-Mest-omsatte-verdipapir>

- Oslo Børs. (u.å.b). Statistikk. Hentet 03.10.2018 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>
- Ou, J.A. & Penman, S.H. (1989). Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices. *Journal of Accounting Research*, 27, 111-144. doi: 10.2307/2491068
- Palepu, K.G., Healy, P.M., Bernard, V.L. & Peek, E. (2007). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Andover: Cengage Learning.
- Parr, O.S. (2018, 6. juni). Donald Trump truer med gigantisk toll. *Hegnar.no*. Hentet 12.09.2018 fra <https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2018/07/Donald-Trump-truer-med-gigantisk-toll>
- Patentloven. (1968). Lov om patenter. (LOV-1967-12-15-9). Hentet fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1967-12-15-9#KAPITTEL_4
- Penman, Stephen. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5.utg.). New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation – Credit analysis – Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget
- Porter, M. (1992). *Konkurransfortrinn*. (norsk utgave). Oslo: Tano
- PWC. (2017, desember). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 26.09.2018 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>
- Rao, A.R. & Monroe, K.B. (1989). The Effect of Price, Brand Name and Store Name on Buyers' Perceptions of Product Quality: An Integrative Review. *Journal of Marketing Research*, 26(3.), 351-357. doi: 10.2307/3172907
- Regjeringen. (2018). Lakseauksjonen er ferdig. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/lakseauksjonen-er-fullfort/id2605186/>
- Regnskapsloven. (1999). Lov om årsregnskap m.v. (LOV-1998-07-17-56). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>
- Remen, M., Sievers, M., Torgersen, T. & Oppedal, F. (2016). The oxygen threshold for maximal feed intake of Atlantic salmon post-smolts is highly temperature-dependent. *Aquaculture*, 464(1), 582-592. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.aquaculture.2016.07.037>

Roos, G., Krogh, G.V., Roos, J. & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi - en innføring* (6.utg). Bergen: Fagbokforlaget.

SalMar. (u.å.a). Historie. Hentet fra <https://www.salmar.no/historie/>

SalMar. (u.å.c). InnovaMar-fra drøm til virkelighet. Hentet fra <https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/>

SalMar. (u.å.b). Strategi og visjon. Hentet fra <https://www.salmar.no/strategi-visjon/>

SalMar. (2018). *Årsrapport*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Sander, K. (2016a). Analyse og justering av målefeil. Hentet fra <https://estudie.no/justering-maalefeil/>

Sander, K. (2016b). Rentabilitetsanalyse. Hentet fra <https://estudie.no/rentabilitetsanalyser/>

Saue, O.A. (2018, 9. januar). Verken eksportøren eller importøren trur på Russland-opning i 2018. Hentet 02.09.2018 fra <https://ilaks.no/verken-eksportoren-eller-importoren-trur-pa-russland-opning-i-2018/>

Schmidlin, N. (2014). *The Art of Company valuation and Financial Statement Analysis: A value investor's guide with real-life case studies*. Hoboken: Wiley. Hentet fra <https://ebookcentral.proquest.com/lib/agder/reader.action?docID=1680598&query=#>

SFI Handbook. (2018). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2200061/853178.pdf>

Shiller, R.J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton, N.J: Princeton University Press. Hentet fra <http://www.library.fa.ru/files/Shiller2.pdf>

Sintef. (2015, 1. juli). Økt verdiskaping fra sjømatnæringen. Hentet fra <https://www.sintef.no/siste-nytt/okt-verdiskaping-fra-sjomatnaringen/>

Skarvøy, I. (2018, 23. april). Landbasert oppdrett - Bærekraftig utvikling er vår drivkraft. *Kystmagasinet*. Hentet 06.09.2018 fra <https://www.kystmagasinet.no/nyheter/landbasert-oppdrett-baerekraftig-utvikling-drivkraft/>

Skatteetaten. (u.å.). Alminnelig inntekt. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/?year=2010#rateShowYear>

Skatteloven. (2000). Lov om skatt av formue og inntekt. (LOV-1999-03-26-14). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14>

Solhaug, R.M. (2015, 10. september). Får ærespris for revolusjonerende lakseforskning. Hentet fra https://uit.no/nyheter/artikkel?p_document_id=431703&p_dim=88106

Soltveit, T. & Jensen, P.M. (2018, 17. mars). Status utviklingskonsesjoner - Innovasjonsbølgen slår inn over oppdretterne. *Kyst.no*. Hentet 19.11.2018 fra <https://www.kyst.no/article/status-utviklingskonsesjoner-innovasjonsboelgen-slaar-inn-over-oppdretterne/>

Standard & Poor's. (u.å.). Understanding ratings. Hentet fra https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#secondPage

