



# Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av



**Christian Endre Eriksen**

**Veileder: Jøril Mæland**

Masterutredning med hovedprofil i Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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



## **Sammendrag**

Jeg har i denne masterutredningen gjort en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av oppdrettsbedriften SalMar ASA.

Oppgaven starter med en presentasjon av oppdrettsnæringen og selskapet SalMar ASA.

Strategisk analyse og regnskapsanalyse har dannet grunnlag for et framtidig budsjett for SalMar, og jeg har ut fra dette gjennomført en fundamental verdsettelse av selskapet.

Som supplement til den fundamentale verdsettelsen har jeg gjennomført en opsjonsbasert verdsettelse og en komparativ verdsettelse, for å undersøke om disse modellene underbygger den fundamentale verdsettelsen.

Verdiestimatet jeg fikk fra fundamental verdsettelse var 86,42 kr per aksje. I de supplerende verdsettelsesmodellene, opsjonsbaserte verdsettelse og komparativ verdsettelse fikk jeg verdiestimat på henholdsvis 52,25 kr og 56,08 kr per aksje.

Konklusjonen min er at den fundamentale verdsettelsen er følsom for enkelt drivere, og påvirker dermed verdien av egenkapital mye.

Jeg avslutter oppgaven med en handlingsstrategien min baserer seg på et vektet snitt fra de ulike verdsettelsesmodellene, og ender da opp med en endelig verdi på 73,52 kr per aksje. Aksjen for SalMar omsettes i da 05.06.2013 for 60,00 kr, og jeg vil derfor anbefale kjøp av aksjen.

## **Forord**

Masterutredningen er en obligatorisk del av siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole og avslutter herved mitt femårige studie ved Norges Handelshøyskole.

Jeg har hatt hovedprofil i finansiell økonomi med støtteprofil i økonomisk styring. Jeg valgte i masterutredningen å skrive om et tema som jeg har hatt stor interesse for og hvor jeg kunne bruke kunnskapen min fra flere av kursen på masternivå. Den opparbeidet kunnskapen innenfor regnskapsanalyse og verdsettelse er en erfaring jeg vil ta med meg videre når jeg nå skal ut i arbeidslivet.

Jeg valgte å skrive om oppdrettsbedriften SalMar fordi jeg var nysgjerrig på hvordan oppdrettsnæringen i Norge på under 30 år har utviklet en svært dominerende posisjon i det globale laksemarkedet.

Jeg vil rette en stor takk til min veileder Jøril Mæland for gode råd og tilbakemeldinger underveis.

Bergen 14.06.2013

---

Christian Endre Eriksen

## Innhold

1.	Introduksjon .....	9
1.1.	Motivasjon for tema .....	9
1.2.	Aktualitet og valg av bedrift .....	9
1.3.	Fokus og avgrensning i oppgaven .....	11
1.4.	Struktur av oppgaven .....	12
2.	Presentasjon av Norge som fiskerinasjon .....	13
2.1.1.	Litt historie.....	13
2.2.	Norge som oppdrettsnasjon.....	13
2.2.1.	Norge som laksprodusent .....	14
2.3.	Befolkningsvekst.....	16
3.	Presentasjon av SalMar ASA.....	17
3.1.	Litt historie og utvikling av SalMar .....	17
3.2.	Organisasjon og aksjonærer .....	18
3.3.	Livssyklus i lakseoppdrett.....	20
3.4.	Historisk prisutvikling og volatilitet .....	21
3.5.	Konkurrenter .....	22
4.	Verdsettelsesmodeller .....	24
4.1.	Fundamental verdsettelse.....	24
4.2.	Komparativ verdsettelse .....	25
4.3.	Opsjonsbasert verdsettelse.....	26
4.4.	Valg av metode.....	27
5.	Strategisk analyse av Salmar ASA.....	30
5.1.	Bransjeorientert analyse .....	30
5.1.1.	Makroanalyse, en analyse av makroomgivelsene.....	30
5.2.	Eksternanalyse, en analyse av konkurransen i bransjen.....	36
	Oppsummering bransjeanalyse:.....	40
5.3.	Ressursorientert analyse .....	41
	VRIO-rammeverk .....	41
	Hva tar jeg men meg videre fra den strategiske analysen? .....	43
6.	Historisk regnskapsanalyse .....	44
6.1.	Regnskapsanalyse.....	44

6.1.1.	Analyseperiode.....	44
6.1.2.	Analysenivå.....	45
6.1.3.	Bransjesammenlikning .....	45
6.2.	Trailing av årsregnskap.....	45
6.3.	Presentasjon av regnskapsdata.....	47
6.3.1.	Årsregnskap 2007-2013T.....	47
6.3.2.	Balanse .....	48
6.4.	Omgruppering av resultatregnskap.....	50
6.4.1.	Utbytte omklassifiseres fra gjeld til egenkapital .....	50
6.4.2.	Finne fullstendig nettoresultat til egenkapital .....	51
6.4.3.	Fordele og identifisere unormale poster i drift og finans .....	53
6.4.4.	Fordeling av skattekostnad .....	55
6.5.	Identifisering av målefeil.....	59
6.6.	Omgruppert resultatregnskap.....	63
6.7.	Omgruppering av balanse .....	63
6.7.1.	Totalkapital.....	64
6.7.2.	Sysselsatt kapital .....	64
6.7.3.	Netto driftskapital .....	65
7.	Analyse av forholdstall .....	66
7.1.	Risikoanalyse .....	67
7.1.1.	Likviditetsanalyse .....	67
	Kontantstrømsanalyse med fokus på finansielle eiendeler .....	73
7.1.2.	Soliditetsanalyse.....	75
7.1.2.1.	Egenkapitalprosent.....	75
7.3.	Statisk finansieringsanalyse.....	77
7.4.	Syntetisk rating.....	79
7.5.	Konklusjon risikoanalyse .....	80
8.	Analyse av historisk avkastningskrav .....	81
8.1.	Egenkapitalkrav .....	82
8.1.1.	Kapitalverdimodellen- CAPM .....	82
8.2.	Finansielle krav .....	86
8.2.1.	Finansielt gjeldskrav .....	86

8.2.2.	Finansielt eiendelskrav .....	88
	Netto finansiell gjeldsbeta.....	90
8.3.	Netto driftskapitalkrav .....	91
8.3.1.	Egenkapitalkrav .....	92
8.3.2.	Netto driftskapitalkrav .....	92
9.	Lønnsomhetsanalyse .....	94
9.1.	Egenkapitalrentabilitet .....	94
9.2.	Rentabilitetsanalyse .....	96
9.2.1.	Analyse av drift .....	96
9.2.2.	Analyse av finansiering.....	102
9.3.	Oppsummering av lønnsomhetsanalysen .....	104
10.	Framtidsvekst .....	105
10.1.2.	Vekst i egenkapital .....	106
10.2.	Kortsiktig vekst .....	107
10.2.2.	Driftsinntekt og eksportpris.....	108
10.3.	Langsiktig vekst.....	109
11.	Budsjettering .....	111
11.1.	Budsjettering .....	111
11.2.	Budsjett drivere .....	112
11.2.1.	Driftsinntektsvekst .....	112
11.2.2.	Omløpet til netto driftseiendeler .....	115
11.2.3.	Netto driftsmargin.....	116
11.2.4.	Finansiell gjeldsdel.....	117
11.2.5.	Finansiell eiendelsandel .....	118
11.2.6.	Finansiell gjeldsrente.....	118
11.2.7.	Finansiell eiendelsrentabilitet .....	119
11.2.8.	Minoritetsinteresser.....	119
11.2.9.	Netto minoritetsresultat .....	120
11.2.10.	Oppsummering av drivere.....	120
11.3.	Framtidsregnskap .....	121
11.3.1.	Framtidsresultat .....	121
11.3.2.	Balanse .....	121

11.3.3.	Kontantstrøm .....	122
11.4.	Framtidskrav .....	123
11.4.1.	Egenkapitalkrav .....	125
11.4.2.	Netto driftskapitalkrav .....	126
12.	Fundamental verdsettelse.....	127
12.1.	Egenkapitalmetoden .....	128
12.1.1.	Fri kontantstrøm til egenkapitalen.....	128
12.1.2.	Superprofittmodellen.....	128
12.2.	Selskapskapitalmetoden.....	129
12.2.1.	Fri kontantstrøm til netto driftskapital.....	129
12.2.2.	Superprofittmodellen.....	130
12.3.	Verdiestimat- konvergering.....	130
12.4.	Sensitivitetsanalyse .....	132
13.	Opsjonsbasert verdsettelse.....	136
13.1.	Finansiell opsjon .....	136
13.1.1.	Kjøpsopsjon .....	136
13.2.	Opsjon i verdivurdering av egenkapitalen.....	137
13.3.	Black & Scholes opsjonsmodell .....	138
14.	Komparativ verdsettelse .....	141
14.1.	Komparative virksomheter.....	141
14.2.	Utvalgte multiplikatorer .....	142
14.3.	Komparativ verdsettelse .....	144
14.4.	Verdiintervall.....	145
15.	Konklusjon og handlingsstrategi.....	147
	Handlingsstrategi.....	148
	Appendix:.....	149
	Referanseliste .....	153



# 1. Introduksjon

## 1.1.Motivasjon for tema

I utvelgelsesprosessen satt jeg flere krav til utredningen, tema skulle være dagsaktuelt, jeg skulle kunne bruke flere av kurs fra masterprofilen og samtidig var en praktisk oppgave for meg som jeg kunne lære mye av å jobbe med. Etter en lang vurdering bestemte jeg meg for strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse. Grunnen til at jeg valgte dette temaet var fordi jeg her kunne bruke mye av kunnskapen fra ulike kursene ved NHH og anvende kunnskapen i en praktisk problemstilling, som også er relevant for arbeidslivet.

Selv om verdsettelse er en mye brukt problemstilling, valgte jeg dette tema fordi mitt læringsutbytte vil være høyt.

Norge har en stor maritim næring, og oppdrettslaks har blitt en av våre viktigste eksportvarer. Jeg hadde ikke stor kunnskap om oppdrettsnæringen, men ønsket å lære mer om hvordan denne næringen som har hatt en kjempevekst de siste 20 årene. Flere av verdens største oppdrettsselskaper har sine hovedkontor plassert i Norge.

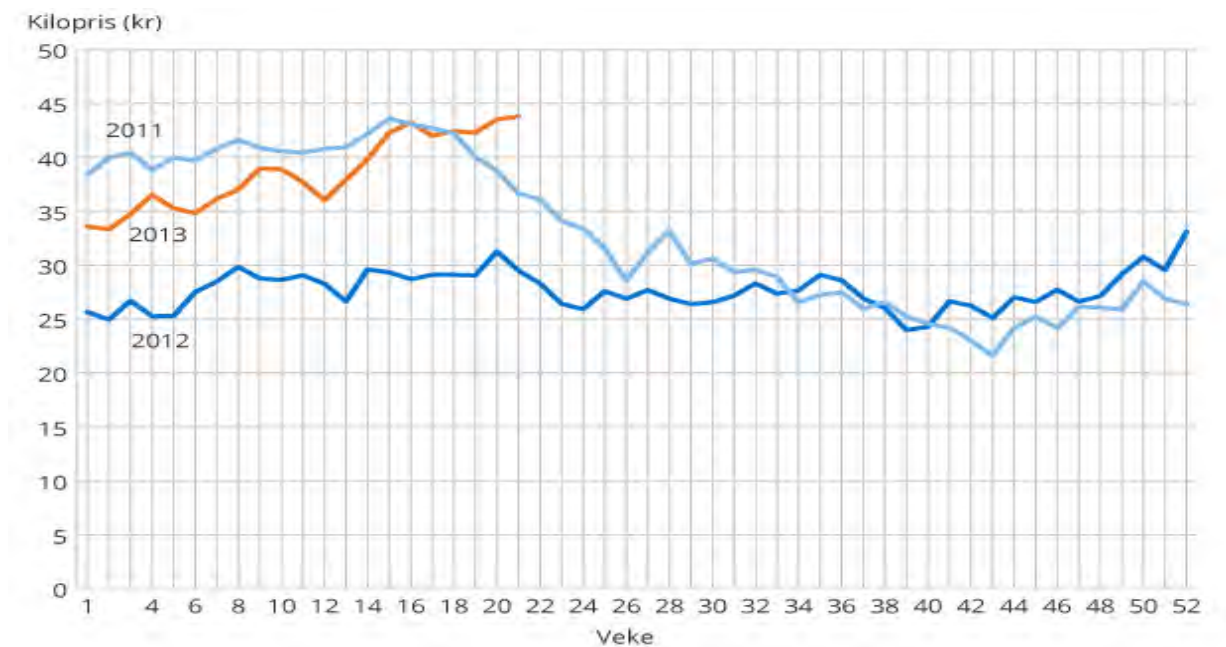
Den stadig økende befolkningsveksten i verden etterspør mer mat, og behovet for en bærekraftig matvareindustri blir enda viktigere i framtiden.

## 1.2.Aktualitet og valg av bedrift

I 2012 sto norske oppdrettere for 64 % av verdens totale produksjon av laks (atlantisk laks), og er med dette den klart største eksportøren av atlantisk laks. Atlantisk laks er den laksetypen vi kjenner fra matbutikken og som det produseres klart mest, se avsnitt 2.2. Posisjonen som Norge har oppnådd utfordres fra flere land. Chile har de siste årene hatt en markant vekst i oppdrettsnæringen, etter flere dårlig år. Men også andre land ønsker å ta markedsandeler fra den norske oppdrettsnæringen. Utfordringer knyttet til lakselus og trussel mot rømning av laks som påvirker villaksen, er stadig i fokus i nyhetsbildet. Trusselen fra lakselus gjør at flere land nå har begynt å se på muligheter til å modernisere produksjonen av laks, hvor lakseproduksjonen skal foregå i store industrianlegg på land.

Prisen på laks har de senere årene vært utsatt for store svingninger, også i 2011 og 2012 varierte prisen på laks mye. I uke 1 2011 var prisen på fersk laks på 38,43 kr per kilo og i uke 52 var 26,40 kr per kilo. Det samme var tilfelle i 2012, hvor kiloprisen i uke 1 var 25,65 kr mot 33,11 kr

per kilo i uke 52. En slik variasjon i eksportprisen har stor betydning for oppdrettsselskapene. Prisen begynte å stige i slutten av 2012, og er i uke 21 i 2013 oppnådd en rekordpris på 43,81 kroner per kilo. Dette gir oppdrettsselskapene høyere marginer.



Figur 1-1: Eksportpris på fersk oppdrettslaks 2011-2013, kilde: SSB

SalMar ASA ble etablert i 1991 har på 20 år blitt et av de største oppdrettsselskapene i Norge målt i produksjonsvolum, figur 3-4. I 2012 et hadde SalMar et salgsvolum på over 102 millioner tonn laks, som tilsvarer ca. 10 % av total produksjon i Norge. SalMar har i 2012 og 2013 fortsatt sin vekst, og inngått ny oppkjøpsavtale på 10 nye konsesjoner fra Villa Organic, og et videre oppkjøp av Villa Organic AS.

### **1.3.Fokus og avgrensning i oppgaven**

Jeg vil i oppgaven ha perspektiv som en uavhengig investor, som gjør en analyse ut ifra offentlig tilgjengelig informasjon fra SalMar ASA. Oppgaven vil bli utarbeidet etter årsregnskap fra perioden 2008 til 2012, og hvor jeg i tillegg vil trailer årsregnskapet for 2013. I skrivende stund er sist kjente rapport 1.kvartal 2013, og denne legges da til grunn. Årsrapporten fra 2007 er tatt med for å kunne gjennomføre fullstendige analyser for perioden. Fra dette vil jeg gjøre en fundamental verdsettelse for å identifisere mulig handlingsstrategier for SalMar ASA.

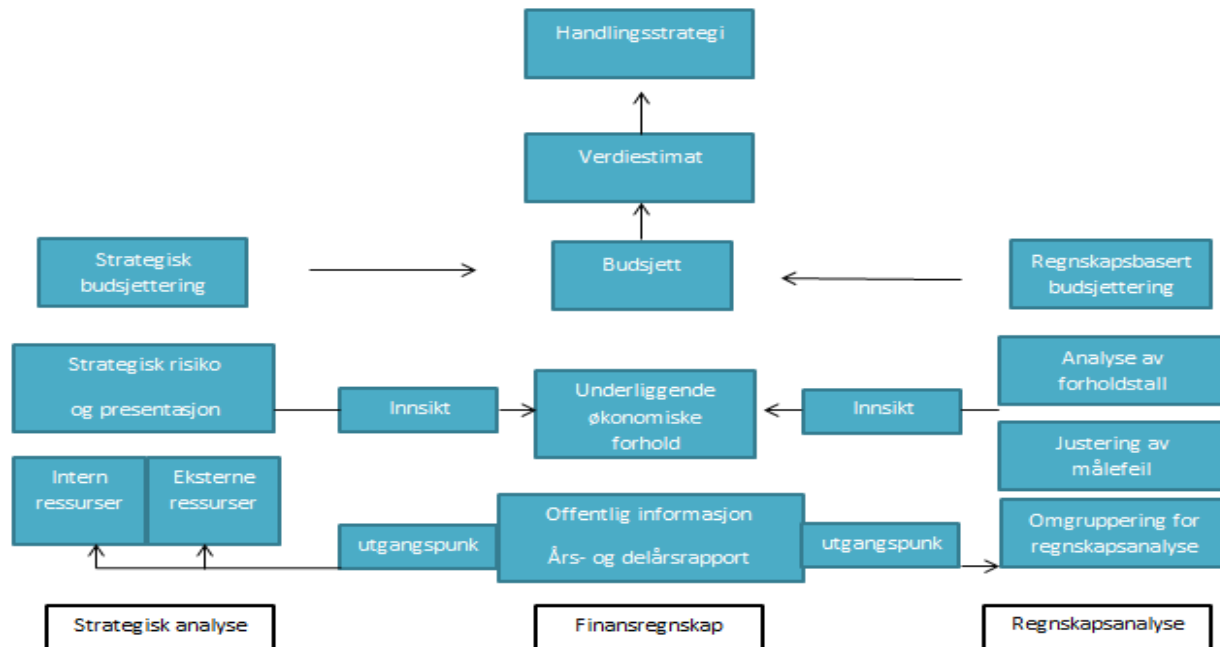
SalMar er et konsern med virksomheter i flere land. Konsernet er børsnotert på Oslo Børs, og analysen vil ta utgangspunkt fra det norske markedet. Årsrapporten som er framlagt identifiserer ikke de ulike driftsområdene, men er samlet i et årsregnskap. Dette gjør at oppgaven vil ha fokus på SalMar som konsern, analysen og verdsettelsen vil gjennomføres ut fra dette perspektivet.

Strategiske analyse skal gi et overblikk over markeds- og konkurransesituasjonen i oppdrettsnæringen. Da hovedfokuset i oppgaven er regnskapsanalyse og verdivurdering, vil det gi noen begrensninger i tidsbruk på den strategiske analysen. En totalt strategisk analyse krever mer fordypning og analyse enn min oppgave vil uttrykke. Men jeg vil gjennomføre en tilstrekkelig strategisk analyse som skal identifisere forhold og faktorer som er sentralt for budsjetteringen og verdsettelsen. Den strategiske analysen som er gjennomført er utarbeidet etter offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapet og bransjen.

Den norske oppdrettsnæring består av alt fra små lokale produsenter til store verdensledende aktører som har produksjon i flere land. I bransjeanalysen har jeg valgt å sammenlikne SalMar med tilsvarende oppdrettsselskaper som er notert på Oslo Børs. Grunnen til jeg velger disse aktørene er at de produserer den samme varen, etterspør de samme råvarene og konkurrerer på mye de samme vilkårene.

## 1.4. Struktur av oppgaven

Jeg deler oppgaven min i tre deler. Del 1 startet med en kort presentasjon av oppdrettsnæringen og markedet for oppdrettslaks. Deretter presentere jeg SalMar og kort informasjon om konkurrenten. Ulike typer verdsettelsesmodeller blir forklart og jeg vil her grunngi hvilke verdsettelsesmodell jeg skal bruke i min utredning. Resten av oppgaven bygges opp etter rammeverk figur 1-2.



Figur 1-2: Rammeverk strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse, (Knivsfå, K. 2012-01)

I del 2 av oppgaven startet jeg med en strategisk analyse av selskapet og markedet. Dette er en *kvalitativ analyse* som gjøres for å avdekke ulike faktorer i bransjen, konkurransefordeler eller ulemper. Deretter gjennomføres en regnskapsanalyse som skal danner grunnlag for risikoanalyse og historisk prestasjonsmåling. Strategisk analyse og regnskapsanalyse danner grunnlag for framtidsbudsjettering, og er helt avgjørende i hvilke forventninger jeg har til framtiden for selskapet. I del 3 utarbeides et framtidsregnskap, som danner grunnlag for den fundamentale verdsettelse av SalMar. Som supplement til fundamental analyse vil jeg gjennomføre en opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse for å undersøke om de støtter den fundamentale verdivurderingen. Jeg avslutter analysen min med en oppsummering og en handlingsstrategi for SalMar ASA.

## 2. Presentasjon av Norge som fiskerinasjon

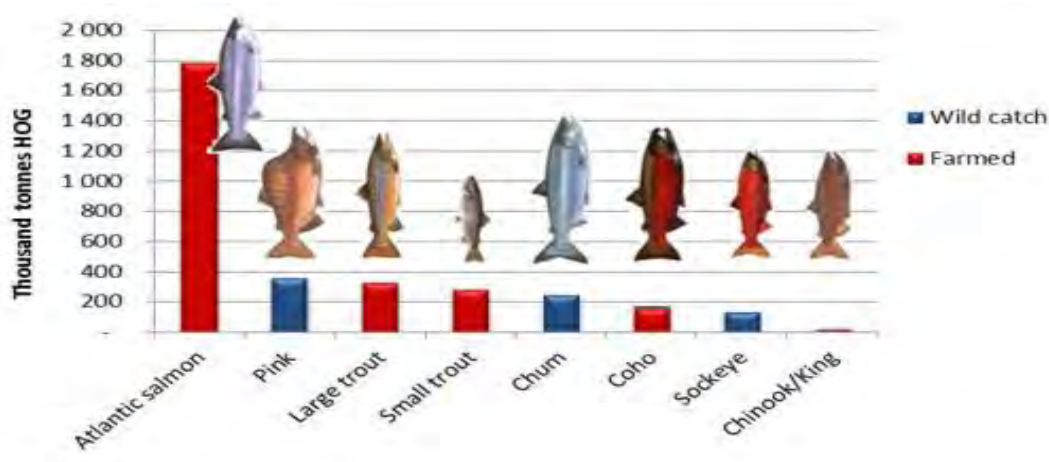
### 2.1.1. Litt historie

Norge er et land med en lang kyst og en tradisjonsrik kystkultur. Tar vi med alle hele kystlinjen, inkludert øyer og havner er kystlinjen nesten 80.000 km lang. Norge startet med eksport av fisk, tørket torsk og sild, allerede for over 1000 år siden, og kystlinjen langs Norge ble på folkemunne kalt Riksvei 1. Ressursene langs kysten har gitt grunnlag for en sterk kystkultur. Selv om Norge ligger i nord, er klimaet vårt mildere enn plasseringen skulle tilsi. Golfstrømmen bidrar med å holde en høyere temperatur, og gjør kysten ideell for fiskeliv og oppdrett.

Da oppdrettsnæringen startet på 1980-tallet, var distriktpolitikken en viktig brikke i reguleringen av næringen. For å få innvilget konsesjon skulle det blant annet være små og lokale oppdrettsanlegg. Gjennom et turbulent 1990-tall ble det åpnet for effektivisering av næringen og reguleringen knyttet til antall eierskap ble fjernet (Miljødepartementet, 1999), Konkurransforholdet mot internasjonale aktører førte til behov for en mer lønnsom og kostnadseffektiv næring, og effektivisering har dermed blitt satt foran tidligere distriktpolitisk regulering.

### 2.2. Norge som oppdrettsnasjon

Det finnes flere typer oppdrettslaks, de tre største typene er Atlantisk laks, Large Trout og Small Trout. Det produseres mer enn 5 ganger så mye atlantisk laks, som den neste største Large Trout. Samlet er produksjonen av atlantisk laks mer enn 50 % av den totale verdensproduksjonen av oppdrettslaks.

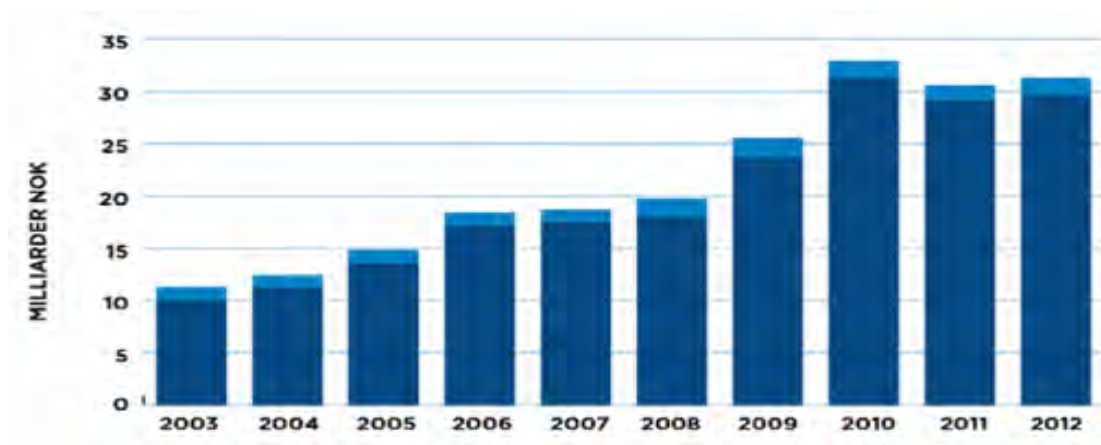


Figur 2-1: Oppdrett og fangst av laksetyper, kilde: (Marine Harvest, 2013)

### 2.2.1. Norge som laksprodusent

Produksjonen av oppdrettslaks var på 70-tallet i en utviklingsfase og produksjonen var liten og preget av høye kostnader. På 80-tallet ble det utviklet bedre metoder og nye produksjonsfasiliteter, men bransjen slet fortsatt med høye kostnader. Det var først på 1990-tallet at produksjonen for alvor begynte å bli kostnadseffektiv, og i 1999 var produksjonen på 500 millioner tonn.