Statistisk Sentralbyrå. (2018, 25. januar). Utenrikshandel med varer. Hentet den 23.10.2018 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/09283/tableViewLayout1/>

Stavrum, G. (2018, 22. mars). Satser fire milliarder på lakserevolusjon i Florida. *Nettavisen*. Hentet 23.10.2018 fra <https://www.nettavisen.no/na24/satser-fire-milliarder-pa-lakserevolusjon-i-florida/3423425637.html>

Stensvold, T. (2017, 16. oktober). De har skutt 500 mill laserpulser mot millioner av lus – ikke en eneste laks er meldt skadd. *Teknisk ukeblad*. Hentet 23.10.2018 fra <https://www.tu.no/artikler/de-har-skutt-500-mill-laserpulser-mot-millioner-av-lus-ikke-en-eneste-laks-er-meldt-skadet/409231>

Sved, B. (2015, 20. mai). Lakseoppdrett på land er like billig som til sjøs. Hentet 16.09.2018 fra <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/strategy/articles/lakseoppdrett-pa-land-er-like-billig-som-til-sjos.html>

Sørensen, R. (1998, februar). Verdivurdering som prosess. *Magma*, 1(2.), 34-40. Hentet fra <https://www.magma.no/verdivurdering-som-prosess>

Thonhaugen, M. (2016, 12. februar). - Om ikke lenge vil oppdrettsindustrien møte veggen. Hentet fra <https://www.nrk.no/nordland/-om-ikke-lenge-vil-oppdrettsindustrien-mote-veggen-1.12795508>

Trygstad, A.N. (2017, 21. april). Sp-topp mener staten solgte oppdrettsgiganten Cermaq på billigsalg. Hentet fra <https://www.nrk.no/nordland/sp-topp-mener-staten-solgte-oppdrettsgiganten-cermaq-pa-billigsalg-1.13480985>

University of Cambridge (u.å.). Porter's Generic Competitive Strategies (Ways of competing). Hentet fra <https://www.ifm.eng.cam.ac.uk/research/dstools/porters-generic-competitive-strategies/>

Vermes, T. (2018b, 6. februar). Dansk europapolitiker: - Skatteflukt-land befinner seg midt ibland oss i EU. *Abcnyheter*. Hentet 03.10.2018 fra <https://www.abcnyheter.no/penger/makroekonomi/2018/02/06/195369336/skatteflukt-land-befinner-seg-midt-iblant-oss-i-eu>

Vermes, T. (2018a, 23. februar). Nå kommer Norges første lakseoppdrett på land – i Fredrikstad. *Abcnyheter*. Hentet 23.10.2018 fra <https://www.abcnyheter.no/penger/naeringsliv/2018/02/23/195373900/na-kommer-norges-foerste-lakseoppdrett-pa-land-i-fredrikstad>

Visma. (u.å.c). Driftsresultat: Hva er driftsresultat? Hentet fra <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/d/driftsresultat/>

Visma. (u.å.a). Rentedeckningsgrad. Hentet fra https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-interest-coverage-ratio.htm

Visma. (u.å.b). Soliditet: Hva er soliditet? Hentet fra <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/s/soliditet/>

Vøllestad, A. (2018, 29. juni). Laks. *Store Norske Leksikon*. Hentet 24.08.2018 fra <https://snl.no/laks>

Wong, M.C.S. (Red.). (2011). *The risk of investment products: from product innovation to risk compliance*. Singapore: World Scientific Publishing. Hentet fra <https://ebookcentral.proquest.com/lib/agder/reader.action?docID=840675&query=>

WWF. (u.å.). Marine Harvest. Hentet fra https://www.wwf.no/bedriftssamarbeid/samarbeidspartnere/marine_harvest/

Ytreberg, R. (2018, 08. februar). Kan nå en milliard i høst. *Dagens Næringsliv*. Hentet 22.08.2018 fra <https://www.dn.no/nyheter/2018/02/08/1831/Havbruk/kan-na-en-milliard-i-host>

Vedlegg

Vedlegg 1 - Trailing av resultatregnskapet

I EUR MILL	2018	2017					
	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q2	Trailing uten vekst	Vekst-justering	2018T	Vekst i prosent
Marine Harvest Group	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q2				
Driftsinnteker	1 748,7	3 649,4	1 776,7	3 621,4	-29,51	3 591,9	-0,02
Varekostnader	831,2	1 688,5	806,6	1 713,1	26,90	1 740,0	0,03
Lønnskostnader	235,4	477,9	221,4	491,9	16,22	508,1	0,06
Andre driftskostnader	265,2	555,0	262,7	557,5	2,78	560,3	0,01
Avskrivninger	74,90	150,4	74,60	150,7	0,30	151,0	0,00
Verdijustert biomasse	-168,9	340,3	253,8	-82,40		-168,9	-1,67
Restruktureringskostnader	0,50	2,50	-	3,00		0,50	0,50
Avsetning for tapskontrakter	8,50	-119,8	-100,9	-10,40		8,50	-1,08
Netto resultat fra tilknyttede selskaper	-22,10	-33,70	-7,40	-48,40	-6,58	-54,98	0,25
Andre ikke-operasjonelle kostnader	-0,10	-0,30	-0,30	-0,10		-0,10	-0,67
Nedskrivninger	-0,20	103,80	1,90	101,7		-0,20	-1,11
EBIT	524,6	484,8	264,4	745,0		847,7	0,98
Rentekostnader	22,90	46,70	23,00	46,60		45,80	0,00
Netto valuta effekter	0,20	8,80	-1,60	10,60		0,20	-1,13
Andre finansielle elementer	38,40	-93,20	-73,80	19,00		38,40	-1,52
Resultat før skatt	463,1	522,5	316,8	668,8		763,3	0,46
Skattekostnad	111,3	558,7	37,90	632,1		198,7	1,94
Årsresultat	351,9	462,6	278,9	535,6		564,6	0,26
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-		-	-
Netto minoritetsresultat	0,60	0,30	0,40	0,50	-0,02	0,48	0,20
Årsresultat majoritet	351,3	462,3	278,5	535,1		564,1	0,26
Annet fullstendig resultat	-51,00	-200,3	-140,0	-111,3		-51,00	-0,64
Total resultat	300,3	262,0	138,5			513,1	

Vedlegg 2 - Regresjonsanalyse for analyseperioden

Gjennom hele analyseperioden

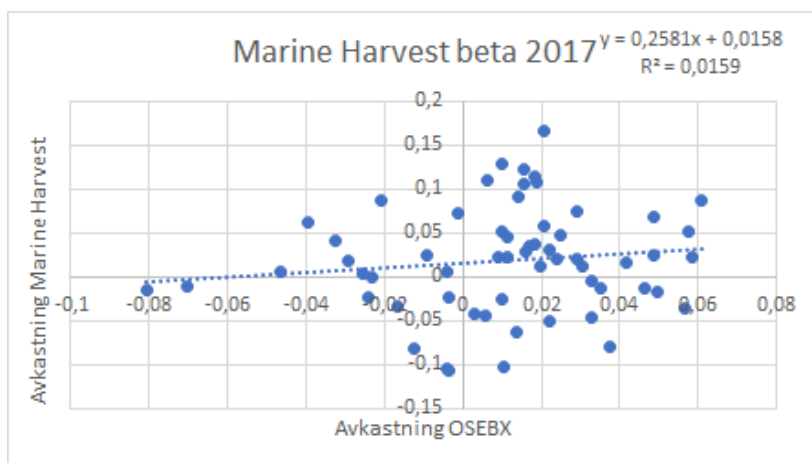
SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,26838753							
R-kvadrat	0,07203187							
Justert R-kva	0,06136556							
Standardfeil	0,08757146							
Observasjon	89							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,05178882	0,05178882	6,75321924	0,010990221			
Residualer	87	0,66718215	0,00766876					
Totalt	88	0,71897097						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspu	0,00843828	0,00955417	0,88320362	0,37956029	-0,01055167	0,02742823	-0,01055167	0,027428234
X-variabel 1	0,66292554	0,25509934	2,59869568	0,01099022	0,15588799	1,1699631	0,15588799	1,169963095

5-årig beta verdi

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,12880286							
R-kvadrat	0,01659018							
Justert R-kvadrat	-7,7785E-05							
Standardfeil	0,06067896							
Observasjoner	61							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,00366475	0,00366475	0,99533324	0,32251661			
Residualer	59	0,21723425	0,00368194					
Totalt	60	0,22089901						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,01527132	0,0081952	1,86344616	0,06737869	-0,00112724	0,03166988	-0,00112724	0,031669881
X-variabel 1	0,25972891	0,26033708	0,99766389	0,32251661	-0,26120439	0,78066221	-0,26120439	0,780662211