Norge er i dag verdens største eksportør av atlantisk laks, med en total produksjon i 2012 på 1,13 milliarder tonn, og økte produksjonen med 7 % sammenliknet med 2011. På verdensbasis økte produksjonen av atlantisk laks i 2012 med 22 %, som gav en samlet verdensproduksjon på 1,8 milliarder tonn (Marine Harvest, 2013). Norge leverte 63 % av total etterspørsel, nærmeste konkurrent er Chile med 18 % av markedet. Figur 3-2 viser hvor verdiskapningen fra eksport av laks og ørret (lyseblå), og totaleksport verdi i 2012 var nesten 30 milliarder kroner.



Figur 2-2: Eksportverdi av laks og ørret, Kilde: laks.no

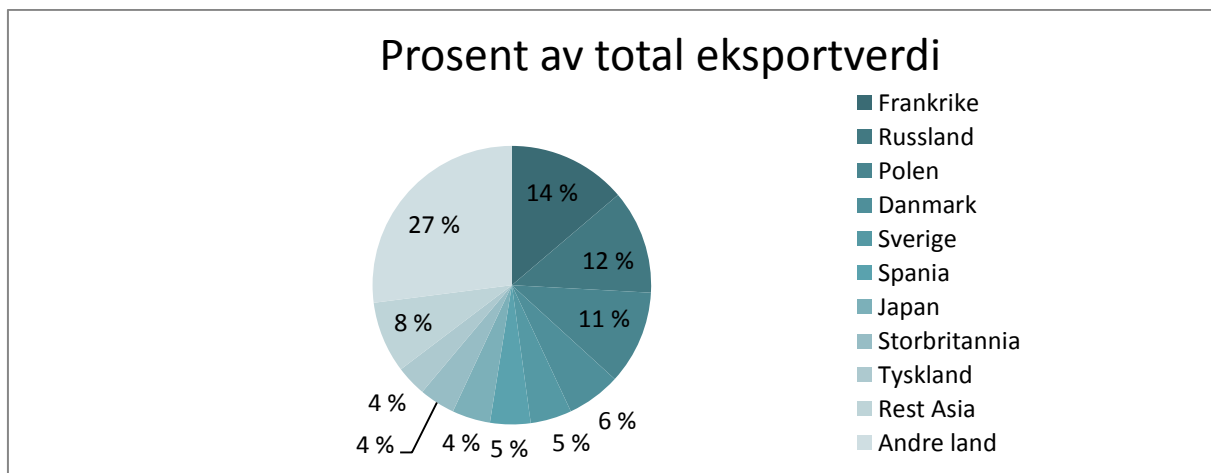
Det er flere grunner til at oppdrettslaks har blitt en av Norges største eksportvarer. Etterspørselen etter laks har en sammenheng med den helsemessige gevinst forbrukerne får ved å spise fisk, laks er anvendelig til matlaging og lett tilgjengelig i matvarebutikkene. Viktigst av alt er kanskje at det er ingen sesong for laks, og oppdrett av laks foregår hele året gjennom. At laks ikke er sesongavhengig gjør at Norge kan levere like mye laks hver uke, hver måned, hele året. I motsetning til kjøtt som er sesongavhengig og produksjon varierer med årstiden.

Sintef predikerer i rapport ``Verdiskapning basert på produktive hav i 2050``, at innen 40 år kan produksjonen av laks øke til 5 milliarder tonn (SINTEF, 2012) Dette kan gi store muligheter for de etablerte aktørene.



Figur 2-3: SINTEFS prognoser for oppdrettsnæringen

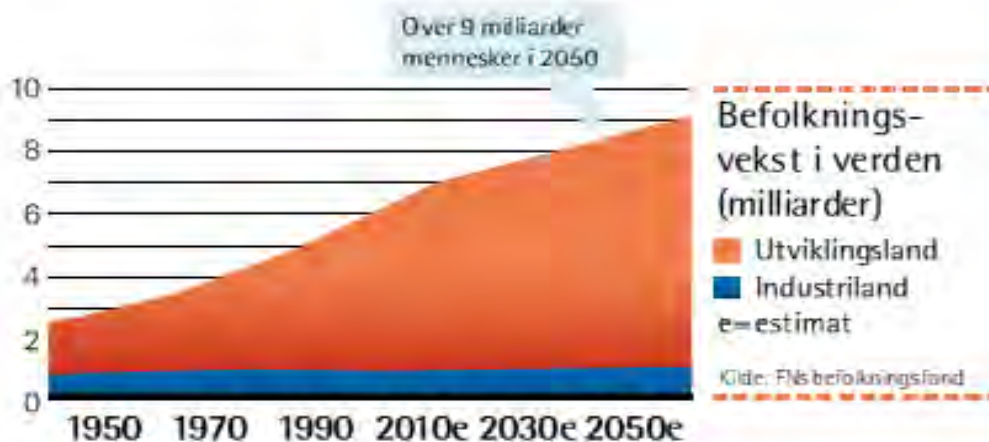
Den største andelen av norsk laks eksporteres til Europa, hvor Frankrike, Russland og Polen er de største markedene. Ny markeder åpnes stadig for import av norsk laks, Brasil, Kina, India, Sør-Afrika har et stort markedspotensial, samtidig forventes det videre vekst i Russland de neste årene, (Laks.no, 2013).



Figur 2-4: Eksportverdi fordelt på ulike land, kilde: (Marine Harvest, 2012)

### 2.3. Befolkningsvekst

I følge NATO er den største utfordringen i det 21. århundre den sterke befolkningsvekst. Verdens befolkning er ventet å nå 9 milliarder mennesker om 40 år, en økning på hele 34 % (NATO, 2013). Med befolkningsvekst på 2 milliarder kommer økt behov for både mat- og vannressurser. Kombinasjonen av befolkningsvekst og klimaendringer, gjøre usikkerheten til framtidig matproduksjon enda større.



Figur 2-5: FNs forventede befolkningsvekst

Den totale globale etterspørselen etter fisk var i 2012 på 100 milliarder tonn, av dette sto var 25 % oppdrettsfisk. Allerede i 2007 begynte vi å nærme oss grensen for hva som er forsvarlig høsting fra havet kan være nådd (Forskningsrådet, 2007). Behovet for enda større andel oppdrettsfisk vil øke de neste 40 årene. Verden vil være avhengig i et økt fokus på ingeniørvitenskap og bioteknologi (NATO, 2013), som kan gjøre grunnlag og produksjonen av oppdrettsfisk enda mer effektiv.



### 3. Presentasjon av SalMar ASA

#### Visjon til Salmar:

*``Å være den mest kostnadseffektive leverandøren av laks og lakseprodukter, samtidig som hensynet til biologi, etisk produksjon og den gode kvaliteten skal ivaretas``.*

#### 3.1. Litt historie og utvikling av SalMar

På starten av 90-tallet ble norsk oppdrettsnæringen påvirket av streng regulering og importstopp i de store markedene, både i EU og USA. For de mindre aktørene i Norge førte dette til ustabile forhold og konkurser. Dagens SalMar har sin opprinnelse fra et oppkjøp av et konkursbo i Frøya i Sør-Trøndelag i 1991 og besto av en oppdrettskonsesjon.

Stor omregulering av næringen på 90-tallet gjorde det mulig for aktørene å eie flere konsesjoner, som var starten på konsolideringen i bransjen. SalMar gjennomført på 90-tallet flere oppkjøp av konsesjoner og utvidet virksomheten.

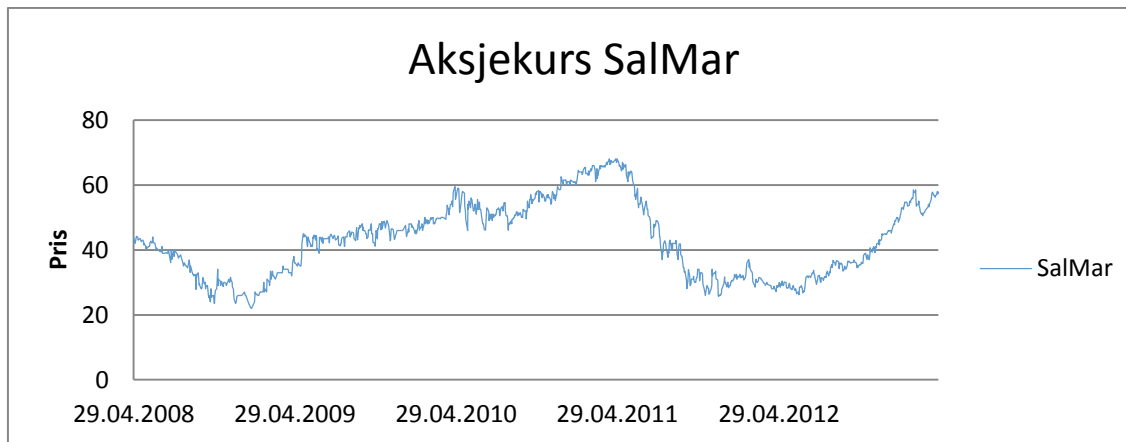
I 1995 utvidet SalMar virksomheten med settefiskproduksjon, og ytterligere oppdrettskonsesjoner ble kjøpt. Mot slutten av 90-tallet eide SalMar 20 oppdrettskonsesjoner.

I 2000 og 2001 utvidet selskapet virksomheten videre, med både produksjon utenfor Midt-Norge og etablerte seg i Skottland sammen med Lerøy Seafood Group. Påfølgende år fortsatte oppkjøpet av konsesjoner.

For å kunne følge omstruktureringen i næringen måtte SalMar i 2006 ha mer kapital, og i 2007 ble SalMar børsnotert på Oslo Børs.

Fra 2008 til 2011 ble det kjøpt opp 15 nye oppdrettskonsesjoner, to settefiskkonsesjoner og flere aksjeposter i andre selskap.

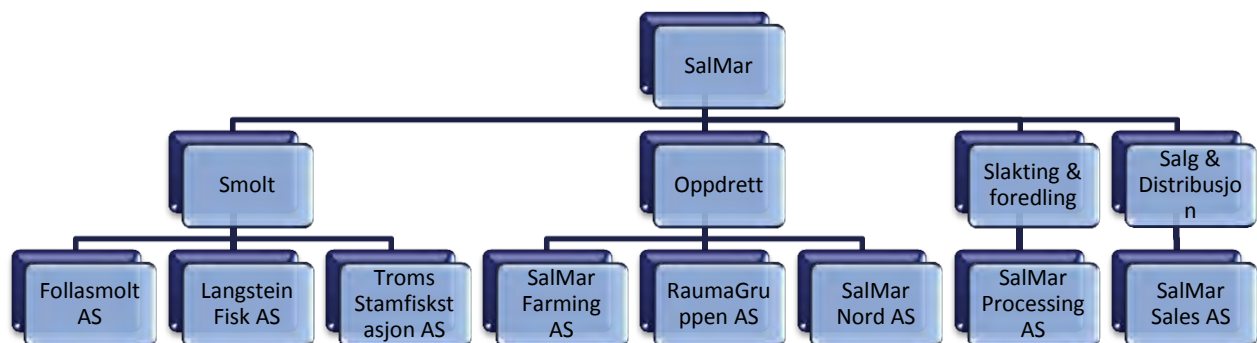
I 2012 kjøpt SalMar ytterligere ti konsesjoner fra Villa Artic AS med overtagelse i 2015.



Figur 3-1: Aksjekursen til SalMar fra 2008, (kilde: Nordnet)

### 3.2. Organisasjon og aksjonærer

SalMar har hele verdikjeden i produksjon av oppdrettslaks. Organisasjonen SalMar ASA er inndelt etter verdikjeden med fire ulike hovedavdelinger, smolt, oppdrett, slakting & foredling og salg & distribusjon.



Figur 3-2: Organiseringstruktur for SalMar ASA

#### 3.2.1. Smolt

Smolt er starten på laksens livssyklus, og god smolt er derfor svært sentralt for å skape god stabil vekst. SalMar har valgt produksjon av egen smolt slik at selskapet er selvforsynt, skaper sikkerhet og effektivitet i produksjonen. Produksjonen foregår i ulike anlegg for å ha kort tilgang til de ulike oppdrettsanleggene. Produksjonen av smolt foregår gjennom hele året, og tilgangen er

derfor sesonguavhengig. Det er svært strenge sikkerheten tilknyttet smoltanlegg, på grunn av påvirkning på villaksbestanden.

### **3.2.2. Oppdrett**

Oppdrettsvirksomheten til SalMar er fordelt på to hovedområder, Midt-Norge og Nord-Norge, samt liten produksjon i Skottland.

#### *Midt-Norge*

SalMar Farming AS er lokalisert i Midt-Norge, og er den største delen av produksjonen med 44 konsesjoner og hadde i 2012 et slaktevolum på 65.300 tonn.

RaumaGruppen AS er også lokalisert i Midt-Norge, og består av 14 konsesjoner og hadde i 2012 et slaktevolum på 14.900 tonn.

#### *Nord-Norge*

SalMar Nord AS er lokalisert i Troms fylke, og består av 23 konsesjoner. I 2012 hadde selskapet her et slaktevolum på 22.400 tonn.

#### *Skottland*

SalMar kjøpt i 2005 50 % av Scottish Sea Farms Ltd, og har gjennom driften av det tilknyttet selskapet et slaktevolum på 11.000 tonn.

### **3.2.3. Slakting & foredling**

SalMar har satset stort på å skape økonomiske fordeler knyttet til slakting, pakking og foredling (VAP). I 2008 åpnet InnovaMar som var et helt nytt slakte- og foredlingsanlegg. Grunnlag for anlegget var å holde følge med konkurrenten i utviklingen, og bevare posisjon som kostnadsleder i næringen. Dette skulle skapes gjennom økonomiske skalefordeler, fleksibilitet og bedre utnyttelse av fisken.

### **3.2.4. Salg & distribusjon**

SalMar selger fersk og frossen, hel laks og lakseprodukter. Salg foregår gjennom egen salgavdeling og via samarbeidspartnere. SalMar har etablert sterk nærhet til markedet, som skal sikre effektivitet og god kvalitet til kunden.

I tillegg har SalMar etablert salgavdeling i Japan og Sør-Korea for å utvide markedspotensialet.

### 3.3. Livssyklus i lakseoppdrett



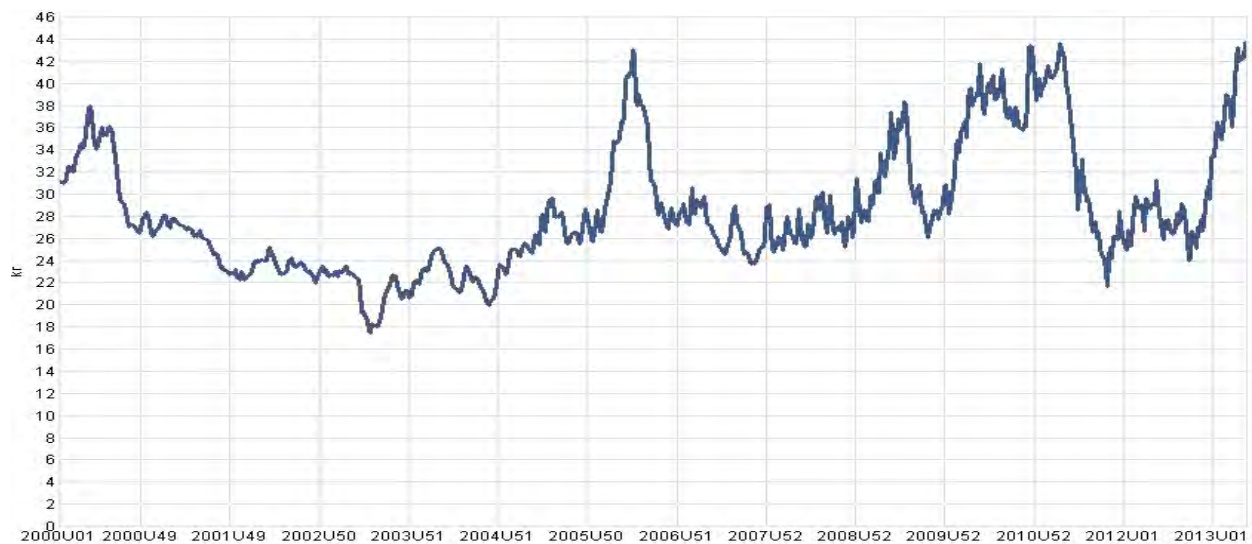
Figur 3-3: Livssyklus for oppdrettslaks, Kilde: (Marine Harvest, 2012)

1. Stamfisk: For å kunne utvikle en bestand av levedyktige oppdrettslaks blir de beste fiskene valgt ut i produksjon av egg og melk. ``Foreldrefiskene`` blir nøye utvalg, for å være sikker på best kvalitet på rognen.
2. Når rognen klekkes, er det utviklet en alevins og er en liten oransje klump med to svarte øyne. De første ukene får alevinsen næring via en sekk under hodet. Når denne droppes, er det utviklet yngel. Gjennom fôringsprogram og økt belysning vokser yngelen til smolt, og ved 100 gram flyttes den over til store merder på land. Gjennom smoltifisering blir fisken stadig utsatt for et liv i saltvann.
3. Når fisken er tilvent saltvann, transporteres smolten via brønnebåt til matfiskanlegg. Gjennom god fôring, lysforhold og vannkvalitet vokser laksen i løpet av 37 måneder til å bli 4-6 kilo. Da fraktes den med brønnebåt til slakteri.
4. Ved slakteri blir all fisk bedøvet før den slaktes.
5. I foredlingsavdelingen produserer ulike produkter, den pakkes og sendes.

### 3.4. Historisk prisutvikling og volatilitet

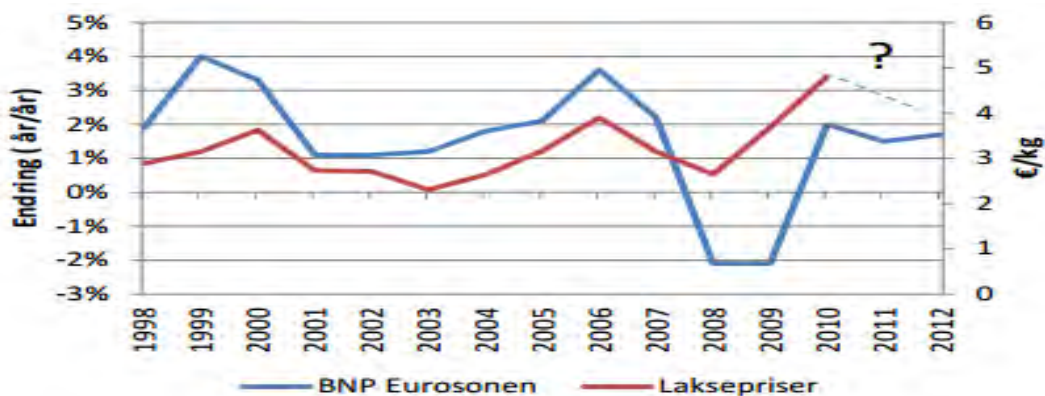
Lakseprisen er kjent for å være en ha store svingninger figur 3-4, og lønnsomheten i bransjen har variert. Årene med høy laksepris går oppdrettsselskapene med store overskudd, mens det i ved lavere priser som i 2002, 2003, 2007 og 2012 er tøffe tider for selskapene. I 2002 var kiloprisen nede i 15 kr, og prisen var da lavere enn produksjonskostnadene. På grunn av lang produksjonstid (37 måneder) vil det i krisetider være vanskelig å stoppe produksjonen. Derfor kan aktører bli tvunget til å selge med tap i slike krisetider.

I 2013 har prisen på laks steget kraftig og er i dag opp mot 45 kr kiloen. Marginen til selskapene er høye i dagens marked, og differansen mellom topp og bunn for et selskap kan være inntektsforskjell på 30 millioner kroner pr tusen tonn produsert (Søren, M. 2006).



Figur 3-4: Historisk prisutvikling på laks. Kilde: SSB

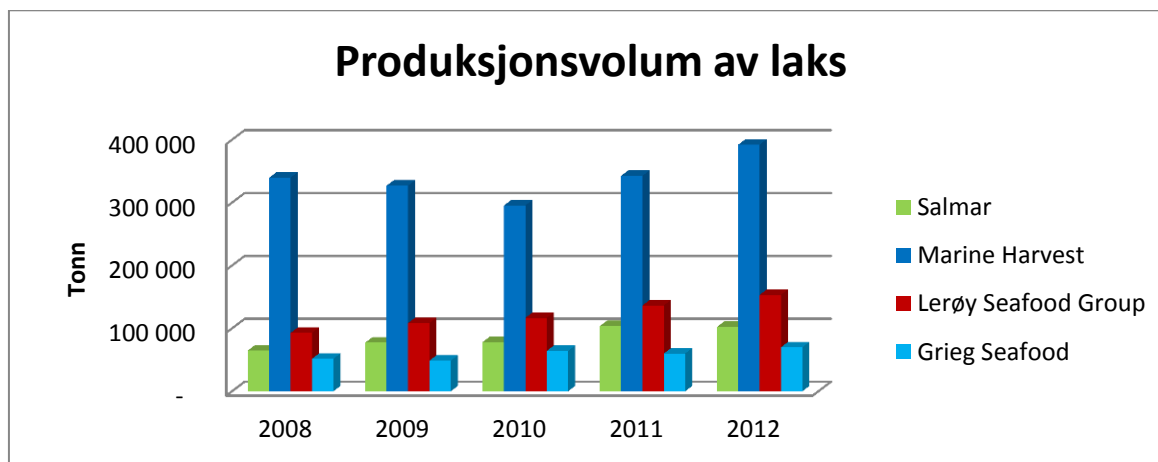
Dersom jeg sammenlikner årlig prisendring i lakseprisen med årlig vekst i BNP i eurosonen, viser figur 3-5 er tydelig sammenheng mellom prisendring og vekst i økonomien (Gjendemsjø, 2011). Forskjellen i 2008 og 2009 under finanskrisen kan forklares med sykdomsutbrudd i Chiles oppdrettsnæring, og førte til sterk reduksjon av tilbudet på oppdrettslaks. Dermed holdt prisene et høy nivå under finanskrisen.



Figur 3-5: Årlig prisendring mot årlig vekst BNP Europa. Kilde: (Gjendemsjø, 2011)

### 3.5.Konkurrenter

Den norske oppdrettsnæringen består av både store børsnoterte selskap, og mange mindre aktører. I dette avsnittet vil jeg presentere aktørene som har største likheter til SalMar. I figur 3-6 ser vi at Marine Harvest er den klart største aktøren, etterfulgt av Lerøy Seafood Group, deretter SalMar og Greig Seafood.



Figur 3-6: Produksjonsvolum fra de største aktørene i det norske markedet



**Marine Harvest** er verdens største oppdrettsselskap og har hovedkontoret i Bergen. Selskapet har produksjon i Norge, Skottland, Canada, Irland og Chile. Selskapet er en sammenslåing av Pan Fish og Fjord Seafood. Gjennomført i 2012 oppkjøp av Morpol som er en av de største aktørene innen foredling av laks. Som flere av aktørene i bransjen ønsker Marine Harvest videre vekst, og er i skrivende stund på jakt etter å kjøpe opp Cermaq.



**Grieg Seafood** er et oppdrettsselskap som har sitt utspring fra Grieg Gruppen. Selskapet er etablert i Norge, Canada og Shetland. Selskapet har oppdrett av laks og ørret, og har en årlig produksjonskapasitet på 80.000 tonn fisk. De siste årene har selskapet hatt økonomiske utfordringer og hatt store nedskrivninger i både Canada og Shetland.



**Lerøy Seafood Group** er verdens nest største produsent av oppdrettslaks. Selskapet har hovedkontor i Bergen, men oppdrettsanlegg og foredlingsanlegg i flere land. Lerøy har flere datterselskap og et stort salgsnettverk i de største europeiske landene. Hovedvirksomheten er oppdrett av laks, men leverer et totalt spekter av sjømat; ørret, torsk, sei, skalldyr osv. Lerøy Seafood har totalt 130 konsesjoner i Norge og hadde i 2012 et slaktevolum på 142.000 tonn.



**Cermaq** er et internasjonalt konsern som har sin hovedvirksomhet innenfor produksjon av fiskefôr og oppdrett av laks og ørret. Cermaq ble til i 1995 etter å ha blitt skilt ut av Statens kornforretning. Konsernet eies delvis av staten og er børsnotert på Oslo Børs. I likhet til sine konkurrenter har Cermaq virksomheter i flere land, Chile, Canada, Norge, Vietnam og Skottland.

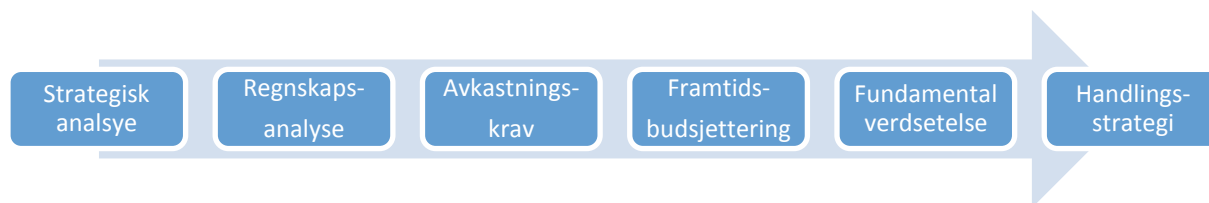
## 4. Verdsettelsesmodeller

I dette kapittelet vil jeg presentere ulike verdsettelsesmodeller, og hvordan jeg kan bruke de ulike modellene i min oppgave.

Det er tre teoretiske verdsettelsesmodeller som kan brukes i min verdivurdering av SalMar, fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse er ofte sett på som et supplement til en fundamental verdsettelse. Valg av verdsettelsesmodell styres av tilgangen på informasjon fra selskapet, hvor selskapet er i livssyklusen, hvilken bransje selskapet er i og framtidsutsikten til selskapet (Kaldestad & Møller, 2011).

### 4.1.Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er en dyptgående analyse som tar utgangspunkt i bedriftens historiske regnskapstall og bedriftens posisjon i markedet.