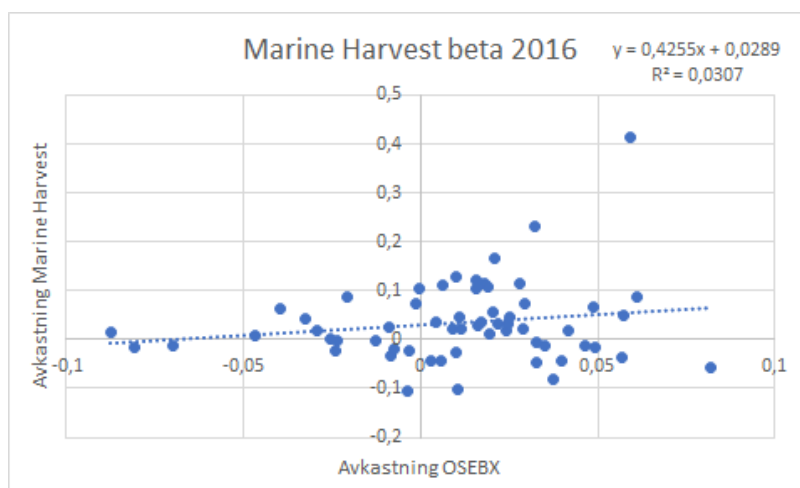
2017

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,1262251							
R-kvadrat	0,01593278							
Justert R-kvadrat	-0,0010339							
Standardfeil	0,06067556							
Observasjoner	60							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,00345718	0,00345718	0,9390629	0,336542742			
Residualer	58	0,21352838	0,00368152					
Totalt	59	0,21698556						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,01583034	0,00832584	1,90135028	0,06222775	-0,000835641	0,032496319	-0,00083564	0,032496319
X-variabel 1	0,25807622	0,26631808	0,96905258	0,33654274	-0,275017334	0,791169776	-0,27501733	0,791169776



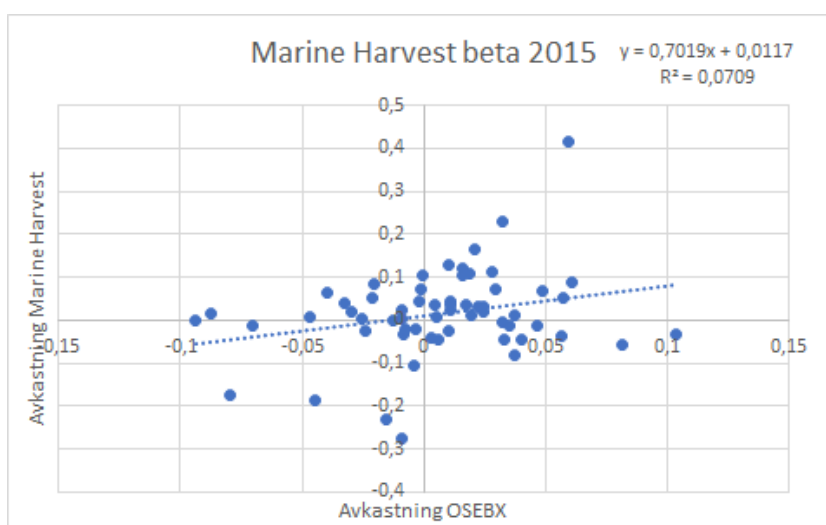
2016

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,17534826							
R-kvadrat	0,03074701							
Justert R-kvadrat	0,01403575							
Standardfeil	0,08067129							
Observasjoner	60							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,01197379	0,01197379	1,83989807	0,18021967			
Residualer	58	0,37745572	0,00650786					
Totalt	59	0,38942952						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,02894586	0,01089322	2,65723588	0,01016103	0,00714071	0,05075101	0,007140707	0,05075101
X-variabel 1	0,42553299	0,31371577	1,35642842	0,18021967	-0,20243736	1,05350333	-0,202437355	1,053503332