**Figur 4-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse**

En fundamental verdsettelse bruker historisk regnskapsinformasjon og strategisk analyse til å utarbeide et framtidsbudsjett, og prognose for framtidig kontantstrøm for selskapet. Nåverdien av kontantstrømmen finnes ved å diskontere framtidig kontantstrøm med beregnet avkastningskrav. Dette utgjør da et verdiestimat på selskapet i dag. Framtidig avkastningskrav kan beregnes ut i fra ulike kapital, og kan dermed estimere ulike diskonterte kontantstrømmer. Verdien jeg får fra fundamental verdsettelse kan nå sammenliknes med prisen som er i markedet i dag.

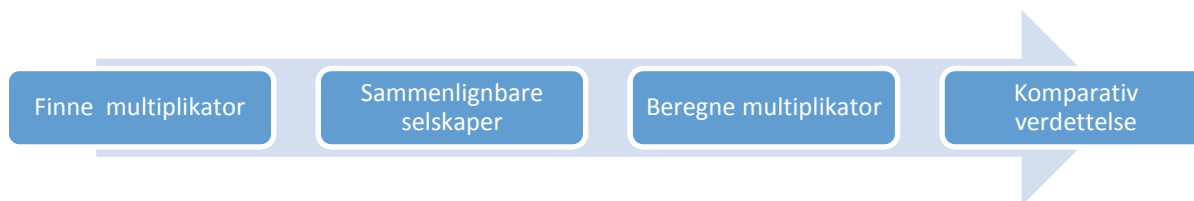
Fundamental verdsettelse er modellen som egner seg for bedrifter i en stabil tilstand, med jevn vekst og inntjening. Bedriftene har vært i markedet en stund og det er god tilgang på informasjon fra selskapet. Da fundamental verdsettelse analyserer både regnskapsinformasjon og bransjen, er metoden tidkrevende, men skal til gjengjeld gi mer presise resultater.



## 4.2. Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er verdivurdering som tar utgangspunkt i hvordan liknende selskaper eller eiendeler er priset i markedet. Komparativ verdsettelse modell er mye brukt i praksis på grunn av at den er enkel å bruke. Men komparativ verdsettelse egner seg best som supplement til en fundamental verdsettelse. Det er to ulike teknikker som brukes multiplikatormodell og substansverdimodell.

- Multiplikatormodeller: bruker børsverdien til selskapet til å beregne nøkkeltall for egenkapitalen, som igjen kan sammenliknes med komparative bedrifter. Ofte brukte multipler er Price/Earning, Price/Book, Enterprise value/ sale.
- Substansverdimodellen: brukes for å finne verdien til eiendeler ved å sammenlikne markedsverdien på komparative eiendeler<sup>1</sup>. Jeg finner da verdien av egenkapitalen ved å ta substansverdien til eiendeler minus komparative verdien til gjelden.



Figur 4-2: Rammeverk for komparativ verdsettelse

I motsetning til kontantstrømbasert verdsettelse som beregner de underliggende verdiene, vil komparativ verdsettelse bruke multipler til å finne verdien selskapet. Fordel med komparativ analyse er at metoden er enkel og lite tidkrevende. En av ulempene med metoden er vanskeligheten med å finne sammenlignbare selskaper, da det ikke er mange like selskapsstrukturer i Norge. Ofte vil noen av kravene være oppfylt, men selskapene vil fremdeles ha flere ulikheter. Dermed vil metoden ikke ha et godt representativt grunnlag. Resultatene fra en komparativ verdsettelse er at modellen ofte gir varierende verdiestimat. Dette kommer av store individuelle forskjeller knyttet til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko (Kaldestad & Møller, 2011).

<sup>1</sup> Komparativ eiendel: er en gjenstand eller enhet som kan brukes i sammenlikning av ønsket enhet.

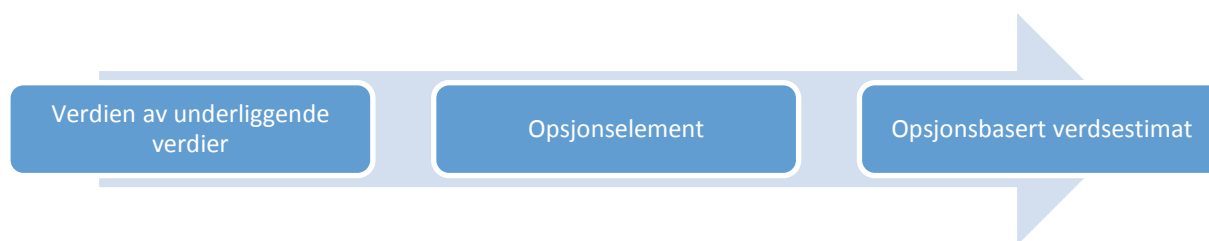
### 4.3.Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rettighet, ikke plikt, for eier til å kjøpe eller selge et aktivum til en avtalt pris eller dato. Opsjoner kan inndeles i finansielle opsjoner og realopsjoner. Finansiell opsjon kan være en avtale om kjøp/salg av aksjer, valuta eller råvarer. Realopsjoner er driftsrelaterte, og kan eksempelvis gi selskap mulighet for utvidelse av drift, nedleggelse av drift eller utsettelse av investeringer. Opsjonsbasert verdsettelse kan gjennomføres på to ulike metoder, en utviding av fundamental verdsettelse eller beregne verdien av egenkapitalen som kjøpsopsjon.

Opsjonsbasert verdsettelse kan gjøres som en utviding av tradisjonell fundamental verdsettelse, hvor opsjonselementet er et eget element i verdivurderingen. Verdien av opsjonselementet representerer nåverdien av fleksibilitet eller rettighet.

Opsjonsbasert verdsettelse som tar utgangspunkt i underliggende verdier i selskapet og beregner egenkapital som en kjøpsopsjon. Det er to grunner til at egenkapitalen i et allmennaksjeselskap kan ha egenskapen til en kjøpsopsjon (Damodaran, 2002):

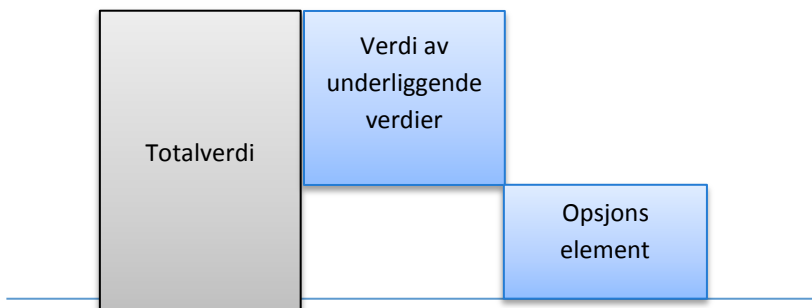
- Egenkapitalinvestorer kan til enhver tid gjøre krav på sine finansielle investeringer, og tid betale ned sin utestående gjeld
- Egenkapitalinvestorers investering er som regel bare begrenset til innskutt egenkapital, ikke ansvarlig for mer kapital.



Figur 4-3: Rammeverk for opsjonsbasert verdsettelse

Fordelen med opsjonsbasert verdsettelse er at det er mulig å innkalkulere verdien av en fleksibilitet selskapet innehar. For eksempel dersom et oljeselskap kan ekspandere til nytt felt, kan en opsjon finne verdien av å vente et år med produksjonsstart. Forskjell fra fundamental analyse er at økt risiko ofte fører til en lavere verdi av egenkapitalen (Damodaran, 2002). Dersom verdien av et selskap er lav, kan risiko utgjøre en fordel for selskapet. Ved å investere risikofylte prosjekter vil selskapet ha mye å vinne og lite å tape (Damodaran, 2002). Her kan en opsjonsbasert verdsettelse kalkulere inn muligheten for en oppside.

En ulempe med bruk av opsjonsbasert verdsettelse er risikoen for dobbeltregning. Ved beregning av den underliggende verdien av selskapet er det viktig og ikke ta med verdien fleksibiliteten eller fordelene av økt risiko, (Knivsflå, K. 2006-21). En annen ulempe er at flere av variablene i opsjonsbasert verdsettelse er usikre estimat, og kan være vanskelig å finne passende estimat, (Kaldestad & Møller, 2011).

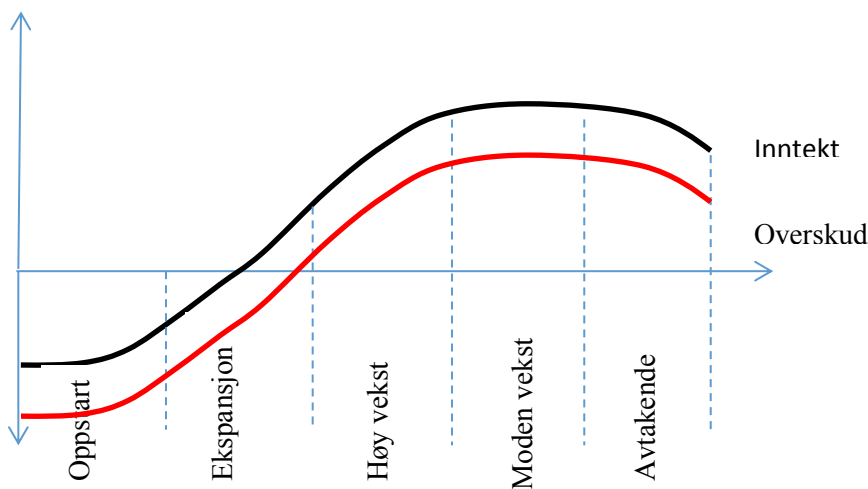


Figur 4-4: Illustrasjon for opsjonsbasert verdsettelse

#### 4.4.Valg av metode

Selskapet har vært gjennom en periode fra 2007-2012 med sterk vekst, hvor gjennomsnittlig produksjonsvekst har vært 14 %. Fra 2010-2011 økte produksjonen med mer enn 30 %. Denne veksten er ventet å bli lavere de neste årene, og bedriften selv har lagt til grunn en produksjonsvekst på 6 % fram til 2025.

#### Livssyklusmodell



Figur 4-5: Livssyklusmodell for bedrifter

*Høy vekst* kjennetegnes ved at er bedriften har vært i markedet en del år og vokser raskt. Det vil være tilgang på regnskapsinformasjon, og næringen er ofte kjennetegnet med tilsvarende selskaper. *Moden vekst* er en tilstand hvor bedriftens vekst begynner å avta og selskapet høster gevinst av tidligere vekst. Bedriften har bygget opp en kundemasse som genererer inntekt. Det er god tilgang for sammenligning med konkurrenter, og god tilgang på historisk regnskapsinformasjon.

Oppdrettsnæringen kan karakteriseres som en relativ ung næring, som for første gang ble etablert i Norge på 1970-tallet. Næringen har på de siste 40 årene utviklet seg mye, og på 1990-tallet var næringen i gjennom en stor konsolidering. Det har vært en sterk vekst i næringen og selskapsstrukturen har forandret seg fra små enheter til store konsern. For de store aktørene i bransjen, er oppkjøp og fusjoner ofte en av få muligheter til å øke produksjonen. Denne trenden vil jeg karakterisere som normal for næringen, da de større selskapene i bransjen kjøper opp konkurrenter for å fortsette veksten. Dette ser ut til fortsatt å prege bransjen.

Fundamental verdsettelse krever blant annet at selskapet er i en moden tilstand, hvor inntjening og vekst har stabilisert seg. Hovedmarkedet for norsk oppdrettslaks er Europa, men det jobbes for å øke markedsandelene i land som Russland og BRIC-landene. Det nordiske og europeiske markedet vil jeg klassifisere som stabilt, fordi etterspørselsveksten har holdt seg jevnt de siste årene og den største veksten allerede er tatt ut. Rapport utarbeidet av FHL ``Sjømat 2025`` påpeker akkurat dette, og at det store vekstpotensialet er som i BRIC-landene Brasil, India, Kina og Russland (FHL, 2012).

SalMar har vært i markedet siden 1991, og børsnotert siden 2007. Dette gir god tilgang på regnskapsinformasjon fra selskapet, og muligheten til å gjennomføre en grundig fundamental verdsettelse er tilstede.

For et selskap som har hatt en årlig gjennomsnittlig produksjonsvekst på 14 %, kan produksjonsvekst på 6 % være normalt. Fra årsregnskapene til de ulike aktørene i bransjen, kan veksten på 6 % virke som representativt kan være grunnlag for videre produksjonsvekst.

Det er noe uklart om SalMar er i en ren moden fase, men ut ifra drøftingen over vil jeg trekke fram at etterspørselen i hovedmarkedene har stabilisert seg og den lavere framtidige veksten vil representere at selskapet er i en moden vekstfase. Oppdrettsnæringen er en næring som de siste

10 årene har vært preget av oppkjøp og fusjoner, og denne konsolideringen er nok forventet å fortsette. Jeg vil allikevel poengtere at oppdrettsnæringen kan utnytte det store vekstpotensialet som er i verdensmarkedet, som kan føre til en enda sterkere vekst enn selskapene selv har budsjettet med.

### ***Supplement***

Oppdrettsnæringen består av flere tilsvarende selskaper som konkurrerer med de samme rammebetingelsene som SalMar. Flere av børsnoterte selskapene har den samme strukturen og konkurrerer i de samme markedene. Multiplikatormodellen vil være et godt supplement til den fundamentale verdsettelsesmodellen, og vil gi mulighet for å se verdsettelsen i sammenheng med de nærmeste konkurrentene.

Jeg ønsker å avslutte verdsettelsen med en opsjonsbasert verdsettelse. Dette gjør jeg fordi jeg ønsker å se hva verdien av egenkapitalen blir ved bruk av kjøpsopsjonsteori. Selv om avkastningskrav tar hensyn til den systematiske risikoen for selskapet, vil jeg i opsjonsbasert verdsettelse eksplisitt kunne ta hensyn til volatiliteten i lakseprisen.

## **5. Strategisk analyse av Salmar ASA**

I konkurranseutsatte markeder blir det stadig viktigere at selskapene er bevist på deres egen evne til å skape verdier gjennom finansielle- og ledelsens ressurser. Det blir stadig mer avgjørende at ledelsen tar riktige strategiske valg, for på denne måten å skape strategisk(e) fordel(er) mot sine konkurrenter. En god ledelse klarer å skape økt rentabilitet gjennom riktig allokering av ressurser, og på denne måten gir mulighet for egenkapitalrentabilitet større enn egenkapitalkravet (Knivsflå, K. 2012-2). For at jeg skal kunne utarbeide framtidsbudsjett og verdivurdering må jeg ha en bred forståelse av bransjen og hvordan SalMar konkurrerer.

Rundt enhver bedrift er det flere nivåer for konkurranse. Figur 5-1 viser hvilke makroøkonomiske forhold en bedrift blir utsatt for og figur 5-2 viser hvordan en bedrift blir påvirket gjennom konkurransen i bransjen. Alle disse faktorene er med å påvirke om en bedrift lykkes i markedet. Jeg velger å gjennomføre en bransjeorientert- og ressursorientert strategisk analyse, som skal gi innsikt om det er forhold i bransjen og selskapet som gi grunnlag for en strategisk fordel. Jeg vil avslutte kapittelet med en oppsummering av de viktigste faktorene som jeg vil ta med meg videre i oppgaven.

### **5.1. Bransjeorientert analyse**

Jeg ønsker å undersøke om det eksisterer en bransjefordel, det vil si om bedriftene i bransjen kan forvente en egenkapitalrentabilitet som er større enn egenkapitalkravet. Bransjeorientert analyse deles opp i makroøkonomisk analyse med fokus på PESTEL's rammeverk og i bransjeanalysen brukes Porters five-forces model (Barney, 2007). Bransjeorientert analyse skal identifisere SalMar's omgivelser, konkurransesituasjon og strategiske muligheter.

#### **5.1.1. Makroanalyse, en analyse av makroomgivelsene**

PESTEL-rammeverk identifiserer de makroøkonomiske forholdene som karakteriserer bransjen. Fokuset i analysen er å finne de makroøkonomiske forholdene som påvirker næringen i størst grad og identifisere hvilke faktorer som vil ha innvirkning på bedriftens framtidige verdiskapning.



Figur 5-1: Makroøkonomiske forhold

### 5.1.2. Politiske forhold

De norske oppdrettsbedriftene eksporterer over 90 % av den årlige produksjonen, og har dermed sitt hovedmarked utenfor Norge. Den høye eksporten utsetter oppdrettsnæringen for politisk regulering både i Norge og eksportland.

#### **Innland**

Oppdrettsnæringen er ikke et frikonkurransemarked, hvor aktører fritt kan etablere seg. Næringen er strengt regulert av myndigheten, og utøves av lokalkontorene til Fiskeridirektoratet. Formålet med streng regulering er å ivareta en balansert og bærekraftig utvikling av næringen. Fiskeridirektoratet utlyser aktuelle konsesjoner, og bedrifter kan da søke om tildelingen av de utlyste konsesjonene. I 2000 var det ca. 860 matfiskkonsesjoner, og antall konsesjoner har hatt en lav stigning, og i 2012 var det ca. 970 matfiskkonsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2013).

Før 1990 var næringen regulert ved at et selskap bare kunne eie en konsesjon, og selskapet skulle ha lokal tilknytning. Denne loven ble opphevet i 1991, og næringen har siden dette gått gjennom store endringer.

I 2010 ble det innført eierskapsbegrensninger for oppdrettsnæringen som et næringspolitisk virkemiddel for å begrense konsentrasjonen av eiermakt, til maksimalt 25 % av produksjonsvolum. Men denne begrensningen ble klaget inn for EFTA, og i desember 2012 fikk Marine Harvest medhold i sin klage til EFTA. Eierskapsreguleringen var i strid med EØS-avtalen, og påla Regjeringen å fjerne begrensningen.

#### **Utland**

Europa er hovedmarkedet til norsk oppdrettslaks, og gjennom EØS-avtalen er det fri flyt av varer mellom landegrensene. For oppdrettslaks er det fri flyt, men med noen tollbegrensninger. Norske oppdrettsbedrifter møt flere barrierer og restriksjoner ved eksport til utlandet de siste 20 årene.

Fokus på markedsadgang og reduksjon av handelsbarriere har vært viktig for norsk oppdrettsnæringen de siste 20 årene. I motsetning til Chile som har lyktes med forhandling av flere frihandelsavtaler med de store markedene for oppdrettslaks, har Norge møtt flere handelsbarrierer.

- USA innførte i 1991 straffetoll på hel fersk laks fra Norge. Grunnlaget for avgiften var beskyldninger om dumping og subsidiering av laks i det amerikanske markedet. Etter 20 år med straffetoll i USA, ble den avviklet i 2012.
- Det samme skjedde i EU da EU-kommisjonen mente at norsk laks ble dumpet til lavere priser i EU-markedet. EU innførte i 2005 minstepris og importkvote på norsk oppdrettslaks. Reguleringen ble kritisert av WTO og som førte til at reglene forsvant i 2008.
- I 2011 ble flere norske laksprodusenter utestengt fra det russiske markedet, med beskyldninger om listeriabakterier i oppdrettslaksen.

De politiske forholdene i Norge kan karakteriseres som stabile og delvis forutsigbare. Men de politiske forholdene utenfor Norge kan være ustabile. Som markedsleder har norsk oppdrettsnæring en viktig posisjon. For å unngå risikoen for eksportbegrensninger må norsk oppdrettsnæring fortsette å utvikle en sunn og bærekraftig næringen. Norsk utenrikspolitikk påvirke konkurranseforholdet mot utlandet, og det er derfor viktig at myndighetene ivaretar næringens interesser mot utlandet. En utestengelse fra de store markedene som Frankrike eller Russland kan få store konsekvenser for oppdrettsbedriften.

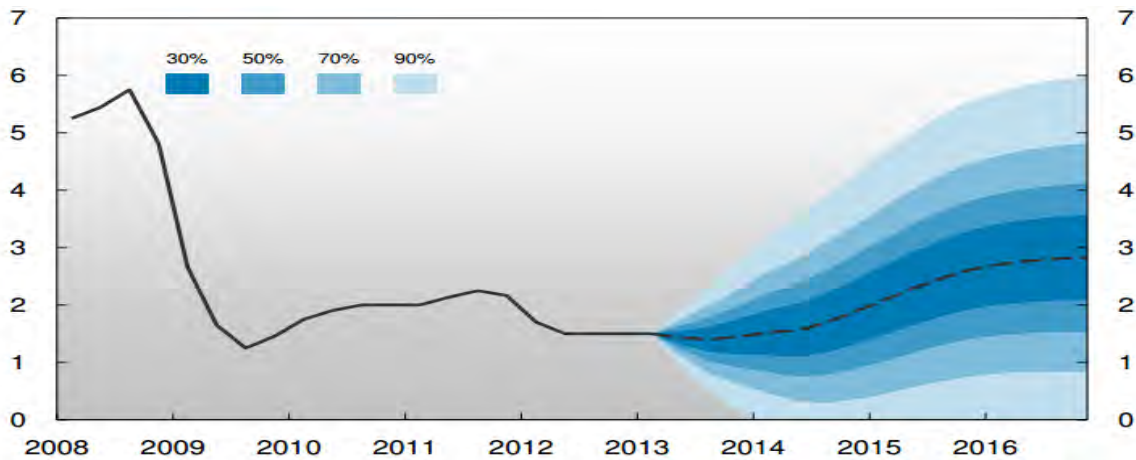
### ***5.1.3. Økonomiske forhold***

#### ***Rente***

Oppdrettsnæringen er en kapitalkrevende industri og aktørene gjennomfører store investeringer ved oppstart. Derfor har rentenivået stor innvirkning på bedriften i næringen. Fra 2008 til 2011 har gjennomsnittlig gjeldsfinansiering for hele bransjen vært på 64,4 %, og som dermed utgjør nærmere 2/3 av totalkapitalen (Fiskeridirektoratet, 2012). Gjeldsfinansieringen gjør rentekostnad til en vesentlig del av bedriftenes resultatregnskap, og utgjør en stor del av de løpende kostnadene. En renteoppgang vil påvirke bransjen negativt, og en kraftig renteendring kan gi stor økonomiske utfordringer.



Styringsrenten fra Norges Bank har holdt seg stabil på 1-2 % siden finanskrisen i 2009. Prognosene for styringsrenten sier at renten vil holde seg stabil på kort sikt, for deretter å stige til et mer ``normalt`` nivå senere. Renteviften utgitt av Norges Bank i Pengepolitiskrapport 1/13 viser den forventet utviklingen til styringsrenten.



Figur 5-2: Renteviften utarbeidet av Norges Bank i Pengepolitiskrapport 1/13

#### Spotpris vs. forwardkontrakt

Laks kan handles til både spotpris og på forwardkontrakt. Finansielle kontrakter på laks kan handles på Fish Pool som er en internasjonal markedsplass for kjøp og salg av laksekontrakter. Den sterke svingningen i prisen på laks gjør at SalMar og de andre aktørene er sterkt påvirket gjennom markedsprisen, figur 3-4. Gjennom Fish Pool har bedriftene mulighet til å risikostyre inntektene ved finansielle kontrakter, og dermed være sikret en minstepris på laksen.

#### 5.1.4. *Sosiokulturelle forhold:*

``Norsk laks er noe av de sunneste du kan spise``, sier Fiskeri- og havbruksnæringen. Laks er en fet fisketype og har blitt trendy middagsmat for nordmenn (Seafood, 2013). I 2012 kjøpt nordmenn 23 % mer laks enn året før.

Den sterke befolkningsveksten i verden de neste 40 årene og den stadig økende globale oppvarmingen, vil gi verdenssamfunnet større utfordring i framstilling av miljøvennlig mat. Afrika og Asia er de verdensdelene hvor befolkningsveksten vil øke mest og i 2050 vil verden ha et matbehov som er dobbelt så stort som i dag, (Havforskningsinstituttet). Dette gir muligheter til videre vekst i store markeder, og åpner derfor for økt satsning i disse områdene.

#### 5.1.5. *Teknologiske forhold:*

Oppdrettsnæringen har utviklet seg fra å være små familiedrevne oppdrettsanlegg til store kapitalkrevende, høy teknologiske konsern hvor profittmaksimering står sentralt. Selv om norskekysten er lang, og for å bevare et bærekraftig sjøliv, begynner det å bli begrenset med areal til nye oppdrettsanlegg. Næringen har nå begynt å se på nye muligheter for å øke produksjonen. Mulighet til produksjon i kjempetanker på land eller nye oppdrettsanlegg til havs tilsvarende oljeplattformer er alternativ som vurderes.

De optimale naturlige forholdene som de norske fjordene har gitt til oppdrettsnæringen, vil da ikke bli en fordel for industrien lengre. Oppdrettsanlegg i tanker på land krever stor områder og konstruksjon av kjempetanker som fisken kan leve i. Men kritikken mot slike anlegg er at de vil verken være økonomisk eller miljømessige. Både store investeringer og høye driftskostnader vil gjøre fisken kostbar, samtidig som fiskevelferden vil være vanskelig å tilfredsstille.

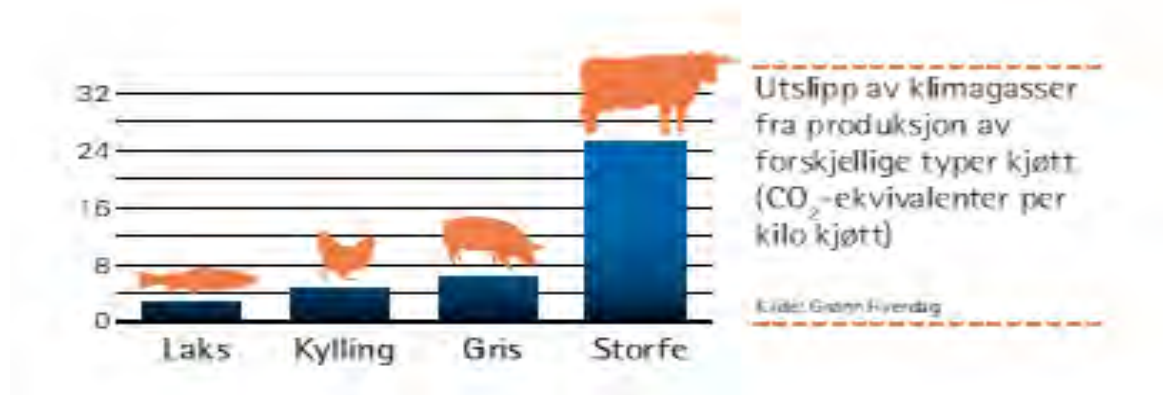
#### 5.1.6. *Miljømessige forhold:*

Lakselus er en av de viktigste årsakene til død og tap i oppdrettsanlegg. Lakselus finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkule. Lakselus har vært et økende problem og får mye oppmerksomhet i media, som kan påvirke etterspørselen. Hvert år må oppdrettsnæringen bruk stor summer på bekjempelse av problemet, kostnader til bruk av kjemikalier og tapsføring av laks. I 2009 tilsvarte dette en kostnad på 500 millioner kroner for bransjen.