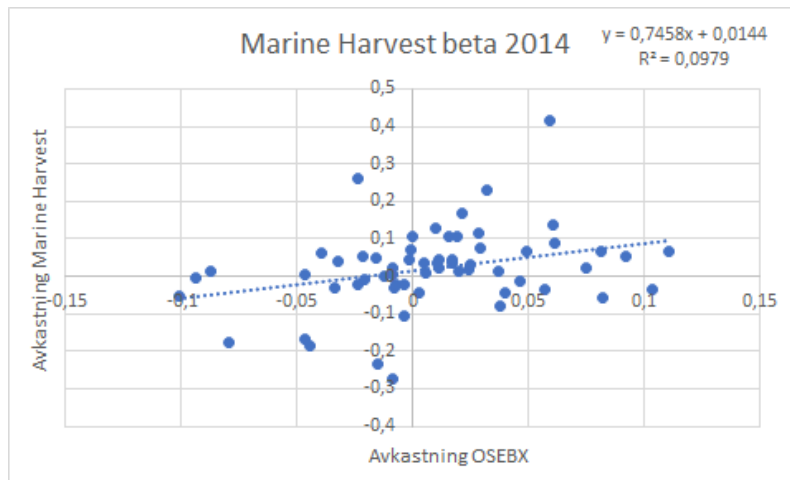
2015

SAMMENDRAG (UTDATA)								
Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0,26628872							
R-kvadrat	0,07090968							
Justert R-kvadrat	0,05489088							
Standardfeil	0,0979769							
Observasjoner	60							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,04249354	0,04249354	4,4266541	0,039727815			
Residualer	58	0,55676941	0,00959947					
Totalt	59	0,59926296						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,01167695	0,01281678	0,91106732	0,36603096	-0,013978624	0,03733252	-0,01397862	0,037332525
X-variabel 1	0,7019345	0,33362516	2,10396152	0,03972782	0,034111184	1,36975782	0,03411118	1,369757817



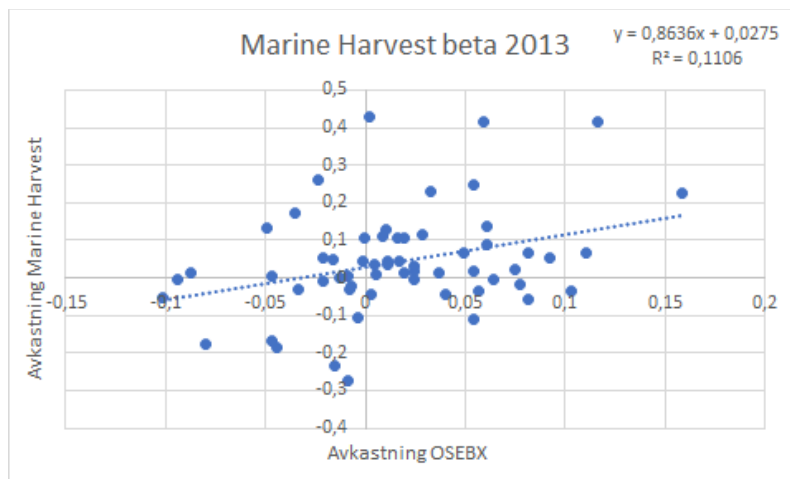
2014

SAMMENDRAG (UTDATA)								
Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0,31281845							
R-kvadrat	0,09785538							
Justert R-kvadrat	0,08230117							
Standardfeil	0,10376763							
Observasjoner	60							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,06774237	0,06774237	6,29124441	0,014952627			
Residualer	58	0,62452787	0,01076772					
Totalt	59	0,69227024						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,01438787	0,01362431	1,05604408	0,29532711	-0,012884149	0,0416599	-0,01288415	0,041659896
X-variabel 1	0,74584943	0,29736023	2,50823532	0,01495263	0,15061826	1,34108061	0,15061826	1,341080605



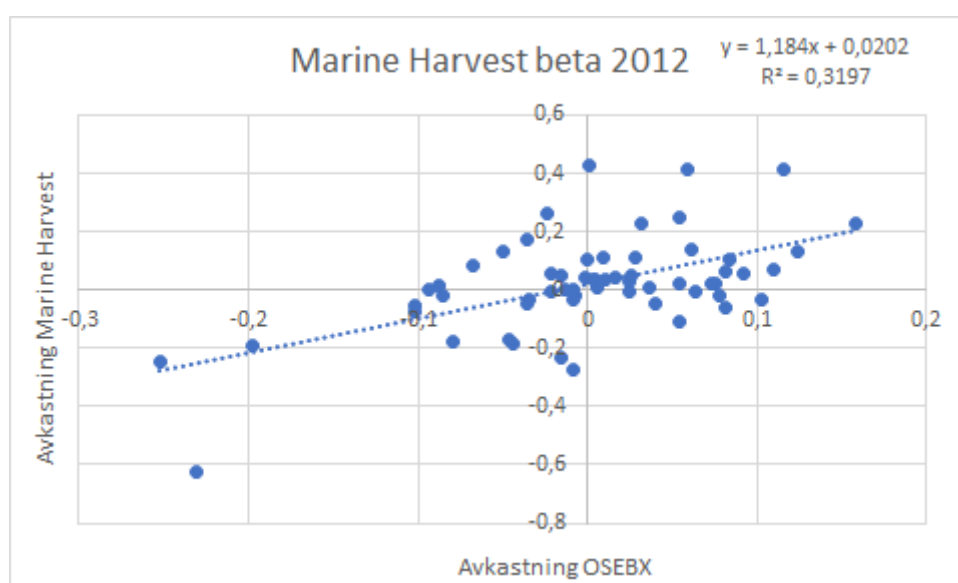
2013

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipl R	0,33262139							
R-kvadrat	0,11063699							
Justert R-kvadrat	0,09530314							
Standardfeil	0,1299285							
Observasjoner	60							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,12180305	0,12180305	7,215215	0,009413256			
Residualer	58	0,97912215	0,01688142					
Totalt	59	1,1009252						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,02754022	0,01757098	1,56736962	0,12246847	-0,007631918	0,06271236	-0,007631918	0,062712362
X-variabel 1	0,86356735	0,32149304	2,68611522	0,00941326	0,220029109	1,50710558	0,220029109	1,507105582