Siden 2001 har det i gjennomsnitt rømt 390.000 laks hvert år, og har utviklet seg til en trussel for villaksbestanden i Norge. Konsekvensene av rømning er påvirkning i det økologiske og genetiske miljøet. Myndighetene stiller svært strenge krav til anlegg og beredskap ved eventuell rømning. En mulighet er produksjon av steril oppdrettslaks som ikke skal kunne gyte sammen med villaksbestanden, og som gjør mindre påvirkningen på villaksbestanden. Forskning til nå har vist at utvikling av steril laks har noen ulike egenskaper enn ordinær oppdrettslaks, og ikke egner seg for produksjon og salg i markedet.

Det globale fokuset på reduksjon av CO<sub>2</sub>-utslipp vil gi en utfordring i valg av matproduksjon, en økt etterspørsel etter matvarer vil gi økt utslipp av CO<sub>2</sub> i klimaet. Den globale husdyrindustrien står i dag for mer drivhusgasser enn alle former for transport til sammen (Teknologirådet, 2008).

Forbruksmønsteret i verden går mot økt etterspørsel etter kjøttprodukter, og kjøttproduksjon står for mer enn tre ganger så mye CO<sub>2</sub>-utslipp per kilo sammenliknet med oppdrettslaks.



Figur 5-3: CO<sub>2</sub> utslipp fra ulike matvarer, Kilde: (Marine Harvest, 2012)

#### 5.1.7. Lov og regler forhold:

Lakseoppdrett er en næring som er strengt regulert gjennom flere lover og forskrifter.

Akvakulturloven regulerer rammene for drift av konsesjoner og ivareta en konkurransekraftig næring. Dyrevernavloven regulerer fiskens velferd, at fisken lever i et optimalt miljø. Slakteriforskriften skal ivareta fiskens velferd gjennom etisk forsvarlig slakting.

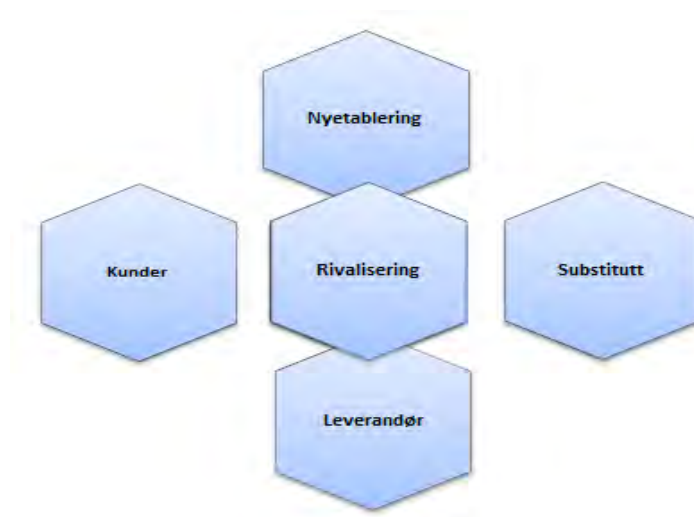
Den strenge reguleringen i bransjen setter krav til at oppdrettsanlegg bruker tid og ressurser på optimal dyrevelferd for å kunne drifte sine anlegg. Dette er kostnadskrevende, men er en nødvendighet for å ivareta dyrenes velferd.

#### **Oppsummering fra makroanalyse**

Laks er en eksportvare for Norge og næringen møter ulik regulering i hele verden. Det er viktig at Norge som markedsleder har høyt fokus på fiskehelse og bidrar til sunn konkurranse i næringen. En markedsleder blir ofte straffet hardt ved brudd på konkurranseregler. Den stigende etterspørselen etter laks gjør at aktørene i bransjen ønsker videre vekst, og et vedvarende høyt gjelds nivå bidrar til økt sårbarhet ved endring i rente eller konjunkturer.

## 5.2. Eksternanalyse, en analyse av konkurransen i bransjen

Jeg vil i dette avsnittet gjøre en eksternanalyse som analyserer omgivelsene til SalMar, identifisere trusler og trekke fram mulighetene som er i bransjen. Her bruker jeg rammeverket five-forces modell (Barney, 2007), som analyserer hvordan konkurransen i bransjen påvirkes av trussel fra rivalisering, inntrengere, kunder, leverandører og substitutter. Dette skal gi med innsikt i om det er lønnsomhet i bransjen. Konkurransen i bransjen påvirkes gjennom 5 krefter figur 5-5.



Figur 5-4: Eksterne trussel i bransjen

### Bransjedefinisjon:

Det er viktig å definere bransjen slik at analysen av faktorene er sammenliknbare og analysen gjennomføres konsist.

Den norske oppdrettsnæringen er verdensledende innenfor oppdrett av atlantisk laks, og som tidligere nevnt leverer Norge 64 % av all laks i det globale markedet. Bransjen er under streng regulering fra myndigheten. Eksportmarkedet har historisk vært delt mellom de fire store oppdrettslandene, Norge, Chile, Canada og Skottland, og Norges hovedmarked er EU, Russland og Asia (Marine Harvest, 2013). Det er fem store børsnoterte selskaper som preger det norske oppdrettsmarkedet og står for 55 % av all produksjon, Marine Harvest, Lerøy Seafood, SalMar, Greig Seafood og Cermaq. Alle selskapene leverer samme produkt, og det er vanskelig å differensiere produktet for de ulike aktørene.

### ***Trussel fra rivalisering***

Markedene etterspør stadig mer laks, og det er forventet en ytterligere etterspørselsvekst de neste årene på 3 % (Marine Harvest, 2013). Etterspørselsoverskudd i markedet vil i seg selv vil føre til lavere konkurranse, men på grunn av at de fleste produsentene ønsker å øke sin produksjon kan dette føre til økt rivalisering.

Den største rivaliseringen i bransjen er konkurransen om oppkjøp av konsesjoner og selskaper. Bransjen har de siste 20 årene vært preget av konsolidering, og denne trenden ser ut til å fortsette også de neste årene. Selv om det er etterspørselsoverskudd i markedene så er det ikke sikkert at det er mulig for SalMar og de andre konkurrentene å øke produksjonen på langsikt. For å øke produksjonen må produksjonstilgangen økes, med videre vekst i antall konsesjoner.

Konkurransen fra chilenske oppdrettsbedrifter har vært lav de siste på grunn av angrep fra virussykdom på laks i 2009. Før kollapsen var Chile verdens største oppdrettsnasjon med 400.000 tonn produksjon, etter kollapset var produksjonen under 60.000 tonn. Chile har de siste årene hatt en kraftig vekst i produksjonen, og hadde i 2012 er årlig produksjon på 328.000 tonn. Det er forventet videre vekst i produksjon i Chile, som vil være til økt konkurranse i markedet.

Trusselen for fall i etterspørselen er lav til middels. Norsk oppdrettsnæring vil få økt trussel fra Chile i fellesmarkedene. Men da Norge og Chile selger hoved andelen til vært sitt marked henholdsvis Europa og Amerika, vil trusselen for rivalisering være lav. Trusselen for videre produksjonsvekst i Norge vil jeg kategorisere til middels, da det ikke er SalMar selv som bestemmer hvor stor produksjon de ønsker, men påvirkes gjennom konkurrenter og myndighet.

### ***Trussel fra nyetableringer***

Dersom aktørene i bransjen over tid leverer høyere resultater og avkastning utover forventet, vil flere aktører ønske å etablere seg i bransjen. Selv om lakseprisen er volatil og styrer resultatene til bransjen, har oppdrettsnæringen historisk sett vært preget av tidvis svært gode årsresultater.

Som tidligere påpekt er oppdrettsbransjen regulert av myndighetene. Inngang til bransjen kan komme av tildeling av ny opprettet konsesjon eller kjøp av eksisterende. Prisen i dag ved tildeling av konsesjon i førstehåndsmarkedet er på 8 millioner kroner.

Alternativet for etablering eller vekst er kjøp av konsesjoner i andrehåndsmarkedet. Konsolideringen i bransjen har satt preg på prisingen av konsesjoner, og de store aktørene har

presset opp inngangsbarrierene. I 1993 var prisen 200.000 kr per konsesjon, men i 2012 var prisen fra 20-70 millioner kroner (Marine Harvest, 2013).

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv industri, i tillegg til kjøp av konsesjon kreves det store investeringer i anlegg og produksjon. Investering i produksjonsanlegg er priset til 30-35 millioner kroner. For maksimal utnyttelse av konsesjonsdriften bør det produseres 3 ulike produksjonskull, og et produksjonskull er slakteklart etter 37 måneder. Det kan produseres opptil 780 tonn pr. lisens, og på 37 måneder med en gjennomsnittskostnad på 23 kr pr laks vil bedriften ha en kapitalbinding på 20 millioner på 1 konsesjon (Marine Harvest, 2013).

Trussel for nyetablering er lav på grunn av høye inngangsbarrierer.

### ***Trussel fra substitutter***

Et substitutt er et produkt som kan oppfylle/erstatte et annet produkt. Hva som er et substitutt for en vare, vil variere fra forbruker til forbruker. Dersom prisen på laks blir veldig høy, vil noen forbrukere ønske å se etter alternative produkter. Andre forbrukere fokuserer mindre på prisen, men ser heller på f.eks. kvalitet og tilgjengelighet.

Helsedirektoratet sier, ``spis mer fet fisk`` (Helsedirektoratet, 2011). Fet fisk inneholder opptil 5 ganger så mye sunt fiskefett, sammenliknet med mager fisk.

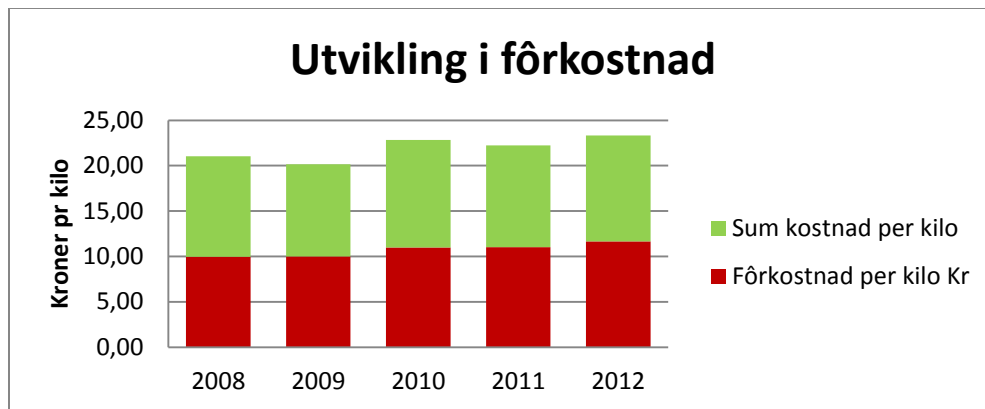
Laks har blitt et produkt som er lett tilgjengelig for forbrukere, spesielt i dagligvarebutikkene i Norge. Laksen selges fersk, den er lett å tilberede og det er ingen sesong for laks. Tilbudet av laks holder seg stabilt gjennom hele året, og gjør dermed at laks er lett tilgjengelig. Sammenliknet med andre fiskesorter og kjøttprodukter, så er de fleste produktene sesongavhengige. Det nærmeste substituttet for laks er mager fisk. Torsk er en av fisketyperne som er prøvd innen oppdrett, men på grunn av dårlige priser og en uforutsigbar produksjon har interessen vært lav.

Trusselen fra substitutter er middels. Laks er en fet fisketype og det er få substitutter innen sin kategori. Allikevel vil laks ikke være upåvirket dersom prisen stiger mye eller kvalitet på oppdrettsfisken blir dårligere. Den store fordelene med laks er at produsentene ikke er sesongavhengig, og kan produsere like mye fisk hele året.

### **Trussel fra leverandører**

Dersom leverandører har stor forhandlingsmakt, kan dette påvirke lønnsomheten i bransjen.

De store aktørene i bransjen har i dag hele verdikjeden i produksjon av oppdrettslaks. Men den store kostnaden for oppdrettsselskapene i produksjonen, er innkjøp av fiskefôr. Fra figur 5-6 følger fôrkostnaden en svak økning, og utgjorde i gjennomsnitt 49,9 % av total produksjonskostnad (Fiskeridirektoratet, 2012). En økning i fôrkostnaden vil påvirke marginen i bransjen.



Figur 5-5: Fôrkostnad i forhold til totalkostnad

Det norske markedet har tre store leverandører av fiskefôr, Skretting (Nederlandsk), EWOS (Norsk) og BioMar (Dansk), i tillegg til et mindre selskap Øksfjord lokalisert i Finnmark. Forhandlingsmakten til de ulike selskapene vil være stor på grunn av få tilbydere, og dette kan utgjøre en trussel for oppdrettsselskapene.

Men den største trusselen fra leverandør er prisen på fiskefôr. Råvarene fiskemel og fiskeolje er svært viktig i produksjon av fôr. Fiskemel og fiskeolje blir produsert av villfisk, og den sterke veksten i oppdrettsnæringen har ført til reduksjoner av flere villfiskebestander. Dette har igjen ført til et lavere tilbud råvarene, som presser prisen på fiskemel og fiskeolje. Oppdrettsnæringen har utviklet et substitutt for fiskemel og fiskeolje, som har redusert eksponeringen mot den råvaren. Men allikevel utgjør fiskemel og fiskeolje ca. 25 % av fôrkostnaden. På sikt vil dette resultere i økt pris på fiskefôr, og dermed økt produksjonskostnad på laks (Skretting, 2013).

Trusselen fra leverandører er dermed middels.

### ***Trussel fra kunder***

De norske oppdrettsselskapene selger laks til over 100 land, men 43 % figur 2-4 av all produksjon selges til Frankrike, Russland, Polen og Danmark.

Etterspørselen etter laks er stadig økende i flere markeder (Marine Harvest, 2013) som gjør det mulig å differensiere risikoen knyttet til enkeltmarkeder. I dagens situasjon er det allikevel en trussel for bransjen dersom et av de fire store markedene nedjusterer sin etterspørsel, slik for eksempel Russland gjorde i 2010 på grunn av listeribakterie trussel. Men på en annen side vil de norske oppdrettsbedriftene fortsatt ha et stort marked å selge til dersom et enkeltmarked stenges.

Trussel fra enkelt markeder er lav/middels, men laks som er en internasjonal og homogen handelsvarer vil i dagens marked ikke bli sterkt påvirket av trussel fra enkelt land.

### **Oppsummering bransjeanalyse:**

Totalt sett tror jeg at bransjen har en strategisk fordel. Dette er fordi at oppdrettsbransjen er kapitalintensiv og med høye inngangsbarrierer. Oppdrettslaks har en stor fordel ved at det ikke er sesongvariasjoner i produksjonen, og det dermed er mulig å levere like stort volum hele året. Utfordringen for bransjen er å kunne opprettholde et lavt kostnadsnivå, for på denne måten å kunne tåle den sterke volatiliteten i lakseprisen.



### 5.3.Ressursorientert analyse

Ressursorienterte analysen ønsker jeg å undersøke om SalMar har ressurser utover konkurrenten, som kan utgjøre en ressursfordel. Her bruker jeg internanalyse for og identifisere om utvalgte ressurser er en styrke eller svakhet, som kan gi varige eller midlertidige konkurransefortrinn.

Først velger jeg å identifisere ulike ressurser som jeg mener kan representere de ulike leddene i SalMar's verdikjede figur 3-2. Ressursen jeg velger å analysere er teknologi, fullstendig verdikjede og produkt. Jeg bruker VRIO-rammeverket (Barney, 2007) for å analysere ressursene og trekke konklusjon om SalMar kan ha en strategisk ressursfordel.

#### VRIO-rammeverk

VRIO-rammeverket (figur 5-6) stiller fire spørsmål om hvordan og hvorfor en ressurs er en styrke eller svakhet. En ressurs kan være verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og utnyttet (O). Graden av konkurransefortrinn avhenger av hvor mange av punktene i figur 5-6 som er oppfylt. Dersom en ressurs oppfyller alle kravene i rammeverket, har bedriften et varig konkurransefortrinn.

Sjelden	Forskjeller
Verdiful	Store forskjeller
Ikke-imiterbar	Midlertidig konkurransefortrinn
Utnyttet	Varig konkurransefortrinn

Figur 5-6: Økende styrke av ressursen

#### **Teknologi**

Visjonen til SalMar er å være den mest kostnadseffektive aktøren i bransjen, derfor undersøker jeg om dette er en sterk ressurs som gir konkurransefortrinn.

Byggingen av produksjonsanlegget InnovaMar i 2009 ble gjort for å styrke posisjonen som verdens mest innovative og kostnadseffektive prosessanlegg. Gjennom nye produksjonslokaler fikk SalMar tilgang på innovativ teknologi, som skulle øke effektiviteten og gi lavere kostnader. Dette har plassert SalMar i en god kostnadmessig posisjon, i forhold til de konkurrentene som har mer umoderne og ineffektive produksjonsanlegg. Høyteknologisk produksjonsanlegg kan gi

en unik posisjon i markedet for en periode, og dermed oppnå et midlertidig konkurransefortrinn. Men produksjonsanlegg er imiterbart, og konkurrenter har mulighet til å bygge tilsvarende anlegg og på denne måten oppnå samme effektivitetsgevinst.

Teknologi oppfyller flere av kravene i figur 5-6, teknologien er viktig, sjelden og ikke-imiterbar på kort sikt. Men på langsikt er det mulig for konkurrenter å oppnå den samme teknologien i sin produksjon. Jeg konkluderer med at teknologi gir SalMar et midlertidig konkurransefortrinn.

### ***Fullstendig verdikjede***

SalMar har etablert en fullt integrert verdikjede, og har dermed full oversikt over produksjonen, fra start til slutt. Dette gjør at SalMar har mulighet til å effektivisere produksjonen hele veien, og på denne måten oppnå effektivitetsgevinster. Samtidig har SalMar utviklet et eget salgsteam, som både gjennom nærhet til produksjonen og markedet kan tilby kundene stor innsikt.

Dette er en ressurs som er verdifull, men ikke sjelden. Det betyr at flere av de andre aktørene i bransjen har tilsvarende fullstendig verdikjede, og SalMar kan dermed ikke oppnå resultat utover konkurrentene. Ressursen er ikke sterk eller gir konkurransefortrinn.

### ***Produkter***

Flere av aktørene i oppdrettsbransjen produserer ulike sjøprodukter, laks, ørret, torsk eller lignende. SalMar derimot produserer bare laks. Dette kan utgjøre en stor forskjell da SalMar bare trenger kapitalbinding i et produkt, maskiner til et produkt og foredling av et produkt. Totalt sett bør dette resultere i produksjons- og effektivitetsgevinster for SalMar, og som igjen skal resultere i økt inntekt og lavere kostnader.

I bransjeutvalget er det ingen som produserer et produkt, derfor er dette en sjelden og verdifull ressurs for SalMar. På bare kort sikt er ressursen ikke-imiterbar, da det vil kreve store ressurser for aktørene som allerede har produksjon av flere produkter. Men på langsikt kan også de andre oppdrettsbedriftene velge produksjon av bare laks, og dermed oppnå samme fordel som SalMar. Ressursen oppfyller flere av kravene i figur 5-6 og jeg mener dette utgjør et midlertidig konkurransefortrinn for SalMar, men er ikke et varig konkurransefortrinn.

### ***Oppsummert ressursorientert analyse***

Den innovative teknologien på produksjonsanlegget InnovaMar fører til lavere kostnader, og fokus på produksjon av et produkt skaper effektivitets- og kostnadsgevinster. Dette utgjør midlertidige konkurransefortrinn for SalMar, som skal gi en ressursfordel som resultere i avkastning utover kravet.

### **Hva tar jeg men meg videre fra den strategiske analysen?**

``Verdien som estimeres, er ikke bedre enn prognosene de baseres på``, (Kaldestad & Møller, 2011).

Fra den strategiske analysen har jeg fått et godt innblikk i den ytre og indre påvirkningen på bransjen og driften av SalMar. I analysen har jeg kommet fram til viktige forhold som har stor påvirkning på den framtidige budsjetteringen og verdsettelsen av SalMar. Under vil jeg kort poengtere hvilke faktorer jeg tar med meg som de viktigste driverne i bransjen.

#### ***Makroanalyse***

- Global vekst i etterspørselen
- Oppdrettsnæringen er kapitalintensiv og har en høy gjeldsandel

#### ***Bransjeanalyse***

- Bransjen har en trussel fra stigende førkostnad
- Økt trussel i bransjen fra rivalisering om tilgang på konsesjoner
- Det finnes ikke sesongvariasjon for laks

#### ***Ressursanalyse***

- SalMar har et lavere kostnadsnivå på grunn av teknologi
- SalMar kan på sikt oppnå høyere effektivitet

## 6. Historisk regnskapsanalyse

### 6.1. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil jeg gjøre en historisk regnskapsanalyse av SalMar. Målet med kapitlet er at jeg skal utarbeide et omgruppert regnskap og balanse til en forholdstallsanalyse i de tre neste kapitlene. Jeg som analytiker vil ha et investororientert perspektiv, hvor jeg ønsker å finne ut hva selskapet har levert historisk. En investororientert analyse vil si at jeg som analytiker skal gjennomføre en forholdstallsanalyse hvor jeg identifiserer risikoen i selskapet og lønnsomheten selskapet har levert. Men jeg må tilpasse resultatregnskapet slik at regnskap og balanse fokuserer på verdiskapningen og virkelig verdig i balansen. Dette er nødvendig for at regnskapsinformasjonen skal ha riktig grunnlag for risiko- og lønnsomhetsanalyse. Jeg vil deretter ta med meg de viktigste resultatene og faktorene fra forholdstallsanalysen når jeg skal lage et framtidsbudsjett for SalMar i kapittel 11. Først må jeg presisere noen forutsetninger for analysen, analyseperiode, analysenivå og bransjeutvalg (Knivsflå, K. 2012-3).

#### 6.1.1. Analyseperiode

I regnskapsanalysen er jeg avhengig av å vite om selskapet har utviklet seg stabilt over tid, eller om selskapet har vært gjennom en labil tidsperiode. Jeg vil i min analyse bruke en analyseperiode på 6 år fordi selskapet har vært gjennom en ustabil tidsperiode. SalMar startet sin virksomhet i 1991, har gjennom 1990- og 2000-tallet hatt en sterk vekst og gjennomført flere oppkjøp. Selv om næringen har vært preget av fusjoner og oppkjøp, og flere av konkurrentene har gjennomført samme vekst, vil jeg ikke generalisere denne perioden som stabil for næringen. I 2005 begynte SalMar å føre resultatregnskapet etter IFRS. I forbindelse med børsnotering i 2007 ble det gjennomført en emisjon på 116,6 millioner kroner, for å styrke egenkapital. På dette grunnlaget velger jeg en regnskapsperiode fra 2007-2012. Dette er en kort tidsperiode, men den perioden mener jeg er den mest representativ for en verdsettelse av SalMar. Regnskapsperioden 2007 er tatt med i tallmaterialet for å kunne gjennomføre forholdstallsanalysen. Dersom SalMar hadde hatt en stabil utvikling de siste 10 årene, kunne jeg brukt en lengre tidsperiode for analyse.

### 6.1.2. Analysenivå

SalMar innehar hele verdikjeden i oppdrett av laks. Virksomhetsområdene smolt, oppdrett, slakting & foredling og salg & distribusjon er alle en del av lakseproduksjonen. Ingen av forretningsområdene skiller seg ut i fra hovedvirksomheten til selskapet, og analysen gjøres derfor på konsernnivå.

### 6.1.3. Bransjesammenlikning

Komparative selskaper er oppdrettsselskap som konkurrer på de samme premisene og rammebetingelsene som SalMar. For analysen vil jeg utarbeide et bransjegjennomsnitt av de største konkurrentene til SalMar, og SalMar inkluderes i bransjegjennomsnittet. Benchmarken vil jeg bruke for å kunne sammenlikne resultatene SalMar har oppnådd, og dermed kunne avdekke et godt eller dårlig resultat. Selskapene som brukes i bransjegjennomsnittet er alle børsnoterte oppdrettsselskaper, og er Marine Harvest, Lerøy Seafood Group, Grieg Seafood og Cermaq.

## 6.2. Trailing av årsregnskap

Etter ISA 34 er børsnoterte selskaper pålagt av IFRS å levere kvartalsrapporter. I skrivende stund er 1.kvartalstall for 2013 offentliggjort, men utviklingen for resten av 2013 er ukjent. For at risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse senere i oppgaven skal bygge på den nyeste informasjonen og de mest oppdaterte tallene trailer jeg regnskapet for 2013. Ideelt sett ville trailingen blitt bedre med flere kvartalsrapporter for året 2013. Men da 1.kvartal er kjent bruker jeg regnskapet for 2012 og 1.kvartal 2013, og trailer regnskapet etter metoden under:

$$2013T = Q_{1T} + Q_{2t-1} + Q_{3t-1} + Q_{4t-1}$$

Beregningen her sier at 1.kvartal 2013 pluss de tre siste kvartalene for 2012 utgjør regnskapet for 2013. SalMar utgir kvartalsrapport som ikke inneholder detaljert regnskapsinformasjon. Dette gjør at noen poster blir utarbeidet etter prosentandel fra sist periode eller året før.

Samtidig er det nødvendig å justere for vekst forskjellen mellom 1.kvartal 2012 og 1.kvartal 2013. Her bruker jeg vekstjustering formel (6.1), (Knivsflå, K. 2012-2). Utarbeidet trailing for 2013 følger i tabell 6-1, og et detaljert trailing-regnskap er vedlagt i appendix tabell-1.

$$R_{2013T} = R_{Q1\ 2013} + (1 + g) \times (R_{Q1-Q4\ 2012} - R_{Q1\ 2012}) \quad (6.1)$$

1.kvartal 2013 har fortsatt veksten der 2012 sluttet i laksemarkedet. Prisen på laks har steget mye, men den er ikke forventet å holde seg på dette nivået i 2013. Derfor velger jeg å overstyre noen av den høye veksten. Jeg nedjusterer inntektsøkning fra 58 % til 12 % og kostnadsøkning fra 45 % til 15 %. Jeg velger et litt høyere kostnadsnivå på grunnlag av økt kostnadsnivå i bransjen. Postene annen driftskostnad og avskrivninger på varige driftsmidler og immaterielle eiendeler har også en høy vekst, og jeg å nedjustere veksten slik at den øker med samme vekst som for driftsresultatet.