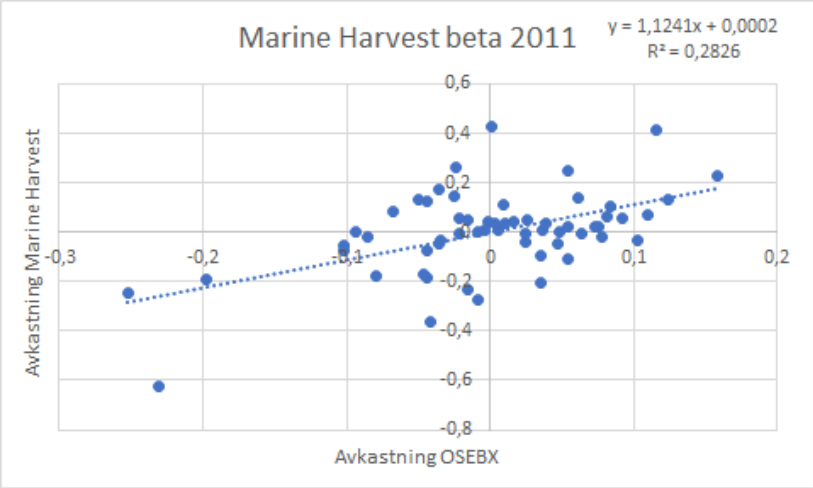
2012

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,56539456							
R-kvadrat	0,31967101							
Justert R-kvadrat	0,3079412							
Standardfeil	0,13868205							
Observasjoner	60							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,5241466	0,5241466	27,2528717	2,51528E-06			
Residualer	58	1,11549722	0,01923271					
Totalt	59	1,63964381						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,02018869	0,01790768	1,12737576	0,26422606	-0,015657434	0,05603481	-0,01565743	0,056034809
X-variabel 1	1,18402079	0,2268053	5,2204283	2,5153E-06	0,730020661	1,63802092	0,73002066	1,638020916



2011

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,53159406							
R-kvadrat	0,28259224							
Justert R-kv	0,27000614							
Standardfeil	0,14376793							
Observasjon	59							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,46408022	0,46408022	22,4527233	1,475E-05			
Residualer	57	1,17814539	0,02066922					
Totalt	58	1,64222561						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspu	0,00019839	0,0187171	0,0105994	0,99158007	-0,037281954	0,03767873	-0,03728195	0,037678734
X-variabel 1	1,12410601	0,23723172	4,73843047	1,475E-05	0,649057686	1,59915434	0,64905769	1,599154337



Vedlegg 3 - Refleksjonsnotat Katharina Reionn Bjørnestøl

Med denne masteroppgaven avslutter jeg min tid som student ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder. Oppgaven er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Marine Harvest. Det første vi gjorde var å gjennomføre en bransje- og selskapspresentasjon. Videre foretok vi eksterne og interne strategiske analyser for å avdekke styrkene og svakhetene til Marine Harvest. Analysene avdekket også de utfordringene og mulighetene bransjen står ovenfor. Neste steg var å gjennomføre regnskapsanalyse, risikoanalyse, beregning av avkastningskrav og prognostisere et fremtidsregnskap. Deretter gjennomførte vi en fundamental analyse med en påfølgende verdikonvergering og sensitivitetsanalyse. Videre gjennomførte vi en komparativ verdsettelse. Alt dette er gjort for å kunne estimere en egenkapital- og aksjeverdi for Marine Harvest per 30.06.2018. Verdiestimatet vårt er på 211,32 kroner som er en del høyere enn verdien selskapet hadde på børs gitt dato. Ut ifra det konkluderte vi med at Marine Harvest var undervurdert på tiden verdsettelsen ble gjennomført. Vi anbefaler dermed å kjøpe Marine Harvest aksjer. I hendelser etter verdsettelsen ser vi at dagens aksjekurs er på rundt 200 kroner. Dette er fortsatt lavere enn vårt estimat, men det viser at selskapets verdi er voksende.