Jeg velger å trekke ut regnskapsposter som kan karakteriseres som unormale poster, altså regnskapstall som med lav sannsynlighet vil returnere neste periode.

Jeg velger allikevel å inkludere verdijustert biomasse i trailing året fordi SalMar fører regnskap etter IFRS som tillater verdijustering til virkelig verdi for biologiske eiendeler, og selskapet allerede har verdijustert i 1.kvartal.

Skattekostnaden for 2013T beregnes etter formel (6.2). Skattekostnaden for 2013 er summen av skatt på driftsresultat og finanskostnader, korrigert for skatt på finansinntekter. Jeg bruker normal bedriftsbeskatning 28 %, og finansinntekter utover fritaksmetoden beskattes med 14 % (på grunn av ny uttaksmodell), (Knivsflå, K. 2012-2). Driftsskattesatsen  $dss$  beregnes fra gjennomsnittlig driftsskattekostnad fra 2011 til 2012, formel (6.3).

$$SK_t = dss * (DR + UDR) + 14 \% (FI - UFR) - 0,28 * FK \quad (6.2)$$

$$dss_t = \frac{(SK_t - 14 \% * (FI_t - UFR_t) + 28 \% * FK_t)}{DR_t + UDR_t} \quad (6.3)$$

SK = skattekostnad

dss = driftsskattekostnad

UFR= unormalt finansresultat

DR = driftsresultat

FI= finansinntekt

FK= finanskostnad

UDR = unormalt driftsresultat

## 6.3.Presentasjon av regnskapsdata

### 6.3.1. Årsregnskap 2007-2013T

Dette er en presentasjon av det historiske regnskapet til SalMar, inkludert trailing for 2013T. Regnskapet vil være tallmateriale for videre regnskapsanalyse, hvor jeg i neste avsnitt skal gjennomføre en omgruppering av resultatregnskap levert fra SalMar.

Årsregnskap SalMar	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2013T
IFRS-NOK (1 000 kr)							
Salgsinntekt	1 665 530	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 795 746	4 168 233	5 023 894
Annen driftsinntekt- normalt	12 157	10 014	1 042	29 564	33 299	36 567	51 446
<b>= Driftsinntekt</b>	<b>1 677 687</b>	<b>1 714 256</b>	<b>2 377 304</b>	<b>3 429 432</b>	<b>3 829 045</b>	<b>4 204 800</b>	<b>5 075 339</b>
Varekostnad inkl. endring av varelager	788 902	818 172	1 136 878	1 611 683	1 977 268	2 074 800	2 503 995
Lønnskostnad	217 808	240 393	265 517	313 290	391 745	483 200	566 320
Annen driftskostnad- normalt	191 270	253 701	311 973	402 453	705 891	886 000	940 500
Avskrivning på varige driftsmidler og imm.	50 671	55 225	66 578	93 962	132 000	170 200	193 808
<b>= Driftsresultat før unormale poster</b>	<b>429 036</b>	<b>346 765</b>	<b>596 358</b>	<b>1 008 044</b>	<b>622 141</b>	<b>590 600</b>	<b>870 716</b>
Verdijustering biomasse	94 234	-32 996	-4 624	181 023	-356 693	290 400	145 475
Merverdier varelager fra oppkjøp	17 641	9 303	0	33 587	20 259	0	
Nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	0	0	11 600	1 668	543	0	0
Tapskontrakter- unormal					3 635	62 400	0
Særskilte biologiske hendelser- unormal				0	-60 070	-54 600	0
<b>= Driftsresultat</b>	<b>505 629</b>	<b>304 466</b>	<b>580 134</b>	<b>1 153 812</b>	<b>188 211</b>	<b>764 000</b>	<b>1 016 191</b>
Nettoreultat i tilknyttede selskaper - normal	31 600	12 248	56 769	147 365	97 999	93 900	0
Nettoreultat i tilknyttede selskaper - unormal							
Finansinntekt - normal	4 706	3 485	330	5 639	5 276	2 956	3 032
Finanskostnad- normal	47 104	72 178	32 078	49 597	98 791	150 224	154 439
Unormalt finansresultat	-13 571	-13 319	28 947	3 564	-32 218	23 004	0
<b>Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>481 260</b>	<b>234 702</b>	<b>634 102</b>	<b>1 260 783</b>	<b>160 477</b>	<b>733 636</b>	<b>864 785</b>
Skattekostnad - normal	129 431	65 874	163 217	302 667	13 106	125 500	159 014
Skattekostnad - unormal							0
<b>Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>351 829</b>	<b>168 828</b>	<b>470 885</b>	<b>958 116</b>	<b>147 371</b>	<b>608 136</b>	<b>705 771</b>
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet							
Netto minoritetsresultat	-49	249	16	11 300	2 517	14 100	56 052
<b>= Åresresultat</b>	<b>351 878</b>	<b>168 579</b>	<b>470 869</b>	<b>946 816</b>	<b>144 854</b>	<b>594 036</b>	<b>649 719</b>

Tabell 6-1: Resultatregnskap 2007-2012, inkludert trailing av 2013

### 6.3.2. Balanse

Det er også nødvendig med trailing balansen for 2013, på lik linje med regnskapet for 2013. Balansen for 2013 er lik 1.kvartals balanse 2013. Som jeg påpekte i avsnittet over, utgir ikke SalMar detaljert balanseinformasjon. Dette gjør at noen poster blir utarbeidet etter prosentandel fra sist periode eller året før.

#### **Eiendeler**

Eiendeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
<b>Anleggsmidler</b>							
Konsesjoner, patenter og lignende	1 009 335	914 116	935 916	1 315 218	1 483 752	1 702 152	1 701 352
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-	-
Goodwill	69 139	196 932	205 458	372 710	433 348	433 348	433 348
<b>= Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>1 078 474</b>	<b>1 111 048</b>	<b>1 141 374</b>	<b>1 687 928</b>	<b>1 917 100</b>	<b>2 135 500</b>	<b>2 134 700</b>
<b>Varige driftsmidler</b>							
Tomter, bygninger og fast eiendom	58 342	66 864	102 624	179 364	206 409	233 732	245 455
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	273 569	319 847	403 979	636 720	845 581	947 824	934 281
Skip, transport og lignende	16 311	29 374	26 684	55 951	74 455	87 247	89 864
<b>= Sum varige driftsmidler</b>	<b>348 222</b>	<b>416 085</b>	<b>533 287</b>	<b>872 035</b>	<b>1 126 445</b>	<b>1 268 803</b>	<b>1 269 600</b>
<b>Finansielle anleggsmidler</b>							
Investering i tilknyttet selskap	258 203	257 615	268 508	866 809	918 868	962 554	1 006 174
Investering i aksjer og andler	1 001	975	1 025	1 426	762	798	805
Pensjonsmidler	1 119	1 637	4 904	3 901	2 023	2 492	2 793
Andre fordringer	7 530	5 485	12 720	12 276	4 609	5 012	4 828
<b>= Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>267 853</b>	<b>265 712</b>	<b>287 157</b>	<b>884 412</b>	<b>926 262</b>	<b>970 856</b>	<b>1 014 600</b>
<b>= Sum anleggsmidler</b>	<b>1 694 549</b>	<b>1 792 845</b>	<b>1 961 818</b>	<b>3 444 375</b>	<b>3 969 807</b>	<b>4 375 159</b>	<b>4 418 900</b>
<b>Omløpsmidler</b>							
Biologiske eiendeler	905 675	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788	1 986 200	2 014 989
Andre varer	63 979	97 768	103 176	128 973	227 935	303 700	243 612
<b>= Sum varer</b>	<b>969 654</b>	<b>1 069 222</b>	<b>1 114 694</b>	<b>1 709 907</b>	<b>1 648 723</b>	<b>2 289 900</b>	<b>2 258 601</b>
<b>Fordringer</b>							
kundefordringer	124 325	148 596	252 155	409 707	505 280	660 900	634 600
Fordringer morselskap	165	552	84	-	-	-	-
Andre fordringer	57 321	33 604	73 163	136 266	144 993	245 501	199 000
<b>= Sum fordringer</b>	<b>181 811</b>	<b>182 752</b>	<b>325 402</b>	<b>545 973</b>	<b>650 273</b>	<b>906 401</b>	<b>833 600</b>
<b>Bankinnskudd og kontanter</b>	<b>47 809</b>	<b>23 541</b>	<b>148 424</b>	<b>107 062</b>	<b>47 621</b>	<b>55 300</b>	<b>63 000</b>
<b>= Sum omløpsmidler</b>	<b>1 199 274</b>	<b>1 275 515</b>	<b>1 588 520</b>	<b>2 362 942</b>	<b>2 346 617</b>	<b>3 251 601</b>	<b>3 155 201</b>
<b>= Sum eiendeler</b>	<b>2 893 823</b>	<b>3 068 360</b>	<b>3 550 338</b>	<b>5 807 317</b>	<b>6 316 424</b>	<b>7 626 760</b>	<b>7 574 101</b>

Tabell 6-2: Eiendeler i balansen



## Egenkapital og gjeld

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
<b>Egenkapital og gjeld</b>							
<b>Innskutt egenkapital</b>							
Aksjekapital	25 750	25 750	25 750	25 750	25 750	28 325	28 325
Egne aksjer	-	-150	-350	-350	-325	-325	-325
Overkursfond	112 880	112 880	112 880	112 880	112 880	415 286	425 833
Annen innskutt egenkapital	6 547	15 551	20 454	25 685	38 337	49 957	39 967
= Sum innskutt egenkapital	145 177	154 031	158 734	163 965	176 642	493 243	493 800
<b>Opptjent egenkapital</b>							
Fond	1 176 832	1 160 184	1 540 158	2 187 391	1 915 741	2 338 170	2 613 500
= Sum opptjent egenkapital	1 176 832	1 160 184	1 540 158	2 187 391	1 915 741	2 338 170	2 613 500
Minoritetsinteresser	649	898	914	118 011	122 228	136 300	28 600
= Sum egenkapital	1 322 658	1 315 113	1 699 806	2 469 367	2 214 611	2 967 713	3 135 900
<b>Gjeld</b>							
<b>Annen langsiktig gjeld og forpliktelser</b>							
Pensjonsforpliktelser	2 741	5 233	5 784	1 714	1 213	528	568
Utsatt skatt	460 067	481 813	498 508	761 633	738 475	872 398	852 846
Gjeld til kredittinstitusjoner	687 336	758 171	746 071	1 760 567	2 028 537	2 098 240	2 163 400
Leasinggjeld	77 721	65 764	68 070	108 606	173 460	125 188	92 087
= Sum avsetninger for forplikt	1 227 865	1 310 981	1 318 433	2 632 520	2 941 685	3 096 354	3 108 900
<b>Kortsiktig gjeld</b>							
Gjeld til kredittinstitusjoner	88 394	183 999	118 073	51 431	501 754	596 300	544 083
Leverandørgjeld	98 713	133 022	204 394	351 042	412 802	762 765	674 561
Betalbar skatt	89 867	46 271	146 293	148 088	66 399	6 921	7 440
Skyldig offentlige avgifter	22 076	19 137	19 710	48 023	52 980	43 192	46 431
Annen kortsiktig gjeld	44 250	59 837	43 627	106 845	126 195	153 515	56 786
= Sum kortsiktig gjeld	343 300	442 266	532 097	705 429	1 160 130	1 562 693	1 329 301
= Sum gjeld	1 571 165	1 753 247	1 850 530	3 337 949	4 101 815	4 659 047	4 438 201
= Sum egenkapital og gjeld	2 893 823	3 068 360	3 550 336	5 807 316	6 316 426	7 626 760	7 574 101

Tabell 6-3: Egenkapital og gjeld I balansen

## **6.4. Omgruppering av resultatregnskap**

### ***Fokus på verdiskapning og verdiutdeling***

Det er ofte flere interessenter for regnskapsinformasjonen som børsnoterte selskaper leverer; långivere, egenkapitalinvestorer, skattemyndigheter, med flere. De ulike brukerne av regnskapet har ofte ulike perspektiv på hva som er viktig og relevant informasjon. Dagens regnskap og balanse er utarbeidet etter IFRS, og har et kreditorrettet perspektiv. Kreditor ønsker et konservativt syn på regnskapsføringen og balansen føres etter historisk kost. For kreditor er det viktig å få fram risiko i selskapet. Egenkapitalinvestor vil ha mer verdirelevant regnskapsinformasjon og virkelige verdien i balansen. Investorer vil ha gode estimat på rentabiliteten til egenkapitalen, og hvor verdiene skapes i bedriften (Knivsflå, K. 2012-3).

Jeg startet kapittelet med å forklare at jeg som analytiker vil ha et investororientert perspektiv. Dette gjør at jeg fokuserer på verdiskapning og ønsker å vite den virkelige verdi som er i selskapet. Jeg skal senere i oppgaven gjennomføre risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse, og trenger derfor å omgruppere regnskapet slik at regnskapet er tilpasset mitt perspektiv.

Omgruppering gjøres for finne relevante regnskapsinformasjonen for våre brukere (altså investor). Det omgrupperte regnskapet vil ha fokus på verdiskapning fra normal drift og verdiutdeling til både kreditor og egenkapitalinvestoren. En omgruppering vil ikke påvirke regnskapsinformasjonen. Omgrupperingen følger i fire steg (Knivsflå, K. 2012-3):

#### **6.4.1. Utbytte omklassifiseres fra gjeld til egenkapital**

Etter god regnskapsskikk (NGRS) skal utbytte trekkes ut av egenkapitalen, og føres som kortsiktig gjeld i balansen. Utbytte er klassifisert som kortsiktig gjeld fram til utbetalingsdato. Når utbyttet er ført som gjeld, vil en regnskapsanalyse bli påvirket av denne føringen. Eierne vil da stå i gjeld til seg selv, og vil gi feil i både risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse. Etter IAS 10 skal foreslått utbytte trekkes ut av egenkapitalen og resultatføres, dermed vil det ikke være behov for justering av utbytte. Da SalMar fører regnskap etter IFRS i hele den aktuelle analyseperioden, vil det ikke være nødvendig med justering av utbytte. Dersom SalMar hadde ført regnskapet etter NGRS skulle utbytte blitt ført tilbake til egenkapitalen.

### 6.4.2. Finne fullstendig nettoresultat til egenkapital

Jeg må identifisere fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for å avdekke om det er endringen i egenkapitalen utover årsresultatet. De kjente variablene i formel 6.4 er egenkapital, derfor skal jeg i dette avsnittet beregne fullstendig nettoresultat (FNR) og netto betalt utbytte (NBU), (6.4).

$$EK_{31.12} = EK_{01.01} + FNR - NBU \quad (6.4)$$

EK= egenkapital

FNR = fullstendig nettoresultat

NBU = netto betalt utbytte

#### 6.4.2.1. Netto utbetalt utbytte

Netto utbetalt utbytte er transaksjoner gjort med eierne av selskapet, det vil si om eierne har tatt utbytte eller gjort endringer på egenkapital i perioden. Netto betalt utbytte identifiseres fra årsregnskapet under endringer i egenkapitalen.

Netto utbetalt utbytte	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>NOK (1 000 kr)</b>						
+ Betalt utbytte	-	113 300	40 960	223 520	409 740	202 900
- Kapitalinnskudd	112 880					
+ Kapitaluttak	7 297	9 004	4 903	47 416	18 273	
+ Kjøp av egne aksjer		18 693	35 376			
- Salg av egne aksjer					3 900	303 400
= Netto utbetalt utbytte	-105 583	140 997	81 239	270 936	424 113	-100 500

Tabell 6-4: Netto utbetalt utbytte

#### 6.4.2.2. Fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) er summen av årsresultat, dirty surplus og annen fullstendig resultatposter formel (6.5). For å finne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen må jeg identifisere annen fullstendig resultatposter og deretter føringer gjort direkte mot egenkapital (dirty surplus).

$$FNR = \text{\AA}RE + AFR + DSP \quad (6.5)$$

FNR = fullstendig nettoresultat

AFR = annet fullstendig resultat

\AA RE = årsresultat

DSP = dirty surplus

Annen fullstendig resultat (AFR) er poster som vi finner under føring av utvidet resultatregnskap. IAS 1 gir adgang til å føre andre inntekter og kostnader som ikke er regulert av IFRS utenfor årsregnskapet. I utvidet årsresultat finner jeg at hovedposten til AFR er knyttet til omregningsdifferanse i tilknyttede selskapet og datterselskap. Utover det er det mindre transaksjoner.

Annen fullstendig resultat (AFR)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NOK (1 000 kr)						
Omregningsdifferanse i tilknyttede selskaper	-34488	-15953	-20384	-27546	1544	-39900
Utvidede resultatposter i tilknyttede selskap	75					-2100
Omregningsdifferanse i datterselsk	16	1023	-658	416	-82	-300
Valutakursdifferanse på nettoinvestering i utenlandsk enhet					480	
Reklassifisering sikringsinstrumenter				-6899		-400
Endring i virkelig verdi av sikringsinstrument			2205			
= Sum annen fullstendig resultat (AFF)	-34397	-14930	-18837	-34029	1942	-42700

Tabell 6-5: Annen fullstendig resultatelement for SalMar

Når jeg nå har funnet annen fullstendig resultat og netto utbetalt utbytte, og kan jeg identifisere dirty surplus. Ved å sette formel (6.5) inn i (6.4), kan jeg beregne dirty surplus etter formel (6.6).

$$DSP = EK_{31.12} - EK_{01.01} - \dot{A}RE - AFR + NBU \quad (6.6)$$

Dirty surplus (DSP) er inntekter eller kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen i balanse, og postene har ikke blitt ført i resultatregnskapet. Slik føring er brudd på RL § 4-3 kongruensprinsippet, som sier at alle inntekter og kostnader skal regnskapsføres. Dirty surplus vil forstyrre en lønnsomhetsanalyse, og derfor vil jeg resultatføre disse postene. Føringer som er vanlig å finne i dirty surplus er (Penman, 2010):

1. Urealisert gevinst og tap på aksjer for salg
2. Gevinst og tap i valutatransaksjoner
3. Gevinst og tap på derivater

Endring i egenkapitalen	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)							
Egenkapital 01.01	<b>884 517</b>	<b>1 322 009</b>	<b>1 314 215</b>	<b>1 698 892</b>	<b>2 351 356</b>	<b>2 092 383</b>	<b>2 831 413</b>
<b>Årsresultat</b>	351 878	168 579	470 869	946 816	144 854	594 036	649 719
<b>Annen fullstendig resultat</b>	-34 397	-14 930	-18 837	-34 029	1 942	-42 700	0
<b>Netto betalt utbytte</b>	-105 583	140 997	81 239	270 936	424 113	-100 500	300 000
<b>Dirty Surplus</b>	14 428	-20 446	13 884	10 613	18 344	87 194	-73 832
Egenkapital 31.12	<b>1 322 009</b>	<b>1 314 215</b>	<b>1 698 892</b>	<b>2 351 356</b>	<b>2 092 383</b>	<b>2 831 413</b>	<b>3 107 300</b>

Tabell 6-7: Endringer i egenkapitalen

Jeg har nå beregnet alle variablene som inngår i fullstendig nettoresultat og dermed påvist endringen i egenkapitalen, formel (6.5).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Årsresultat</b>	<b>351 878</b>	<b>168 579</b>	<b>470 869</b>	<b>946 816</b>	<b>144 854</b>	<b>594 036</b>
<b>Annen fullstendig resultat</b>	-34 397	-14 930	-18 837	-34 029	1 942	-42 700
<b>Dirty surplus</b>	14 428	-20 446	13 884	10 613	18 344	87 194
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	331 909	133 203	465 916	923 400	165 140	638 530

Tabell 6-8: Fullstendig nettoresultat til egenkapital

#### 6.4.3. Fordele og identifisere unormale poster i drift og finans

Neste skritt i omgrupperingen er å skape et skille mellom verdiskapningen i den daglige driften og resultat fra finansieringen. Det er spesielt verdiskapningen i den daglige driften som investor ønsker å vite. Verdiskapning fra drift knytter seg til de resursene som bedriften tar i bruk i den daglige produksjonen av oppdrettslaks som salgsinntekt, varekostnad, lønnskostnad og andre normale driftskostnader. Finansrelaterte poster knytter seg til resultat fra investeringer og kostnad på finansiell gjeld. I tabell 6-18 omgruppert regnskap og tabell 6-21 omgruppert balanse er dette etablert et skille mellom drift og finans.

### 6.4.3.1. Unormale poster

Det er også nødvendig å dele opp i normale og unormale poster fra selskapet. Dette gjør jeg fordi at unormale poster ikke skal skape støy i en lønnsomhetsanalyse. Her ønsker jeg å fokusere på det normale posten. Normale poster kan defineres som varige eller permanente som vil returnere i framtidig regnskap. Dette er poster som viktig for driften og er sentrale for selskapet.

Unormale poster i regnskapet er poster som med liten sannsynlighet vil returnere i neste periode. Unormale poster er ofte knyttet til uregelmessigheter, og kan gi større utslag i regnskapet. Derfor skal unormale poster ikke være med i regnskapsanalysen eller framtidbudsjettering. For å avdekke unormale poster, må noter og regnskapet leses under ett. I SalMars regnskap er unormale poster både knyttet til drifts- og finansposter.

Unormale driftsposter er nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle, merverdi varelager fra oppkjøp, verdijustering av biomasse og særskilte biologiske hendelser.

<b>Unormale driftsposter</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>
<b>NOK (1 000 kr)</b>							
+ Verdijustering biomasse	94 234	-32 996	-4 624	181 023	-356 693	290 400	145 475
- Merverdier varelager fra oppkjøp	17 641	9 303	0	33 587	20 259	0	0
- Nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	0	0	11 600	1 668	543	0	0
- Tapskontrakter- unormal	0	0	0	0	3 635	62 400	0
+ Særskilte biologiske hendelser- unormal	0	0	0	0	-60 070	-54 600	0
+ Dirty surplus	14 428	-20 446	13 884	10 613	18 344	87 194	-73 832
= <b>Sum unormale driftsrealterteposter</b>	<b>91 021</b>	<b>-62 745</b>	<b>-2 340</b>	<b>156 381</b>	<b>-422856</b>	<b>260 594</b>	<b>71 643</b>

Tabell 6-9: Unormale poster fra driften

Unormale finansposter er tapskontrakter, finansinntekter og kostnader knyttet til gevinst/tap valutaposisjoner. De unormale finanspostene i SalMar's regnskap er knyttet til gevinst og tap på valutaposisjoner, og blir sett på som uregelmessige.

<b>Unormale finansposter</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>
NOK (1 000 kr)							
+ Annen finansinntekt	364	364	30 066	18 495	2 774	50 177	2 000
- Annen finanskostnad	13 935	13 683	1 119	14 931	34 992	27 173	32 635
= <b>Sum unormale finansposter</b>	<b>-13 571</b>	<b>-13 319</b>	<b>28 947</b>	<b>3 564</b>	<b>-32 218</b>	<b>23 004</b>	<b>-30 635</b>

Tabell 6-10: Unormale poster fra finansielle posisjoner

#### 6.4.4. Fordeling av skattekostnad

Til slutt i omgrupperingen ønsker jeg å fordele skattekostnaden på de ulike resultatpostene. Rapportert skattekostnad skal deles i normal og unormal skattekostnad, og mellom drift og finansresultat. Grunnen til jeg vil fordele skattekostnaden er fordi de ulike resultatene fra drift og finans skal bli belastet sin andel skatt. Ved å gjøre dette vil omgruppert resultatregnskap og balanse være tilpasset en forholdstallsanalyse i neste kapittel, som skal gi et bedre svar på risiko og lønnsomhet fra drift og finans.

##### 6.4.4.1. Skatt på finansinntekter og finanskostnader

Bedriftsbeskatningen i Norge har en flat skatt på 28 %. Finanskostnader beskattes med 28 % og jeg bruker en finansinntektsskatt på 14 %.

Da det ikke kommer klart fram i regnskap eller noter hvor finansinntekten kommer fra, vil jeg bruke skattesats på 14 % for finansinntekter. Hadde finansinntekten kommet fra utbytte ville den gått under fritaksmetoden<sup>2</sup>. Netto finansinntekt (NFI) beregnes etter:

$$NFI = (1 - 0,14) * FI \quad (6.7)$$

NFI = netto finansinntekt

FI = finansinntekt

SalMar har finanskostnader knyttet til gjeldsposter, og skattlegges med 28 %. Dette er rentekostnad på gjeld, og bedriften vil få fratrukk for betalt rentekostnad. Netto finanskostnad (NFK) beregnes etter:

$$NFK = (1 - 0,28) * FK \quad (6.8)$$

NFK = netto finanskostnad

FK = finanskostnad

<sup>2</sup> Fritaksmetoden innebærer at selskapsaksjonærer som hovedregel fritas for beskatning for utbytte/gevinst på aksjer, og ikke får fradrag for tap på aksjer. (Kilde: Skatteetaten.no)

Unormalt finansresultat er blant annet knyttet til gevinst/tap i valutaposisjoner, og skattlegges etter fritaksmetoden 0 % på bedriftsnivå.

Skattefordeling	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
<b>NOK (1 000 kr)</b>							
Finanskostnad-normal	47 104	72 178	32 078	49 597	98 791	150 224	154 439
Finanskostnadsskatt, 28 %	13 189	20 210	8 982	13 887	27 661	42 063	43 243
<b>= Netto finanskostnad</b>	<b>33 915</b>	<b>51 968</b>	<b>23 096</b>	<b>35 710</b>	<b>71 130</b>	<b>108 161</b>	<b>111 196</b>
<b>Finansinntekt</b>							
Finansinntekt-normal	4 706	3 485	330	5 639	5 276	2 956	3 032
Finansinntektsskatt, 14 %	659	488	46	789	739	414	425
<b>= Netto finansinntekt</b>	<b>4 047</b>	<b>2 997</b>	<b>284</b>	<b>4 850</b>	<b>4 537</b>	<b>2 542</b>	<b>2 608</b>
<b>Unormale finansposter</b>							
Unormale finansinntekter	364	364	30 066	18 495	2 774	50 177	2 000
Unormale finanskostnader	13 935	13 683	1 119	14 931	34 992	27 173	32 635
<b>= Unormalt finansresultat før skatt</b>	<b>-13 571</b>	<b>-13 319</b>	<b>28 947</b>	<b>3 564</b>	<b>-32 218</b>	<b>23 004</b>	<b>-30 635</b>
Unormal finansinntektsskatt 0 %	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 6-11: Skattefordeling på finansielle poster

#### 6.4.4.2. Skatt på drift

Skatten på driftsrelaterte poster beregnes etter driftsskattesatsen (dss). Driftsskattesatsen er skattekostnaden bedriften betaler i løpet av et år korrigert for skatt på finansposter, dividert på driftsresultat før skatt. Driftsskattesats finner jeg ved forholdstallet mellom driftsrelatert skattekostnad og driftsresultat før skatt, detaljert i formel (6.9). Formelen er ulik (6.3) på grunn her ønsker jeg et skille på normalskattekostnad og skatt på finansposter.

$$dss = \frac{NSK - 14 \% * FI - 14 \% * UFR + 28 \% * FK}{DR + UDR} \quad (6.9)$$

NSK = rapporterte skattekostnad – unormal skattekostnad

FI = normale finansinntekter

UFR = unormalt finansresultat

FK = Finanskostnader

DR = Driftsresultat

UDR = unormalt driftsresultat

For regnskapsperioden 2007 til 2013T, har jeg kalkulert driftsskattesats (dss) for hvert år. Som nevnt er hovedregelen for bedriftsbeskatning i Norge 28 %, men av ulike årsaker ser vi i tabell 6-12 at den vil variere. Variasjonen kan komme av framførbart underskudd og permanente forskjeller vil gi avvik i driftsskattesats.



<b>Driftsskattesats (dss)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>
<b>NOK (1 000 kr)</b>							
+ Normal skattekostnad	129 431	65 874	163 217	302 667	13 106	125 500	159 014
+ Skatt på finanskostnad	13 189	20 210	8 982	13 887	27 661	42 063	43 243
- Skatt på finansinntekt	659	488	46	789	739	414	425
= Sum driftsrelatert skatt	141 961	85 596	172 153	315 765	40 029	167 149	201 832
dss	27,30 %	30,14 %	28,98 %	27,12 %	20,09 %	19,64 %	21,42 %

Tabell 6-12: Årlig skattesats fra driften

Videre kan jeg finne den normaliserte driftsskattesatsen (ndss), som er gjennomsnittlig skattesats over perioden 2007-2013T. SalMar's normaliserte driftsskatesats er 25,39 %. Ved å sammenlikne dss og ndss, finner vi unormal driftsskattesats som skal fordeles på de unormale postene i det omgrupperte regnskapet senere i kapittelet.

$$udss = ndss - dss \quad (6.10)$$

udss = unormal driftsskatesatsen

ndss = normal driftsskatesatsen

dss = driftsskatesatsen

<b>Unormal driftsskattesats (udss)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>
dss	27,30 %	30,14 %	28,98 %	27,12 %	20,09 %	19,64 %	21,42 %
- ndss	24,95 %	24,95 %	24,95 %	24,95 %	24,95 %	24,95 %	24,95 %
= <b>udss</b>	<b>2,34 %</b>	<b>5,18 %</b>	<b>4,03 %</b>	<b>2,16 %</b>	<b>-4,87 %</b>	<b>-5,32 %</b>	<b>-3,54 %</b>

Tabell 6-13: Unormal driftsskattesats

### ***Fordeling av skattekostnad***

Nå kan skattekostnaden fordeles på drift og finans, og mellom unormalt og normale poster. Denne fordelingen vil jeg bruke i framstillingen av omgruppert regnskap i tabell 6-18.

<b>Fordeling av skattekostnad</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>
<b>NOK (1 000 kr)</b>							
Normal skattekostnad	129 431	65 874	163 217	302 667	13 106	125 500	159 014
- Skatt på finansinntekt	659	488	46	789	739	414	425
+ Skatt på finanskostnad	13 189	20 210	8 982	13 887	27 661	42 063	43 243
<b>= Skatt på driftsresultat</b>	<b>141 961</b>	<b>85 596</b>	<b>172 153</b>	<b>315 765</b>	<b>40 029</b>	<b>167 149</b>	<b>201 832</b>
- Skatt på unormalt driftsresultat	24 846	-18 910	-678	42 407	-84 936	51 173	15 344
<b>= Skatt på normalt driftsresultat</b>	<b>117 115</b>	<b>104 506</b>	<b>172 831</b>	<b>273 358</b>	<b>124 965</b>	<b>115 976</b>	<b>186 488</b>
- Unormal skatt på driftsresultat	10 056	17 976	24 019	21 816	-30 281	-31 399	-30 786
<b>= Normal driftsskattekostnad</b>	<b>107 059</b>	<b>86 530</b>	<b>148 812</b>	<b>251 542</b>	<b>155 246</b>	<b>147 375</b>	<b>217 274</b>

Tabell 6-14: Fordeling av årlig skattekostnad

Nå hadde resultatregnskapet vært klart til omgruppering. Men før jeg omgrupperer resultatregnskap og balanse vil jeg i neste avsnitt undersøke regnskapet for målefeil.

## 6.5. Identifisering av målefeil

I starten av kapittel 6 introduserte jeg formålet med dette kapitlet, som er å utarbeide et omgruppert regnskap og balanse som skal være egnet til en forholdstallsanalyse. Det er da viktig at omgruppert resultatregnskap representerer den underliggende økonomiske situasjonen og gir et rettviseende bilde av selskapet, RL § 3-2.

I løpet av et regnskapsår vil det oppstå regnskapsposter som ikke inneholder den underliggende økonomiske verdien, men har et avvik som gjør at den kan klassifiseres som en målefeil. Målefeil kan forklares som støy i regnskapet, som medfører at rentabilitetstall blir påvirket av regnskapsføringen. Det finnes tre ulike typer målefeil, (Knivsflå, K. 2012-6).

- *Målefeil type 1* oppstår når det er avvik mellom ideal regnskapsføring og virkelig verdi.
- *Målefeil type 2* når regnskapsregler tillater føring som gir avvik mellom kost og virkelig verdi.
- *Målefeilen type 3* oppstår når bedriften har ført kreativ regnskapsføring.

Målefeil av type 2 og 3 kan gi store utslag i regnskapet, rentabilitet og verdivurdering av selskapet. Avvik som skyldes målefeil type 2 oppstår som tillatt avvik etter NGRS og IFRS, og hvor selskapet kan selv velge rapportering. Målefeil av type 3 er ikke akseptert, og knyttes ofte til regnskapsmanipulering. Eiere eller ledelse kan ha insentiver til kreativ regnskapsføring er dersom det er behov for å øke inntjeningen eller personer i virksomheten ønsker å maksimere sin egen vinning (Eilifsen et.al. 2010). Etter regnskapsloven og revisorloven §2-1 skal revisor påse at regnskapsmanipulering ikke forekommer i regnskapet.

Justering av målefeil har i det akademiske miljø blitt kritisert, fordi justering av regnskapsposter kan føre til større usikkerhet og mer støy. Kritikerne mener at regnskapsreglene er tilstrekkelig for å vise de underliggende økonomiske forholdene og at det er ledelsen som kjenner deres økonomiske situasjon. Kritikerne mener også at justeringer utover det rapporterte kan påvirker regnskapsinformasjonen negativt.

I min oppgave ønsker jeg å avdekke målefeil av type 1 og 2 som jeg mener vil påvirke oppgaven negativt, og vurdere om disse skal justeres i regnskapet. Målefeil type 3 knyttet til kreativ regnskapsføring, velger jeg å ta hensyn til revisorberetning fra PWC som konkludere med en umodifisert konklusjon.

### **6.5.1. Justering av målefeil type 1**

SalMar fører regnskap etter historisk kostregnskap, med unntak av biologiske eiendeler og valutaterminkontrakter som føres til virkelig verdi (Årsrapport SalMar 2012).

*Biologiske eiendeler* kan etter IAS 41 verdsettes til virkelig verdi når det eksistere et aktiv marked. Dette gjør at verdien av fisk i produksjon kan verdsette til markedspris på balansedatoen. Jeg velger å føre verdijustering av biomasse tilbake til historisk kost. Posten *verdijustering av biomasse* er allerede klassifisert som unormal driftsrelatertpost og regnskapet blir korrigert for denne verdijusteringen. Endring av denne skal ikke påvirke netto resultat til egenkapital, men fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. Netto driftseiendel vil justeres tilbake til kostpris på igangsatt fiskeproduksjon, og blir dermed netto driftseiendeler justert tilsvarende som verdijusteringen har påvirket balansen. Egenkapitalen justeres for motsatt forskjell, da dette ikke er en realisert gevinst.

Pensjonskostnad er i årsregnskapet ført med et estimatavvik som ikke er resultatført. Denne føringen velger jeg og justere. Dermed vil ikke netto pensjonskostnad i balansen være ført til virkelig verdi.

### **6.5.2. Justering av målefeil type 2**

Avvik som skyldes målefeil type 2 oppstår som tillatt avvik etter NGRS og IFRS, selskapet velger å ta i bruk tillatt regnskapsføring som avviker fra virkelig verdi. Avviket gjør at den balanseførte verdien ikke er i samsvar med virkelig verdi, og kan føre til støy i analyse av rentabilitetstall.

SalMar driver virksomhet innenfor forskning og utvikling (FoU). Etter ISA 38 skal utgifter til FoU kostnadsføres direkte, og ikke balanseføres. Jeg ønsker at denne føringen ikke skal påvirke analysen og rentabiliteten, og velger derfor å justere for FoU. Da regnskapstall for 2006 ikke er tilgjengelig vil inngående FoU-kapital vær lik 0. Jeg velger å avskrive FoU kostnaden med en saldoavskrivningssats på 20 %, istedenfor at alle utgifter til FoU kostnadsføres slik ISA 38 pålegger.

Balanseføring av FoU	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)							
Inngående FoU-kapital	0	14 086	23 581	26 179	32 401	31 409	25 127
Utgiftsførte FoU til balanse	17 607	15 391	9 142	14 323	6 860	-	-
= Avskrivningsgrunnlag	17 607	29 477	32 723	40 502	39 261	31 409	25 127
Avskrivning (20 %)	3 521	5 895	6 545	8 100	7 852	6 282	5 025
= Utgående FoU -kapital	14 086	23 581	26 179	32 401	31 409	25 127	20 102

Tabell 6-15: Balanseføring av FOU

### 6.5.3. Oppsummering av målefeil justeringer

Etter gjennomgang av årsregnskapet har jeg avdekket målefeil, og jeg har valgt å justere for disse målefeilene. Dette skal gjøre at omgrupperte resultatregnskapet er bedre egnet for analyse, og skal gi et bedre bilde av den underliggende økonomiske driften av SalMar.

Justering av omgruppert regnskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)							
Reduksjon tilknyttet FoU-utgifter	17 607	15 391	9 142	14 323	6 860	-	-
Avskrivning FoU	3 521	5 895	6 545	8 100	7 852	6 282	5 025
= Virkning på driftsresultat i hovedvirksomhet	14 086	9 496	2 597	6 223	-992	-6 282	-5 025
Endring utsatt skatt etter FoU	3 845	2 862	753	1 687	-199	-1 234	-1 076
= <b>Virkning på netto driftsresultat fra hovedvirksomhet</b>	<b>10 241</b>	<b>6 634</b>	<b>1 845</b>	<b>4 535</b>	<b>-793</b>	<b>-5 048</b>	<b>-3 949</b>
Verdijustering biomasse	-94 234	32 996	4 624	-181 023	356 693	-290 400	-145 475
Ikke resultatført estimatavvik pensjon	-544	-896	650	72	-583	0	0
= Virkning unormalt netto driftsresultat	-94 778	32 100	5 274	-180 951	356 110	-290 400	-145 475
Endring utsatt skatt etter pensjon justering	-148	-270	188	20	-117	0	0
= Virkning på netto driftsresultat fra hovedvirksomhet	-148	-270	188	20	-117	0	0
= <b>Virkning av fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>-94 778</b>	<b>32 100</b>	<b>5 274</b>	<b>-180 951</b>	<b>356 110</b>	<b>-290 400</b>	<b>-145 475</b>

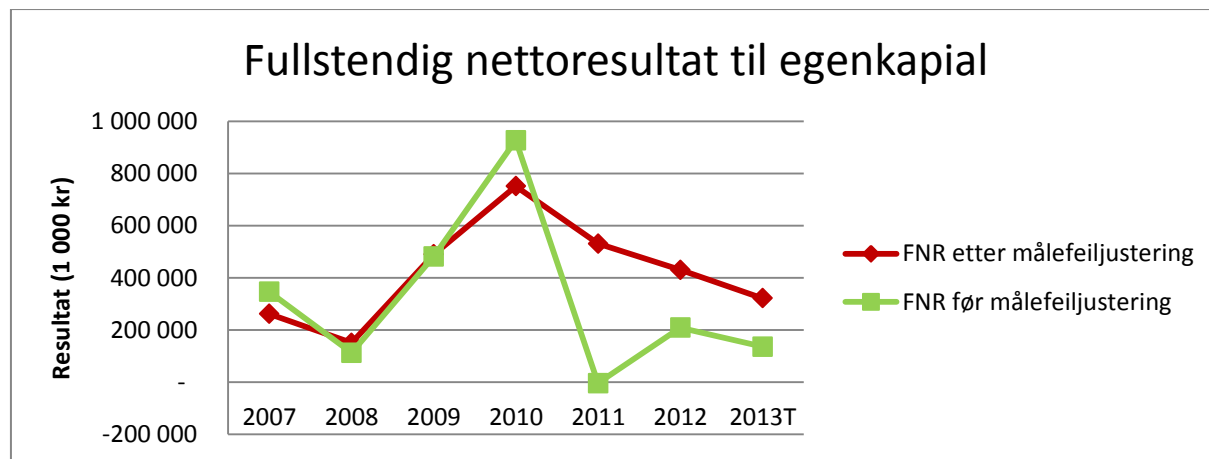
Tabell 6-16: Justering av omgruppert regnskap etter målefeil

Justering av omgruppert balanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)							
<b>Eiendeler</b>							
Verdijustering biomasse eiendeler	-94 234	-61 238	-56 614	-237 637	119 056	-171 344	-316 819
Utgående FoU -kapital	14 086	23 581	26 179	32 401	31 409	25 127	20 102
Estimatavvik pensjonsmidler	-544	-1 440	-790	-718	-1 301	-1 301	-1 301
Endring utsatt skatt (FoU og pensjon)	3 696	2 592	941	1 707	-316	-1 234	-1 076
= Virkning netto driftseiendeler	-76 996	-36 505	-30 284	-204 247	148 848	-148 751	-299 095
<b>Egenkapital og gjeld</b>							
Egenkapital	-73 299	-33 913	-29 343	-202 540	148 531	-149 985	-300 171
Utsatt skatt (FoU og pensjon)	-3 696	-2 592	-941	-1 707	316	1 234	1 076
= Virkning på sysselsatt kapital	-76 996	-36 505	-30 284	-204 247	148 848	-148 751	-299 095

Tabell 6-17: Balanseføring av målefeil

### Oppsummering

Når jeg sammenlikner fullstendig netto resultat til egenkapitalen (FNR) før og etter målefeiljustering figur 6-1, kan vi se at jeg har justert for noe av svingningen og fullstendig nettoresultat til egenkapital er mer jevn. Fremdeles er det store svingninger i FNR, men dette henger sammen med prisen på laks.



Figur 6-1: Effekt av målefeiljustering

## 6.6.Omgruppert resultatregnskap

Etter omgruppering og målefeiljustering kan jeg nå utarbeidet et omgruppert resultatregnskap som fokuserer på verdiskapningen fra drift og finans, og normale og unormale poster. Dette gjør det omgruppert regnskapet klart til forholdstallsanalyse i neste kapittel. Det omgrupperte og justerte resultatregnskapet for SalMar følger under i tabell 6-18.

Omgruppert og justert resultatregnskap		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)								
Driftsinntekter	DI	1 677 687	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 829 045	4 204 800	5 075 339
Driftskostnader	DK	1 234 565	1 357 995	1 778 349	2 415 165	3 207 896	3 620 482	4 209 648
= Driftsresultat i hovedvirksomhet	DRH	443 122	356 261	598 955	1 014 267	621 149	584 318	865 691
Driftsrelatert skatt i hovedvirksomhet	SK	110 756	89 122	149 753	253 249	154 929	146 142	216 197
= Netto driftsresultat fra hovedvirksomhet	NDRH	332 366	267 139	449 202	761 018	466 219	438 177	649 493
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	NTK	31 600	12 248	56 769	147 365	97 999	93 900	-
= Netto driftsresultat	NDR	363 966	279 387	505 971	908 383	564 218	532 077	649 493
Netto finansinntekt	NFI	4 047	2 997	284	4 850	4 537	2 542	2 608
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRSK	368 013	282 384	506 255	913 232	568 756	534 619	652 101
Netto finanskostnad	NFK	33 915	51 968	23 096	35 710	71 130	108 161	111 196
Netto minoritetsresultat	NMR	-49	249	16	11 300	2 517	14 100	56 052
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	334 147	230 167	483 143	866 223	495 109	412 358	484 853
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-59 172	-65 983	-24 710	-112 137	68 174	-5 086	-132 222
Unormalt netto finansresultat	NDFR	-13 571	-13 319	31 152	-3 335	-32 218	23 004	-30 635
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNE	261 404	150 865	489 585	750 751	531 065	430 276	321 996
Netto utbetalt utbytte	NUB	-105 583	140 997	81 239	270 936	424 113	-100 500	30 413
= Endring i egenkapitalen	EE	366 987	9 868	408 346	479 815	106 952	530 776	291 583

Tabell 6-18: Omgruppert og justert resultatregnskap for SalMar ASA

## 6.7.Omgruppering av balanse

Den rapporterte balanse har fokus på likviditet og forfallstid på gjeld (Penman, 2010), og er mer kreditororientert. For å klargjøre balansen til analyse vil jeg omgruppere balansen med tydelig inndeling på driftsrelatert- og finansieringsposter. Her er det viktig å forstå bransjen bedriften er i gjennom den strategiske analysen, og dermed kunne vite hvilke deler som er knyttet til driften av selskapet, (Penman, 2010).

Omgruppering av balansen kan ha fokus på tre ulike kapitaler, totalkapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. For et investororientert perspektiv er det mest aktuelt med en omgruppering på sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Jeg vil bruke netto driftskapital balansen i tabell 6-21 fordi balansen fokuserer på kapitalen investert i den daglige driften, og vil egne seg godt til forholdstallsanalyse. Jeg vil kort presentere de ulike modellene.

### 6.7.1. Totalkapital

Først vil jeg presentere omgruppert balanse på totalkapitalen, hvor driftsrelaterte poster og finansrelaterte poster bli plassert hver for seg. På eiendelsiden vil inndelingen på driftsrelaterte og finansielle eiendeler skape et skille mellom hvilke av eiendelen som brukes i den daglige driften, og ikke. På egenkapital og gjeld vil fokuset også være på drift og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld er ikke-rentebærende gjeld. Finansiell gjeld er finansiering som hentes inn fra kreditor, og er rentebærende gjeld.

Omgruppert totalbalanse		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)								
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	1 640 643	1 741 465	1 866 724	3 279 809	3 787 413	4 158 252	4 185 121
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 069 891	1 202 096	1 400 424	2 040 280	2 437 603	3 045 938	2 801 174
= Driftsrelaterte eiendeler	DRE	2 710 534	2 943 561	3 267 147	5 320 089	6 225 016	7 204 191	6 986 296
Finansielle anleggsmidler	FAM	65 872	72 349	115 344	191 640	211 018	238 744	250 283
Finansielle omløpsmidler	FOM	40 422	15 945	137 562	91 341	29 238	35 074	38 428
= Finansielle eiendeler	FE	106 294	88 294	252 906	282 981	240 256	273 818	288 711
= Totalkapital	TK	2 816 827	3 031 855	3 520 054	5 603 070	6 465 272	7 478 009	7 275 007
Egenkapital	EK	1 248 710	1 280 302	1 669 549	2 148 816	2 240 914	2 681 428	2 807 129
Minoritet	M	649	898	914	118 011	122 228	136 300	28 600
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	459 112	484 454	503 351	761 640	740 004	874 160	854 490
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	254 906	258 267	414 024	653 998	658 376	966 393	785 218
= Driftsrelatert gjeld	DG	714 018	742 721	917 375	1 415 638	1 398 380	1 840 553	1 639 708
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	765 057	823 935	814 141	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 255 487
Kortstiktig finansiell gjeld	KFG	88 394	183 999	118 073	51 431	501 754	596 300	544 083
= Finansiell gjeld	FG	853 451	1 007 934	932 214	1 920 604	2 703 751	2 819 728	2 799 569
= Totalkapital	TK	2 816 827	3 031 855	3 520 052	5 603 069	6 465 274	7 478 009	7 275 006

Tabell 6-19: Omgruppering av balanse fokus på totalkapitalen

### 6.7.2. Sysselsatt kapital

En omgruppering som fokuserer på sysselsatt kapital, vil endre balansens totalkapital. I sysselsatt kapital vil jeg korrigere driftseiendeler med driftsrelatert gjeld, slik at den driftsrelaterte gjeld ikke blir en del av finansieringen og får da netto driftseiendeler. Grunnen til dette er fordi driftsrelatert gjeld er ``rentefritt`` og kostnaden belastes indirekte gjennom varekostnaden i resultatregnskapet. Dermed blir ikke driftsgjelden en del av rentebærende gjeld. Dette skal gi en bedre analyse fordi balanse som er inndelt etter sysselsatt kapital vil få fram den kapital som er innskutt av eierne (inkludert minoritet) og kreditorene.



Omgruppert syselsattkapital		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)								
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	1 640 643	1 741 465	1 866 724	3 279 809	3 787 413	4 158 252	4 185 121
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	459 112	484 454	503 351	761 640	740 004	874 160	854 490
= Netto driftsrelatert anleggsmidler	NDA	1 181 531	1 257 011	1 363 373	2 518 169	3 047 409	3 284 093	3 330 631
Driftsrealterte omløpsmidler	DOM	1 069 891	1 202 096	1 400 424	2 040 280	2 437 603	3 045 938	2 801 174
Kortsiktig driftsrealtert gjeld	KDG	254 906	258 267	414 024	653 998	658 376	966 393	785 218
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	814 985	943 829	986 400	1 386 282	1 779 227	2 079 545	2 015 956
= Netto driftseiendeler	NDE	1 996 516	2 200 840	2 349 772	3 904 451	4 826 635	5 363 638	5 346 588
Finansielle anleggsmidler	FAM	65 872	72 349	115 344	191 640	211 018	238 744	250 283
Finansielle omløpsmidler	FOM	40 422	15 945	137 562	91 341	29 238	35 074	38 428
= Finansielle eiendeler	FE	106 294	88 294	252 906	282 981	240 256	273 818	288 711
= Sysselsatt eiendeler	SE	2 102 810	2 289 134	2 602 679	4 187 432	5 066 891	5 637 456	5 635 299
Egenkapital	EK	1 248 710	1 280 302	1 669 549	2 148 816	2 240 914	2 681 428	2 807 129
Minoritet	M	649	898	914	118 011	122 228	136 300	28 600
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	765 057	823 935	814 141	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 255 487
Kortstiktig finansiell gjeld	KFG	88 394	183 999	118 073	51 431	501 754	596 300	544 083
= Finansiell gjeld	FG	853 451	1 007 934	932 214	1 920 604	2 703 751	2 819 728	2 799 569
= Sysselsatt kapital	SK	2 102 810	2 289 134	2 602 677	4 187 431	5 066 893	5 637 456	5 635 298

Tabell 6-20: Omgruppering av balanse fokus på syselsattkapital

### 6.7.3. Netto driftskapital

Balansen kan også omgrupperes til netto driftskapital, som er kapitalen investert i den daglige driften. Dette gjøres ved å finne netto finansiell gjeld, som er finansiell gjeld korrigert for finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene er verdier som bedriften ikke bruker i driften, og er verdier utover det som trengs for driften.

Omgruppert netto driftskapital		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
NOK (1 000 kr)								
Netto driftsrelatert anleggsmidler	DAM	1 640 643	1 741 465	1 866 724	3 279 809	3 787 413	4 158 252	4 185 121
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	459 112	484 454	503 351	761 640	740 004	874 160	854 490
= Netto driftsrelatert anleggsmidler	NDA	1 181 531	1 257 011	1 363 373	2 518 169	3 047 409	3 284 093	3 330 631
Driftsrealterte omløpsmidler	DOM	1 069 891	1 202 096	1 400 424	2 040 280	2 437 603	3 045 938	2 801 174
Kortsiktig driftsrealtert gjeld	KDG	254 906	258 267	414 024	653 998	658 376	966 393	785 218
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	814 985	943 829	986 400	1 386 282	1 779 227	2 079 545	2 015 956
= Netto driftseiendeler	NDE	1 996 516	2 200 840	2 349 772	3 904 451	4 826 635	5 363 638	5 346 588
Egenkapital	EK	1 248 710	1 280 302	1 669 549	2 148 816	2 240 914	2 681 428	2 807 129
Minoritet	M	649	898	914	118 011	122 228	136 300	28 600
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	765 057	823 935	814 141	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 255 487
- Finansielle anleggsmidler	FAM	65 872	72 349	115 344	191 640	211 018	238 744	250 283
= Langsiktig netto finansiell gjeld	LNFG	699 185	751 586	698 797	1 677 533	1 990 979	1 984 684	2 005 204
- Kortstiktig finansiell gjeld	KFG	88 394	183 999	118 073	51 431	501 754	596 300	544 083
- Finansielle omløpsmidler	FOM	40 422	15 945	137 562	91 341	29 238	35 074	38 428
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	KNFG	47 972	168 054	-19 489	-39 910	472 516	561 226	505 654
= Netto finansiell gjeld	NFG	747 157	919 640	679 308	1 637 623	2 463 495	2 545 910	2 510 858
= Netto driftskapital	NDK	1 996 516	2 200 840	2 349 770	3 904 450	4 826 637	5 363 638	5 346 587

Tabell 6-21: Omgruppering av balanse fokus på netto driftskapital

## 7. Analyse av forholdstall

Regnskapsanalysen fra kapittel 6 viser verdiskapningen fra den daglige driften og verdiutdeling fra selskapet. Det omgrupperte regnskapet og balansen representerer absolutte tall, og ut i fra disse tallen er det vanskelig å trekke noen gode konklusjoner om de underliggende økonomiske forholdene i bedriften. Absolutte tall bør sees i forhold til for eksempel investert kapital, for at vi skal kunne trekke informative slutninger (Knivsflå, K. 2012-13). Det omgrupperte resultatregnskapet gir et grunnlag for en forholdstallsanalyse, som kan gi videre innsikt i den økonomiske risiko, kravet til avkastning for selskapet og lønnsomheten. Jeg velger å dele forholdstallsanalyse i risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse. Analysen av risikoen skal kartlegge den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen til selskapet, mens lønnsomhetsanalyse ser på avkastningen fra selskapet.