Internasjonalisering

Marine Harvest er verdens største oppdretter av atlantisk laks og har naturlig nok internasjonal tilstedeværelse. Jeg har på masternivå valgt retningen International management. Det var derfor viktig for meg å skrive om en aktør som er relevant i internasjonal sammenheng. Ved å skrive om et multinasjonalt selskap må vi også forholdet oss til forhold utenfor Norge. Det gir oppgaven et spennende aspekt. Dette har gjort at vi har måttet ta hensyn til potensielle handelsblokader og politisk maktspill, og sett hvordan en internasjonal aktør må arbeide rundt slike, gjerne uforutsette hendelser. Helt konkret har Marine Harvest for kort tid tilbake opplevd at et av deres viktigste markeder, Russland, stoppet all import av norsk laks. Dette gjorde at de måtte finne nye markeder for å minimere påvirkningen på resultatet.

Vi har også lært at Norge eksporterer 95 prosent av all fisk og sjømat. Det viser hvor viktig gode internasjonale avtaler er for norsk fiskeri- og havbruksnæring. Den europeiske unionen

er det største markedet. Selv om Norge ikke er med i EU, ser vi tydelig at unionen er viktig for bransjen. Gode avtaler som følge av EØS-samarbeidet er da vesentlig. USAs innførelse av toll på stål og aluminium viser hvor mye makt en stor økonomi har i verdenssammenheng. En lignende fortolling av sjømatnæringen kan få alvorlige konsekvenser for bransjen.

Innovasjon

Forskning og utvikling er veldig viktig for oppdrettsbransjen og det har vært spennende å lære mer om hva de arbeider med. Utvikling av landbasert oppdrett er i anmarsj og vi ser allerede at en del anlegg står klare. Det blir interessant å se om dette vil revolusjonere bransjen, eller om det viser seg å ikke bli noen suksess. I tillegg til landbaserte anlegg ser vi at bransjen jobber med lukkede havanlegg. Her er Marine Harvest aktive med «egget». Jeg gleder meg til å se om dette produktet vil lykkes, da lukkede anlegg kan vise seg å være en god løsning på de biologiske utfordringene. Bransjen er også aktive med å utvikle metoder for å hindre lakselus og sykdommer. Størsteparten av innovasjonsbudsjettet brukes på å jobbe for å redusere de biologiske utfordringene.

Ansvar

Vi har også lært mye om hvordan norske myndigheter i stor grad kontrollerer oppdrettsbransjen, og ikke minst hvorfor slike reguleringer er høyst nødvendig. Oppdrett er utfordrende i et miljø- og bærekraftperspektiv. Det har potensiale til å bli mye grønnere enn dagens situasjon. Trafikklyssystemet skal være med på å skape en mer bærekraftig næring. Vi ser også at bransjen jobber hardt med å bekjempe de biologiske utfordringene de står ovenfor. Problemet med rømming, sykdom og lus er en av hovedårsakene til at næringen ikke kan vokse ubegrenset.

Personlig er jeg veldig interessert i bærekraft og miljø, og var derfor veldig nysgjerrig på hvordan det egentlig stod til i oppdrettsbransjen. Jeg var også interessert i å se om Marine Harvest tok miljøspørsmålet på alvor. Jeg ble glad for å lære at myndighetene har strenge krav til hvordan næringen skal opptre. Det var også fint å se at Marine Harvest har interne retningslinjer som skal lede de i en mer bærekraftig retning. ASC-sertifisering og samarbeid med WWF er to av stegene de har tatt for å bli grønnere. Allikevel er mitt inntrykk at både

bransjen som helhet og Marine Harvest må gjøre enda mer fremover. Økosystemet i havet er sårbart og oppdrett kan potensielt være svært skadelig.

Til slutt vil jeg si at det har vært utrolig spennende, givende og ikke minst utfordrende å jobbe med denne oppgaven. Jeg er veldig fornøyd med sluttresultatet og føler jeg sitter igjen med masse ny kunnskap. Kunnskap om en spennende bransje, strategi, finans og ikke minst oppgaveskriving. Oppgaven har gjort det klart for meg at jeg ønsker å jobbe innenfor en fremtidsrettet bransje der miljø og bærekraft blir prioritert. Min interesse for strategifeltet har også økt gjennom hele oppgaven. Jeg har også funnet ut at finansmarkedet og børsen er mer spennende enn jeg tidligere har gitt den æren for å være. Det har også vært utrolig lærerikt å samarbeide med en annen person om noe så omfattende som en masteroppgave. Samarbeidet har stort sett gått veldig bra, men det har hatt sine utfordringer. Noe jeg tror vi begge to har lært av og vokst på.