Figur 7-1: Rammeverk ved forholdstallsanalyse, Kilde: (Knivsflå, K. 2012-12)

Ved bruk av forholdstall ønsker vi å finne det relative forholdet mellom to regnskapstall, som skal gi oss innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. I analysen brukes normaliserte tall fra regnskapsanalysen i kapittel 6.

### *Tidsvekting*

Som tidligere diskutert i oppgaven har SalMar vært gjennom en periode med oppkjøp og vekst. Dette gjør at de siste årene vil være mest representative for selskapet, og jeg velger derfor å vektlegge de siste årene mer.

Tidsvekting	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
Prosent	10 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %

### *Bransjeanalyse*

Benchmark for SalMar og analysen velger jeg å bruke et gjennomsnitt av bransjeutvalget. Bransjesnittet er tidsvektet med samme vekt som SalMar.

## **7.1.Risikoanalyse**

I dette kapittelet vil jeg bruke likviditets- og soliditetsanalyse til å klassifisere risikoen i regnskapet og balansen til SalMar, og jeg vil avslutte kapittelet med sette en samlet karakter på risikoen for SalMar.

Bedriftens totalrisiko er summen av alle prosjekter, avdelinger og investering selskapet har gjort. Totalrisikoen til selskapet kan dekomponeres i systematisk risiko og usystematisk risiko. Systematisk risiko (markedsrisiko) er den risikoen som eksisterer naturlig i markedet og er ikke mulig for investor å diversifisere bort, dette er typisk makroøkonomiske konjunkturer i samfunnet, rentenivå, osv. Usystematisk risiko er risikoen som kan diversifisere bort gjennom å spre investering på ulike aksjer eller ulike kontrakter (Bodie et al. 2009). I analysen er det den systematiske risiko som er relevante.

### **7.1.1. Likviditetsanalyse**

Målet med likviditetsanalysen er å avdekke om SalMar har likvide midler til å betjene sine løpende forpliktelser, altså om selskapet har betalingsevne til de løpende kravene. Likviditetsanalyse fokuser på den kortsiktige kredittrisikoen (Knivsflå, K. 2012-13). Jeg ønsker å beregne likviditetsgrad 1 og 2, finansiell gjeldsdekningsgrad og gjeldsdekningsgrad for SalMar. Beregningen til SalMar vil bli sammenliknet med tilsvarende resultat for bransjen, og vil være en god målestokk (Knivsflå, K. 2012-13).

#### **7.1.1.1. Likviditetsgrad 1**

Likviditetsgrad 1 forteller om bedriften har likvide omløpsmidler til å dekke den kortsiktige gjelden. En økt tilgang på likvide midler vil gjøre at likviditetsgrad 1 vil øke og gir lavere kredittrisiko. Tabell 7.1 og figur 7.1 viser utviklingen til både SalMar og bransjen fra 2008 til 2013T, siste tall er tidsvektet snitt av de ulike årene. Et generelt krav er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Lav likviditetsgrad kan være et tegn på betalingsproblemer, som kan føre til likviditetsskvis for bedriften.

$$LG1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM+FOM}{KDG+KFG} \quad (7.1)$$

OM = omløpsmidler

DOM= driftsrelaterede omløpsmidler

FOM= finansielle omløpsmidler

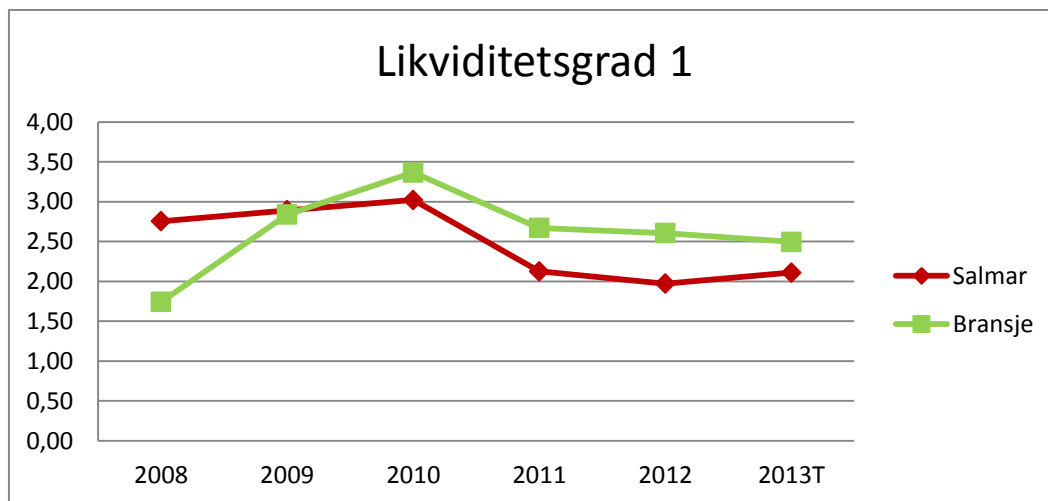
KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

Likviditetsgrad 1	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
SalMar	2,75	2,89	3,02	2,13	1,97	2,11	2,31
Bransje	1,74	2,84	3,37	2,67	2,61	2,50	2,60

Tabell 7-1: Likviditetsgrad 1

SalMar har i begynnelsen av analyseperioden 2008 likviditetsgrad 1 som er større enn 2, og den positive trenden fortsetter til 2010. I 2011 falt likviditeten, og SalMar hadde i 2012 likviditetsgrad 1 under 2. Denne utviklingen skyldes blant annet sterk vekst i leverandørgjelden i både 2011 og 2012. For 2013T viser likviditeten en forbedring som delvis skyldes mindre vekst i leverandørgjeld, og en sterkere vekst i biologiske eiendeler. Forbedringen kan knyttes til oppkjøp og nyinvesteringer, og som har ført til endringer i produksjonen på kort sikt. Dette kan forklare noe av svingningen til likviditetsgrad 1. Likviditetsgrad 1 for bransjen følger stort sett den samme utviklingen, men holder seg stabilt på et høyere nivå. SalMar har en tidsvektet likviditetsgrad 1 på 2,31 som er noe under bransjen, men jeg vil allikevel ikke konkludere med at dette er dårlig.

Jeg vil påpeke at likviditetsgrad 1 til både SalMar og bransjen er høy sammenliknet med median fra 2011 på Oslo Børs som var 1,367. Likviditetsgrad 1 for SalMar er større enn den anbefalte grensen på 2 og dette viser at selskapet har likvide midler som er mer enn 2 ganger større enn den kortsiktige gjelden. På kort sikt er det ingen fare for at bedriften skal få betalingsproblemer.



Figur 7-1: Likviditetsgrad 1

### 7.1.1.2. Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 (LG 2) er forholdet mellom finansielle omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld. Forskjellen fra likviditetsgrad 1 er at driftsrelaterte omløpsmidler er tatt ut, fordi driftsrelaterte omløpsmidler er mindre likvide enn finansielle omløpsmidler.

$$LG\ 2 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG+KFG} \quad (7.2)$$

KG = Kortsiktig gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

FOM= finansielle omløpsmidler

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

Likviditetsgrad 2	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
SalMar	0,04	0,26	0,13	0,03	0,02	0,02	0,06
Bransje	0,23	0,44	0,55	0,49	0,50	0,48	0,47

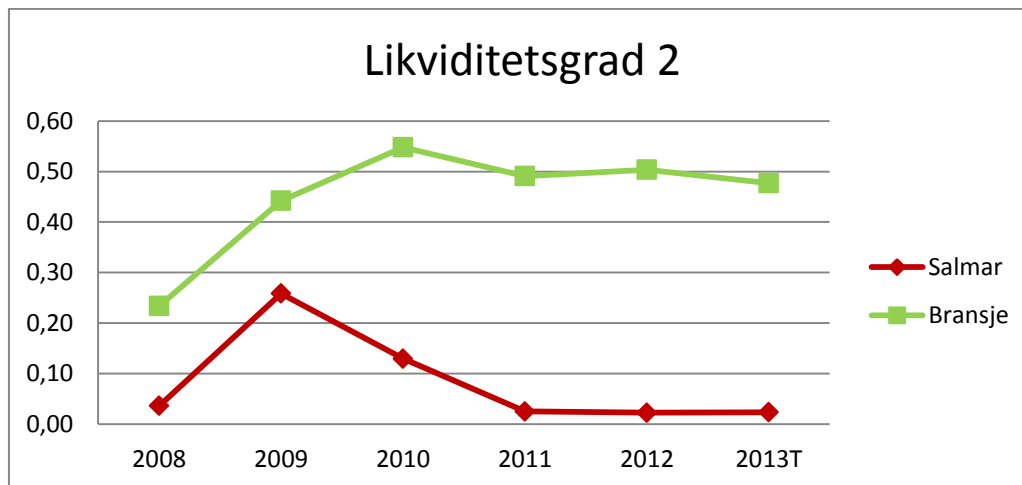
Tabell 7-2: Likviditetsgrad 2

Dette gir store utslag på likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 2 har et lavt nivå både for bransjen og SalMar, men er på et kritisk lavt nivå for SalMar. Likviditetsgrad 2 følger samme trend som likviditetsgrad 1 en positiv utvikling fra 2008 til 2009, men faller påfølgende år. Har hatt en liten økning i 2012. Den lave likviditetsgrad 2 for SalMar forteller at selskapet ikke har stor tilgang på verken kontanter eller overskuddslikviditet. Da også bransjen har et lavt nivå, vil jeg dra fram faktorer som kan forklare noe av dette.

Store deler av omløpsmidlene består av fisk i produksjon eller på fisk på lager, og gjør dermed at selskapene investerer store deler tilgjengelig kapital direkte i produksjonen. Laks er en likvid vare, og som vi skal se fra senere i kapittel 9 så har både SalMar og bransjen en relativ høy omløpshastighet. Dette tolker jeg som at bransjen har tilgang på likviditet dersom de opprettholder god omløpshastighet.

Men den lave tilgangen på finansielle omløpsmidler kan føre SalMar i en kritisk situasjon ved sykdomsutbrudd eller fallende etterspørsel etter lask, og dermed stå med lav tilgang på penger.

Oppdrettsnæringens stadig konsolidering krever tilgang på kapital, og vil naturlig redusere de finansielle omløpsmidlene til selskapene. I balansen er store summer investert i tilknyttet selskaper, og kan forklare noe av den lave tilgangen på overskuddslikviditet.



Figur 7-2: Likviditetsgrad 2

### 7.1.1.3. Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad (FGG) er et mål på om selskapet har finansielle eiendeler som kan innfri den finansielle gjelden.

$$FGG = \frac{FE}{FG} \quad (7.3)$$

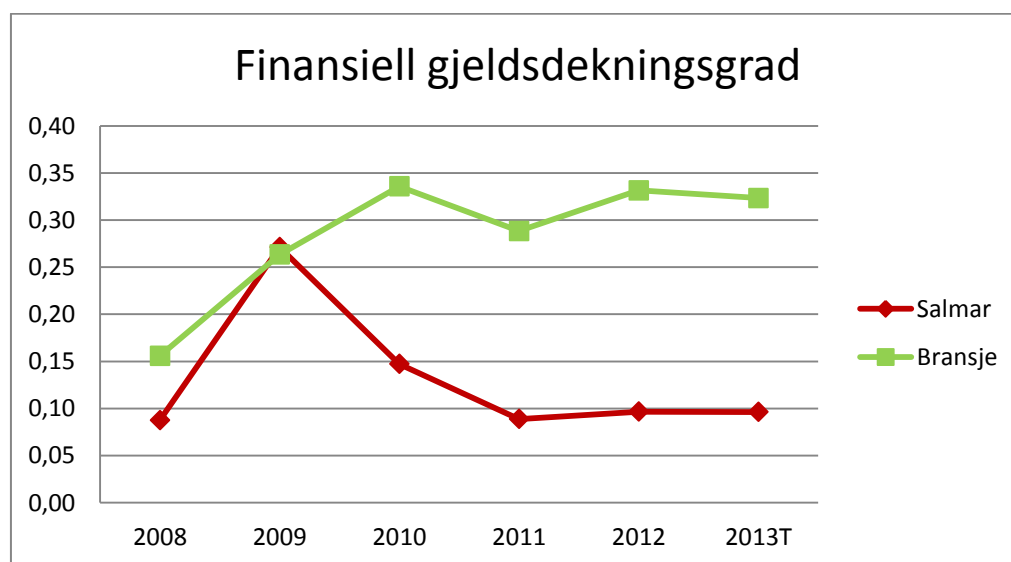
FE = finansielle eiendeler

FG= finansiell gjeld

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
SalMar	0,09	0,27	0,15	0,09	0,10	0,10	0,12
Bransje	0,16	0,26	0,34	0,29	0,33	0,32	0,30

Tabell 7-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad

Beregning av finansiell gjeldsdekningsgrad og balansen til SalMar viser at selskapet har lav tilgang på finansielle eiendeler i hele tidsperioden fra 2008 til 2013T. Finansiell gjeldsdekningsgrad faller kraftig fra 2009, og i 2012 øker den marginalt. Dette er en stor likviditetsrisiko for SalMar, og den utvikler seg negativt i perioden. Sammenlikner vi med bransjen så er den finansielle gjeldsdekningsgraden noe høyere og har en mer stabil trend, men den er også lav for bransjen.



Figur 7-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad

#### 7.1.1.4. Rentedeckningsgrad

Forholdstallet rentedeckningsgrad (rdg) er netto resultat til sysselsatt kapital, dividert på netto rentekostnader. Tallet viser hvor stor andel av resultat som selskapet bruker til å betjene den rentebærende gjelden. Dette er et viktig tall i den kortsiktige kredittanalysen, fordi rentedeckningsgraden forteller hvor mye penger selskapet har bundet opp til rentekostnader. Beregning foretas etter formel 7.4.

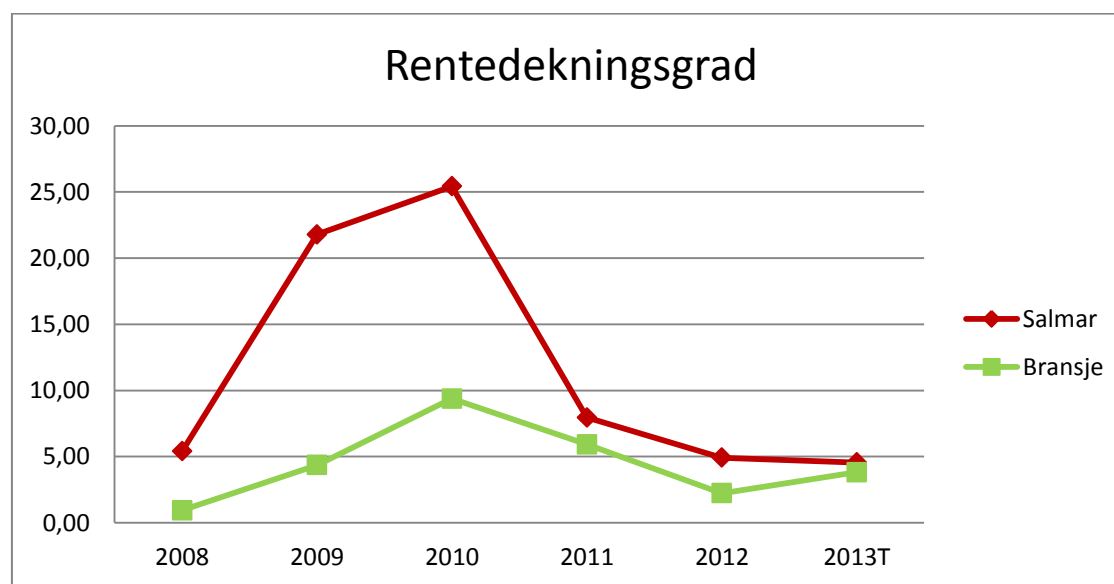
$$rdg = \frac{RSK}{NFK} = \frac{NDR+NFI}{NFK} \quad (7.4)$$

RSK = resultat til sysselsatt kapital    NDR = netto driftsresultat

NFK = netto finanskostnad                NFI = netto finansinntekt

Rentedekningsgrad	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
SalMar	5,43	21,92	25,57	8,00	4,94	5,86	9,59
Bransje	0,95	4,36	9,38	5,93	2,24	3,82	4,17

Tabell 7-4: Rentedekningsgrad



Figur 7-4: Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden til SalMar er varierende. SalMar konkurrerer i en bransje hvor prisen i markedet svinger mye og som bidrar til varierende inntjening. Dette ser vi i perioden 2009 og 2010 hvor resultatet til SalMar hadde stor vekst sammenliknet med foregående år. Den rentebærende gjeld økte ikke før mot slutten av 2010 ved oppkjøp av 23,29 % av oppdrettsselskapet Bakkafrost. Den sterke veksten i resultat og en ikke fallende rentekostnad



bidro til store utslag i rentedeckningsgraden. I 2011 blir det både nedgang i resultat og økt finansielle gjeld. Dette gjorde at rentedeckningsgraden for 2011 falt ned til samme nivå som for bransjen, og har en stabil utvikling mot 2013T. En rentedeckningsgrad for SalMar i perioden på 9,22 er høy, men forteller at SalMar har likviditet til å betjene rentekostnaden på den finansielle gjelden.

Sammenliknet med bransjen har SalMar i denne perioden en høyere rentedeckningsgrad, men jeg stiller meg tvilende til at den høye rentedeckningsgraden vil vedvare dersom SalMar følger utviklingen for 2011 mot 2013T. Men på en annenside så vil oppdrettsnæringen være utsatt for stadig svingninger i lakseprisen, som vil påvirke rentedeckningsgraden og vil dermed variere mer enn for andre bransjer.

### Kontantstrømsanalyse med fokus på finansielle eiendeler

En kontantstrømsanalyse kan utfylle forholdstallene som er beregnet i dette avsnittet, med utgangspunkt i omgruppert regnskap og balanse. Kontantstrømsanalysen kan for klare endringen i likviditeten i bedriften.

<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>
NOK (1 000 kr)						
+ Kontantstrøm fra drift	279 387	505 971	908 383	564 218	532 077	649 493
Unormal netto driftsresultat	-65 983	-24 710	-112 137	68 174	-5 086	-132 222
- Endring i netto driftseiendeler	204 324	148 932	1 554 679	922 184	537 003	-17 051 1)
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>9 080</b>	<b>332 329</b>	<b>-758 433</b>	<b>-289 792</b>	<b>-10 012</b>	<b>534 322 2)</b>
- Netto finanskostnad	51 968	23 096	35 710	71 130	108 161	111 196
+ Endring i finansiell gjeld	154 483	-75 720	988 390	783 147	115 977	-20 159 3)
- Netto minoritetsresultat	249	16	11 300	2 517	14 100	56 052
+ Endring i minoritetsinteresser	249	16	117 097	4 217	14 072	-107 700
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift</b>	<b>111 595</b>	<b>233 513</b>	<b>300 044</b>	<b>423 926</b>	<b>-2 224</b>	<b>239 214</b>
- Netto utbetalt utbytte	140997	81239	270936	424113	-100500	30413 4)
<b>Fri kontantstrøm til finansielle investeringer fra drift</b>	<b>-29 402</b>	<b>152 274</b>	<b>29 108</b>	<b>-187</b>	<b>98 276</b>	<b>208 801</b>
+ Netto finansinntekt	2 997	284	4 850	4 537	2 542	2 608
+ Unormal nettoe finansresultat	-13 319	31 152	-3 335	-32 218	23 004	-30 635
<b>= Endring i finansielle eiendeler</b>	<b>-39 724</b>	<b>183 710</b>	<b>30 623</b>	<b>-27 868</b>	<b>123 822</b>	<b>180 774 5)</b>

Tabell 7-5: Fokus på fri kontantstrøm

- 1) Gjennom hele perioden bygger selskapet opp eiendelsparken sin, og investerer i driften av selskapet.
- 2) Driften genererer kontanter til selskapet, men ikke tilstrekkelig som forsvarer investeringen i driften.
- 3) Underskuddet finansieres med finansiell gjeld hvert år med unntak av 2009. Spesielt i 2010 og 2011 øker belåningen.
- 4) Selskapet betaler ut utbytte alle årene, utenom 2012.
- 5) I 2012 og 2013T er det en positiv trend i vekst i finansielle eiendeler

Jeg vil nå fortsette risikoanalysen med soliditetsanalyse som ser på den langsiktige kredittrisikoen.

## 7.1.2. Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen skal analysere om selskapet har en sunn finansiering, og hvordan selskapet kan stå i mot tøffere tider i bransjen. Dette er spesielt aktuelt for oppdrettsbransjen, hvor det kan være fallende laksepriser eller sykdomsutbrudd i produksjonen. Analysen har et langsiktig perspektiv på kredittrisikoen.

### 7.1.2.1. Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten skal fortelle hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Jeg velger å beregne summen av egenkapital og minoritetsinteressen dividert på total kapitalen i balansen.

$$\text{Egenkapitalprosent (ekp)} = \frac{EK+MI}{TK} \quad (7.5)$$

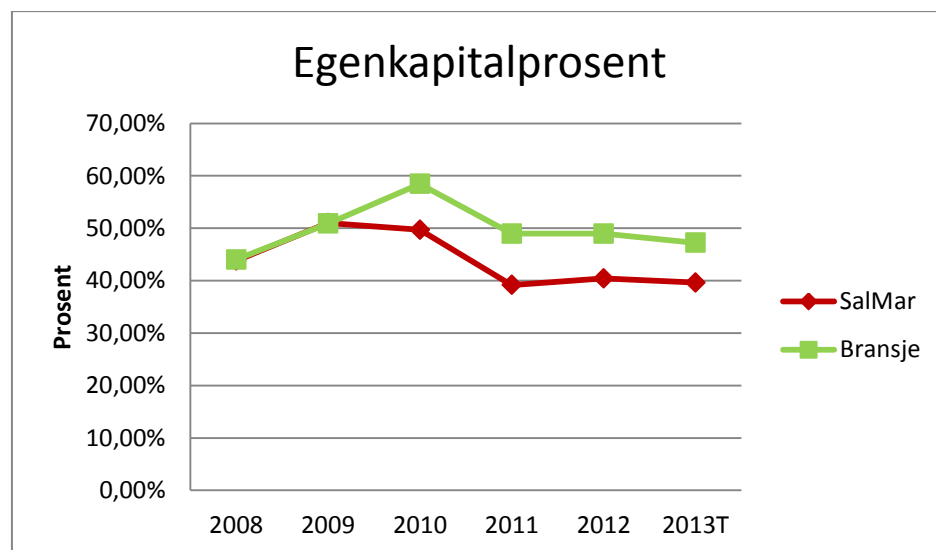
EK = egenkapital

MI= minoritetsinteresse

TK = total kapital

Egenkapitalprosent	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
SalMar	43,81 %	50,99%	49,69 %	39,16 %	40,42 %	38,44 %	42,00 %
Bransje	44,01 %	50,88%	58,45 %	48,98 %	48,96 %	47,22 %	49,17 %

Tabell 7-6: Utvikling i egenkapitalprosent



Figur 7-5: Egenkapitalprosent

Fra tabell 7-6 og figur 7-5 ser vi utviklingen på egenkapital i prosent av total kapitalen. Det tidsvektede snittet av SalMar egenkapitalprosent er på 42,0 % og er en del under bransjen på 49,17

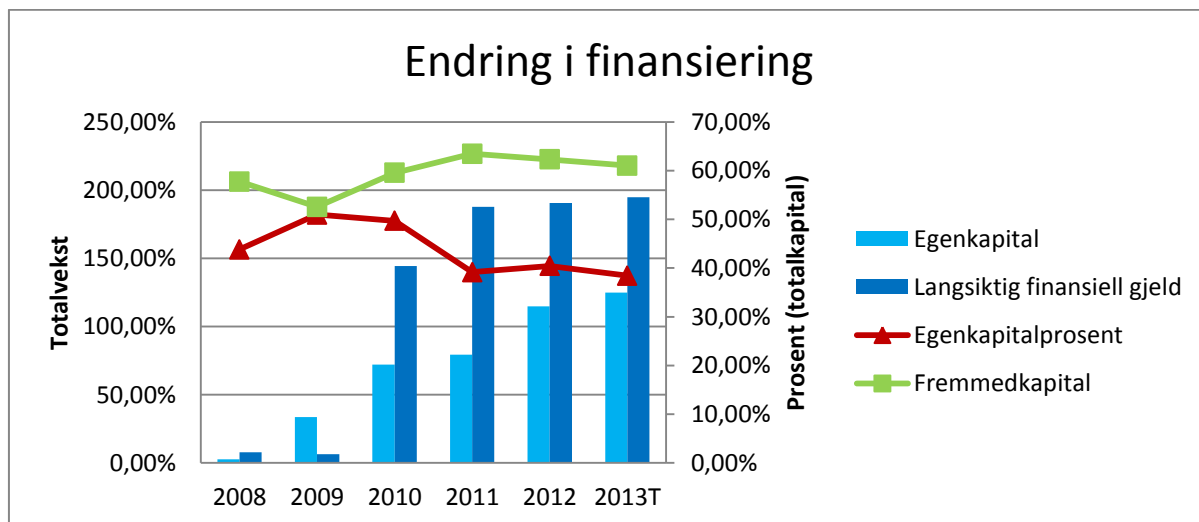
%.

Både SalMar og bransjen hadde vekst i egenkapitalprosenten fra 2008 til 2009. Utviklingen fra 2009 har vært negativ for både SalMar og bransjen. Fallet i egenkapitalprosent skyldes i stor grad det sterke prisfallet på laks i 2011, figur 3-4. SalMar gikk fra årsresultat på nærmere 1 million i 2010 til 0,15 millioner i 2011. Både SalMar og bransjen har klart å snu til et positivt netto driftsresultat i 2012. Egenkapitalprosent øker noe for SalMar i 2012, men er forventet med en liten tilbakegang i 2013.