Vedlegg 4 – Refleksjonsnotat Anniken Lilleøren

I den avsluttende oppgaven hos Universitet i Agder har vi verdsett selskapet Marine Harvest. For å kunne verdsette et selskap må man ha kunnskap om selskapet og bransjen. Gjennom en bransje- og selskapspresentasjon har vi tilegnet oss den kunnskapen man trenger for å verdsette selskapet. For å bli kjent med de interne og eksterne utfordringene selskapet og bransjen står overfor har vi gjennomført forskjellige strategiske analyser. Videre har vi gjort en regnskapsanalyse, risikovurdering og regnet ut avkastningskravet. Dette gjorde at vi hadde grunnlag til å prognostisere fremtidsregnskapet og det fremtidige avkastningskravet. Dermed hadde vi tallene vi trengte for å gjennomføre en fundamental analyse. Vi valgte også å gjennomføre en komparativ analyse. Gjennom en vektning av modellene fikk vi en aksjepris på 211,32 kroner, tilhørende aksjepris den 30.06.2018 var 162,20 kroner. Med dette anbefaler vi en handelsstrategi.

Internasjonalisering

Ettersom Norge som sjømatnasjon eksporterer ca. 95 prosent av all sjømat er det viktig med gode handelsavtaler mellom nasjoner. Da en eventuell handelsblokkade kan føre til store nedganger. Dette skjedde da både Russland og Kina stengte for import av norsk laks. Derimot åpnet andre markeder seg opp for norsk laks. Kina har nå åpnet for import og er forventet å bli et stort marked for norsk laks. Handelsblokkader kan få store konsekvenser for næringen, men også en økt tollsats vil gi konsekvenser. Donald Trump har økt tollsatser på import av stål og aluminium, om dette blir overført til sjømat kan det føre til at Norge mister USA som marked. I den siste tiden er det blitt stor vekst av eksport av norsk laks til Midtøsten og Nord-Afrika. Det er derfor viktig at myndighetene i Norge har gode handelsavtaler mellom nasjonene for å sikre eksport av fisk.

Innovasjon

Forskning og utvikling har alltid vært viktig for oppdrettsnæringen og vil fortsette å være det. For å fremme innovasjon og nytenking kan myndighetene dele ut utviklingskonsesjoner som gjør at selskapene kan få prøve ut ny teknologi i anlegg. Dette gir selskapene en fordel ved å satse på innovasjon, samtidig som de får sikre produksjon av laks. Dersom det viser seg at denne nye teknologien fungerer optimalt kommer dette til å bli den nye standarden for

oppdrett. Mange selskaper har fått innviklet slike konsesjoner, blant annet Marine Harvest. Marine Harvest har utviklet «egget» som er et lukket anlegg i sjøen. «Egget» skal forhindre rømming, sykdom og lakselus, i tillegg vil den samle opp rester av mat som hadde falt naturlig gjennom merdene. På denne måten vil oppdrettsnæringen redusere avtrykket de har på miljøet. Dette skal også landbasert oppdrettsanlegg kunne forhindre, ettersom de skal ha kontroll over alle parameterne. Fordelen med landbasert oppdrett er at man kan produsere laksen hvor som helst i verden. En vil da minke transportkostnadene, og miljøutslippene vil bli mindre.

Ansvar

Oppdrettsnæringen fører til et miljøavtrykk i havet. På grunn av dette har oppdrettene et ansvar å produsere mer bærekraftig. Som nevnt ovenfor vil nye lukkede anlegg være med på å minske miljøavtrykket. En annen måte er å være ASC-sertifisert. ASC-sertifisering betyr at produksjon av laks er bærekraftig. Sertifiseringen følger ikke selskapet, men hvert enkelt anlegg. Det betyr at for å være 100 prosent sertifisert må alle anlegg få ASC-godkjenning. I tillegg er oppdrettsnæringen en av de næringene i Norge som bruker minst antibiotika for behandling av sykdommer. Næringens bruk av vaksiner og andre metoder for å kvitte seg med sykdom og lus er noe som gjør at maten er tryggere for mennesker å spise.

Jeg vil avslutte med å si hvor spennende denne prosessen har vært. Det har vært interessant, lærerik og morsomt å jobbe med denne oppgaven. Jeg har tilegnet meg mye kunnskap om de forskjellige fagene som har vært involvert i denne oppgaven, næringen og ikke minst om Marine Harvest. Næringen har utfordringer for fremtiden, men den har også mange muligheter som jeg har lyst til å være med på å nå. Selv om bransjen er ustabil med mange eksterne faktorer som påvirker den, er det en bransje som har gjort at Norge er blitt en sjømatnasjon. Jeg vil også gi en ekstra takk til skrivepartner. Vi har jobbet meget godt dette semesteret med mange diskusjoner om hvordan vi skal gjøre ting. Derimot har alle diskusjonene kun gjort at oppgaven har blitt best mulig. Vi har begge kommet gjennom dette med ny kunnskap og erfaring.