### 7.2. Analyse av endring i finansiering

SalMar har i perioden 2007 til 2012 hatt en stor vekst i produksjon og i antall oppdrettskonesjoner. Antall konsesjoner har økt fra 52 til 82 i 2012, og venter i tillegg på overtakelse av 10 nye konsesjoner i 2015. Den store veksten i konsesjoner gjør at produksjonen har økt med totalt 78 % i denne perioden. Jeg vil analysere hvordan den sterke veksten og konsolideringen har påvirket eierne. Egenkapitalprosenten har blitt redusert fra 2008 til 2013T, og ser vi på gjeld kan vi se en økning av bruk av finansiell gjeld.

Dersom jeg analyserer sammenhengen mellom veksten i egenkapital og langsiktig gjeld for SalMar, ser jeg at egenkapitalen har hatt en jevn vekst, mens langsiktig gjeld har hatt en kraftigere vekst. Økningen i finansiell gjeld bidrar til en lavere egenkapitalprosent, og en økning i fremmedkapitalprosent. Veksten i finansieringskildene er beregnet i forhold til året før, og får da kurven for egenkapital og langsiktig finansiell gjeld, figur 7-6.



Figur 7-6: Endring i egenkapital og fremmedkapital

Dersom jeg sammenlikner med beta egenkapital beregnet i avkastningskravet i tabell 8-10, kan vi se at veksten i antall konsesjoner finansieres med langsiktig finansiell gjeld, og som igjen øker risikoen for eierne. Beta til egenkapital øker i hele perioden fra 2008 til 2012. Gjennom økt investering og vekst, påtar ledelsen og eierne seg en større risiko. Som jeg skal analysere videre i kapittel 8 vil dette endre avkastningskravet til eierne.



Figur 7-7: Vekst i konsesjon, økt risiko for eiere

### 7.3. Statisk finansieringsanalyse

Jeg velger å gjennomføre en finansieringsanalyse som viser hvordan SalMar er finansiert. Kapitalstrukturen forklarer hvordan selskapet har finansiert anleggsmidler og omløpsmidler. Statisk finansieringsanalyse deler opp finansieringskildene, og klassifiserer hver finansieringskilde etter risiko. Egenkapitalen er klassifisert som den kapitalen med lavest risiko, og analysen sier at jo lengre til høyre i skjema, jo større risiko er det knyttet til finansieringskildene. Matrisen gir et mønster som skal fortelle hvor sunt selskapet er finansiert. Jo før det mørke mønsteret treffer bunn i matrisen, jo sunnere er finansieringen.

Finansieringsmatrise for Salmar i %	Finansieringskilder						Totale eiendeler
	Egenkapital	Minioitet	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	
Driftsrelaterte anleggsmidler	68,78 %	0,70 %	20,94 %	9,59 %			56,10 %
Finansielle anleggsmidler				100,00 %			3,50 %
Driftsrelaterte omløpsmidler				58,42 %	28,50 %	13,07 %	37,87 %
Finansielle omløpsmidler						100,00 %	2,53 %
<b>Totalkapital</b>	<b>38,59 %</b>	<b>0,39 %</b>	<b>11,75 %</b>	<b>31,00 %</b>	<b>10,79 %</b>	<b>7,48 %</b>	<b>100,00 %</b>

Tabell 7-7: Statisk finansieringsmatrise for SalMar

SalMar har en finansieringsprofil som en trappeform, og følger matrisen til bunn. Anleggsmidlene er finansiert med 70 % egenkapital og 30 % langsiktig gjeld. Oppdrettsanleggene er finansiert med langsiktig kapital og sikret med lav risiko. Finansielle anleggsmidler er en relativ liten andel av totale eiendeler og bedriften har små finansielle muskler. Store deler av bedriftens midler er investert i driftsrelaterte anleggsmidler.

Driftsrelaterte omløpsmidler er den nest største eiendelensposten, og består av 38 % av totale eiendeler. For en lakseprodusent med stor beholdning av fisk i produksjon og varelager, virker dette normalt. Omløpsmidler er sett på som mer likvide enn anleggsmidlene, og kan derfor forsvares med både langsiktig og kortsiktig gjeld. Omløpsmidlene er finansiert med 57 % langsiktig finansiell gjeld og 43 % kortsiktig gjeld. Men jeg vil påpeke at 43 % kortsiktig finansiering av omløpsmidler er noe høyt, og kan utgjøre en stor risiko ved skader på oppdrettsanlegg eller fiskebestanden.

Finansiell omløpsmidler er fullfinansiert med kortsiktig finansiell gjeld, i tillegg dekker kortsiktig finansiell gjeld deler av driftsrelaterte omløpsmidler. Det er ikke bra at finansiell gjeld finansierer omløpsmidlene, fordi dette kan være tegn på finansiell problemer.

## Bransjen

Bransjeutvalget har en finansieringsprofil som faller raskere mot bunn i matrisen enn for SalMar's. Dette i seg selv betyr at finansieringen til bransjen kan være bedre, da det er knyttet lavere risiko til en kurve som treffer bunn raskere.

Finansieringsmatrise for bransje i %	Egenkapital	Minioitet	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	100,00 %						34,69 %
Finansielle anleggsmidler	48,06 %	7,57 %	44,37 %				20,13 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			3,42 %	66,24 %	30,34 %		38,88 %
Finansielle omløpsmidler					22,76 %	77,24 %	6,31 %
<b>Totalkapital</b>	<b>44,36 %</b>	<b>1,52 %</b>	<b>10,26 %</b>	<b>25,75 %</b>	<b>13,23 %</b>	<b>4,87 %</b>	<b>100,00 %</b>

Tabell 7-7: Statisk finansieringsmatrise for bransjeutvalget

Egenkapitalen for bransjen finansierer både driftsrelaterte anleggsmidler og 48 % finansielle anleggsmidler. Egenkapitalen utgjør 44 % av totalkapitalen, og er betydelig høyere enn for SalMar. Bransjen har omløpsmidler på samme størrelse som SalMar 38,5 % av totale eiendeler. Omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld på 70 % og kortsiktig gjeld på 30 %, og kan

derfor klassifiseres med mindre risiko enn SalMar. Kortsiktig finansiell gjeld finansiere bare finansielle omløpsmidler.

### **Oppsummering av statisk finansieringsanalyse**

Finansieringsanalysen for SalMar viser en finansieringsplan som er tilfredsstillende på noen områder, men viser også svakheter. Fra analysen har SalMar og bransjen mye lik finansieringsplan, og næringen er preget av store kapitalinvesteringer i anleggsmidler. SalMar's anleggsmidler er finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld, som gir god sikkerhet. Den langsiktige gjelden til SalMar er litt høy i forhold til egenkapitalen, og sammenliknet med bransjen har SalMar lavere egenkapital. Driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert med noe høy andel kortsiktig gjeld, og kan være risikofylt. Samtidig er en liten andel av de driftsrelaterte omløpsmidlene finansiert med kortsiktig finansiell gjeld, det er ikke bra. Dette bør forbedres.

Totalt sett vil jeg konkludere med at finansieringen til SalMar er har en god langsiktig finansiering, men at selskapet har lav tilgang på likvide midler på kort sikt. Dette kan utgjøre en risiko dersom det blir et fall i laksepriser eller virusutbrudd i oppdrettsanlegg, og mangel på finansielle midler dermed setter begrensninger for handlingskraft.

### **7.4. Syntetisk rating**

Fra resultatene fra likviditetsanalysen og soliditetsanalysen kan jeg oppsummere risikoanalysen i en syntetisk rating, og dermed klassifisere selskapet i en risikoklasse. Selskaper som Standard & Poor, Moody's og Fitch er spesialisert på kredittrating, og tilbyr slike tjenester. Da SalMar ikke er et stort børselskap er selskapet ikke kredittrattet i disse selskapene. Jeg kan da gjennomføre en kredittvurdering som utarbeides fra likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (regnes ut i lønnsomhetsanalysen kapittel 9). Her brukes forholdstallene fra risikoanalysen som graderes etter karakter AAA og D (appendix tabell-2).

Syntetisk rating	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1/ Likviditetsgrad 2	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	AA	AA	A	AA	A	A	AA
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	A	BB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	BB	A	A	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittlig rating	BBB	A	A	BBB	BB	BB	BBB

Tabell 7-8: Syntetisk rating for SalMar

### 7.5. Konklusjon risikoanalyse

Min totale vurdering finansieringen til SalMar er selskapet har en økt finansieringsstruktur, men har belastet med delvis høy gjeld og lite finansielle midler. På bakgrunn av dette velger jeg å klassifisere den syntetiske rating til gjennomsnitt BBB for hele perioden på grunnlag av:

- SalMar har en likviditetsgrad 1 som er noe under bransjen, men for både SalMar og bransjen er denne over 2 og derfor akseptabelt. SalMar har lav tilgang på finansielle omløpsmidler i hele perioden, som gjenspeiles i likviditetsgrad 2 som er veldig lav. Kan utgjøre en likviditetsrisiko for selskapet.
- SalMar har svært lav tilgang på finansielle eiendeler, og klarer bare å dekke 20 % av den finansielle gjelden. Det er en liten forbedring i 2011, men denne bør styrkes videre.
- Selskapet har i perioden hatt god betjeningsevne på den rentebærende gjelden, og har midler til å dekke rentekostnadene. Sammenliknet med bransjen har SalMar over dobbelt så bra dekning.
- SalMar har lavere egenkapitalprosent enn bransjen, men har vist marginal stigende trend siden 2011. For 2013T er den forventet på 38,4 % og er over gjennomsnittet på Oslo Børs.
- SalMar har en mer risikabel finansiering enn bransjen, da SalMar både har større andel langsiktig gjeld og kortsiktig finansiell gjeld finansiere noe av omløpsmidlene.

Fra oppsummeringen vil jeg totalt sett konkludere med at en risikoklasse BBB er riktig.



## 8. Analyse av historisk avkastningskrav

For at et selskap skal tiltrekke investorer er selskapet avhengig av og generere avkastning utover avkastningskravet. Avkastningskrav er det investor krever for å investere penger i selskapet. Jeg vil i dette kapitlet identifisere historisk avkastningskrav som skal brukes som målestokk i lønnsomhetsanalysen i kapittel 9.

Som forklart i kapittel 7 vil en investor påta seg risiko gjennom investering. Som investor er det mulig å diversifisere bort den usystematiske risikoen ved å plassere investeringen i ulike aksjer. Derfor vil forventet avkastningskrav bare kalkulere inn den systematiske risikoen<sup>3</sup>.

Weighted average cost of capital (WACC) brukes for å finne total kapitalavkastningskravet til et selskap. WACC beregner hva de ulike finansieringstypene koster selskapet, som igjen vektes mot egenkapital, gjeld eller minoritetsandel i selskapet. De ulike finansieringskildene bærer ulike risiko, og derfor vil den forventede avkastning variere mellom kilden (Kaldestad & Møller, 2011) WACC forutsetter en uforandret gjeldsandel og uforandret usystematiske risikoen. Fra soliditetsanalysen i kapittel 7 påviste jeg at gjeldsandelen forandrer seg for SalMar, figur 7-6. For at WACC skal gi et realistisk avkastningskrav, må jeg justere for endring i gjeldsandel. Jeg velger å identifisere historisk avkastningskrav ved å beregne avkastningskrav til netto driftskapital. Metoden tar hensyn til hvordan selskapet fra år til år er finansiert, og vil derfor gi mer realistisk avkastningskrav.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK} \quad (8.1)$$

ndk = netto driftskrav

mik = minoritetskrav

ekk = egenkapitalkrav

MI = minoritet

NDK = netto driftskapital

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld

For å kunne beregne netto driftskapitalkrav til selskapet må jeg beregne egenkapitalkrav, netto finansiellgjeldskrav og vektningen til de ulike finansieringskildene.

---

<sup>3</sup> Systematisk risiko = markedsrisiko

## 8.1. Egenkapitalkrav

### 8.1.1. Kapitalverdimodellen- CAPM

For at investor skal være villig til å påta markedsrisiko må selskapet kompensere investor med et høyere avkastningskrav, som gjenspeiler avkastning på tilsvarende investeringer med tilsvarende risiko. Kapitalverdimodellen (CAPM<sup>4</sup>) kan brukes til å beregne det årlige egenkapitalkravet til investor, og modellen tar hensyn til hvor mye systematisk risiko investor påtar seg gjennom investeringen. CAPM viser hvilke avkastning en aksje vil gi, når vi kjenner risikofri rente, beta til aksjen og markedets risikopremie. Modellen har forutsetninger som er urealistisk i virkeligheten, men brukes fordi den har størst forklaringskraft (Kaldestad og Møller, 2011). Forutsetninger bak CAPM er (Berk & DeMarzo, 2010):

- et perfekt kapitalmarked, ingen transaksjonskostnader eller skattekostnader
- investor handler rasjonelt, investor ønsker en portefølje som gir maksimal forventet avkastning for gitt nivå på risiko
- investor har like forventninger til korrelasjonen, avkastning og volatiliteten i markedet

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f) + ilp \quad (8.2)$$

ekk= egenkapitalkrav

$\beta_{EK}$ = beta til egenkapital

$r_f$  = risikofrirente

$(r_m - r_f)$ = markedets risikopremie

ilp = likviditetspremie

#### 8.1.1.1. Risikofri rente, $r_f$

Den risikofrie renten er først ledd i CAPM-modellen og er minimumsavkastningen investor krever. Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad og Møller, 2011).

Jeg finner nominell risikofri rente etter skatt, slik at det skal samsvare med egenkapitalrentabilitet etter skatt. Jeg velger å benytte en kort rente, 3 måneders NIBOR<sup>5</sup> rente med fratrukk for et risikotillegg på 10 %. NIBOR kan forklares med renten som gjenspeiler rentenivået långiver krever for et usikret utlån i norske kroner, basert på hva banken vil kreve for utlån til ledende banker som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet, (FNO).

<sup>4</sup> Kapitalverdimodellen (CAPM) utviklet på 60-tallet av Sharpe, Treynor, Lintner og Mossin.

<sup>5</sup> NIBOR: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-data/>

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Nibor-3 måneders rente	6,22 %	2,46 %	2,50 %	2,87 %	2,43 %	1,86 %	2,76 %
- Risikotillegg 10 %	0,62 %	0,25 %	0,25 %	0,29 %	0,24 %	0,19 %	0,28 %
= Risikofri rente før skatt	5,60 %	2,21 %	2,25 %	2,58 %	2,19 %	1,67 %	2,49 %
- 28 % skatt	1,57 %	0,62 %	0,63 %	0,72 %	0,61 %	0,47 %	0,70 %
= Risikofri renter etter skatt	4,03 %	1,59 %	1,62 %	1,86 %	1,57 %	1,21 %	1,79 %

Tabell 8-1: Risikofri rente, NIBOR 3- måneders

### 8.1.1.2. Markedets risikopremie, $(r_m - r_f)$

Markedets risikopremie er meravkastningen en investor kan forvente å få ved å holde aksjepapir i forhold til plassering i risikofri aktiva. Risikopremien beregnes som forskjellen mellom markedsporteføljens avkastning og risikofri rente (Berk and DeMarzo, 2011).

Markedets risikopremie er beregnet i flere studier. I artikkel ``Equity Risk Premium`` skrevet av Damodaran, er årlige aritmetisk gjennomsnittlig risikopremie i perioden 1900-2010 beregnet til 5,2 % (Damodaran, 2011). I kurset BUS 424 har Professor Kjell Knivsflå gitt estimat for årlig risikopremie i perioden 2007-2012, og følger i tabell 8-3. Estimaten for risikopremie er vektet 2/3 og 1/3 på periodene 1958-2012 og 1995-2012. År 2013T er jeg beregnet fra tidligere periode og renteprognose. Jeg velger å bruke risikopremie rente fra tabell 8-3 fordi jeg mener at dette gi et riktig grunnlag for historiske avkastningskrav i hvert enkelt år.

Vekt	År	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
1/3	Kortsiktig risikopremie (1995-2012)	2,70 %	3,80 %	4,30%	3,90 %	4,0%	4,10%	3,89 %
2/3	Langsiktig risikopremie (1958-2012)	5,10 %	6,10 %	6,30%	5,80 %	5,8%	6,00%	5,86 %
=	Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63%	5,17 %	5,2%	5,37%	5,20 %

Tabell 8-3: Risikopremie, (Knivsflå, K.2012-15)

### 8.1.1.3. Beta til egenkapitalen, $\beta_{EK}$

Beta er mål på systematiske risikoen (markedsrisikoen). Beta forteller hvor eksponert en aksje er for den generelle markedsrisikoen. Beta til en aksje beregnes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedets volatilitet (Kaldestad og Møller, 2011). Beregning for beta er kovariansen mellom aksjen og markedet, delt på variansen til markedet.

$$\beta_{EK} = \frac{SD(R_i) * Corr(R_i, R_M)}{SD(R_M)} = \frac{COV(R_i, R_M)}{Var(R_M)} \quad (8.3)$$

$SD(R_i)$  = standardavviket til aksje i

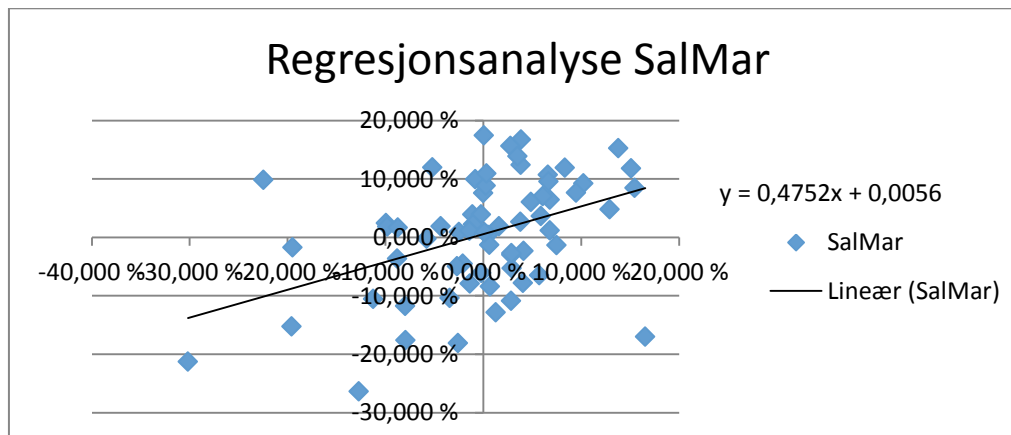
$SD(R_M)$  = standardavviket til markedet

$COV(R_i, R_M)$  = kovariansen mellom avkastning på aksje i og markedet

$Corr(R_i, R_M)$  = korrelasjonen mellom avkastning på aksje i og markedet

$Var(R_M)$  = variansen til markedet

Beta for SalMar kan finnes i Dagens Næringsliv eller andre økonomitidsskrifter, og DN.no viser en beta (1 år) på 0,6972. Usikkerheten ved bruk av denne beta er at det er vanskelig å bekrefte hvilke indeks og tidsperiode analysen er gjort mot. Derfor velger jeg å gjennomføre en regresjonsanalyse for SalMar mot OSEBX<sup>6</sup>, fra 2008 til i dag. Børskursen for SalMar og OSEBX er hentet fra oslobors.no. Jeg bruker månedlige avkastningstall og justerer for utbytte, dette for å jevne ut og fjerne støy i aksjekursen. Regresjonsanalysen for SalMar i figur 8-1 viser en beta på 0,47522.



Figur 8-1: Regresjonsanalyse SalMar mot OSEBX

<sup>6</sup> OSEBX: Hovedindeksen på Oslo Børs

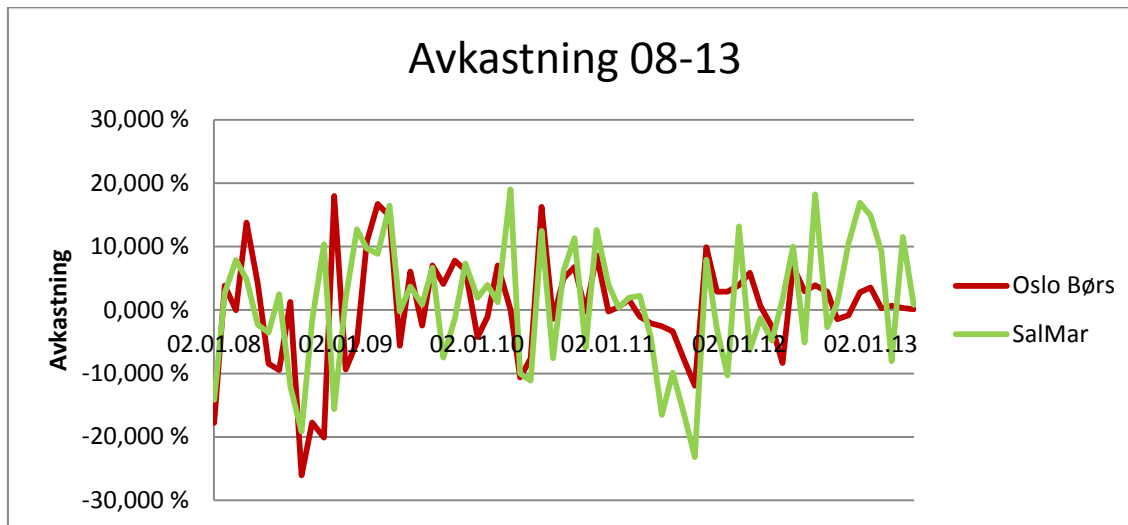
Da beta på langsikt vil konvergere mot markedsporteføljens beta på 1, justerer jeg beta etter formel (8.4), (Bodie et.al. 2009).

$$\beta_{Justert} = \frac{2}{3} * \beta_{EK} + \frac{1}{3} * \beta_M \quad (8.4)$$

$\beta_{EK}$  = beta til egenkapital

$\beta_M$  = beta til markedet ( $\beta_M=1$ )

Dette gir SalMar en betaverdi på 0,65. Betaverdi under 1 sier at aksjekursen svinger mindre enn markedsporteføljen figur 8-2, og SalMar er dermed mindre volatil enn markedsindeksen.



Figur 8-2: Avkastning på SalMar og OSEBX

#### 8.1.1.4. Likviditetspremie, *ilp*

Kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt, slik at full diversifisering ikke er mulig. Dersom aksjen er lite likvid vil investor kreve kompensasjon for å investere i denne aksjen. En mulighet er derfor å tillegge en likviditetspremie som skal korrigere for denne svikten i markedet. SalMar som er et lite børsnotert selskap og har en stor eier i Kvera AS på over 50 % aksjeposten, og det kan derfor argumenteres for at likviditeten på aksjen kan være lav. Dette kan føre til at investorer får vanskeligheter med å selge seg ut av aksjen til ønsket tid. Derfor vil jeg vektlegge en risikopremie på 2 %. Risikopremien er satt ut i fra skjønn, men jeg mener at det er viktig å ta med en slik risiko.

Jeg kan nå bruke formel (8-2) til å kalkulere årlig egenkapitalkrav ved konstant gjeld, tabell 8-4.

Egenkapitalkrav ved konstant gjeldsandel	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Nibor-3 måneders rente	6,22 %	2,46 %	2,50 %	2,87 %	2,43 %	1,86 %	2,76 %
- Risikotillegg 10 %	0,62 %	0,25 %	0,25 %	0,29 %	0,24 %	0,19 %	0,28 %
= Risikofri rente før skatt	5,60 %	2,21 %	2,25 %	2,58 %	2,19 %	1,67 %	2,49 %
- 28 % skatt	1,57 %	0,62 %	0,63 %	0,72 %	0,61 %	0,47 %	0,70 %
= Risikofri renter etter skatt	4,03 %	1,59 %	1,62 %	1,86 %	1,57 %	1,21 %	1,79 %
+ Beta til egenkapital (konstant gjeld)	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
* Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %	5,37 %	5,20 %
+ Likviditetspremie	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Egenkapitalkrav	8,83 %	7,06 %	7,28 %	7,22 %	6,95 %	6,69 %	7,17 %

Tabell 8-4: Egenkapitalkrav ved konstant gjeldsandel

## 8.2. Finansielle krav

Som jeg forklarte i begynnelsen av kapittelet må jeg finne netto finansiell gjeldskrav (nfgk) til selskapet, for å beregne krav til netto driftskapital. Netto finansiell gjeldskrav er et vektet snitt av andel finansiell gjeld og finansielle eiendeler, multiplisert med finansielle krav, formel (8.5). Gjeldskravet på de finansielle eiendelene blir fastsatt av kreditor, mens krav til finansielle eiendeler blir fastsatt av bedriften. Først vil jeg finne finansielt gjeldskrav og deretter finansielt eiendelskrav.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG} \quad (8.5)$$

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

fek = finansielt eiendelskrav

FG = finansiell gjeld

fgk = finansielt gjeldskrav

FE= finansiell eiendeler

NFG = netto finansiell gjeld

### 8.2.1. Finansielt gjeldskrav, fgk

Krav til finansiell gjeld finnes ved summen av risikofri rente og kredittrisiko. Kredittrisiko er andel systematisk risikopremie kreditor krever for den utstedte gjelden. Det er fordi kreditor har ingen oppside utover avtalt rentekostnad, men nedsiden ved utstedte gjeld er større. Kredittrisikoen er systematisk risiko og kan ikke diversifiseres bort ved å spre finansieringen. Finansiell gjeldskrav beregnes etter formel:

$$fgk = r_f + \beta_G * (r_m - r_f) \quad (8.6)$$

fgk = finansielt gjeldskrav

$\beta_G$  = Finansiell gjeldsbeta

$r_f$  = risikofrirente

$(r_m - r_f)$  = markedets risikopremie

Finansiell gjeldsbeta er et mål på den systematiske risikoen ved utlån av penger, utregnes som kredittpremie dividert på risikopremie i markedet, formel (8.7). Jeg velger å bruke langsiktig kreditttrisikopremie fordi finansiell gjeld ofte har en løpetid lengre enn 2 år. Langsiktig kreditttrisikopremie er generelt sett høyere enn kortsiktig, fordi på langsikt øker sannsynligheten for konkurs, (alle størrelser er etter skatt).

$$\beta_G = \frac{krp}{(r_m - r_f)} \quad (8.7)$$

$(r_m - r_f)$  = markedets risikopremie

krp = kreditttrisikopremie

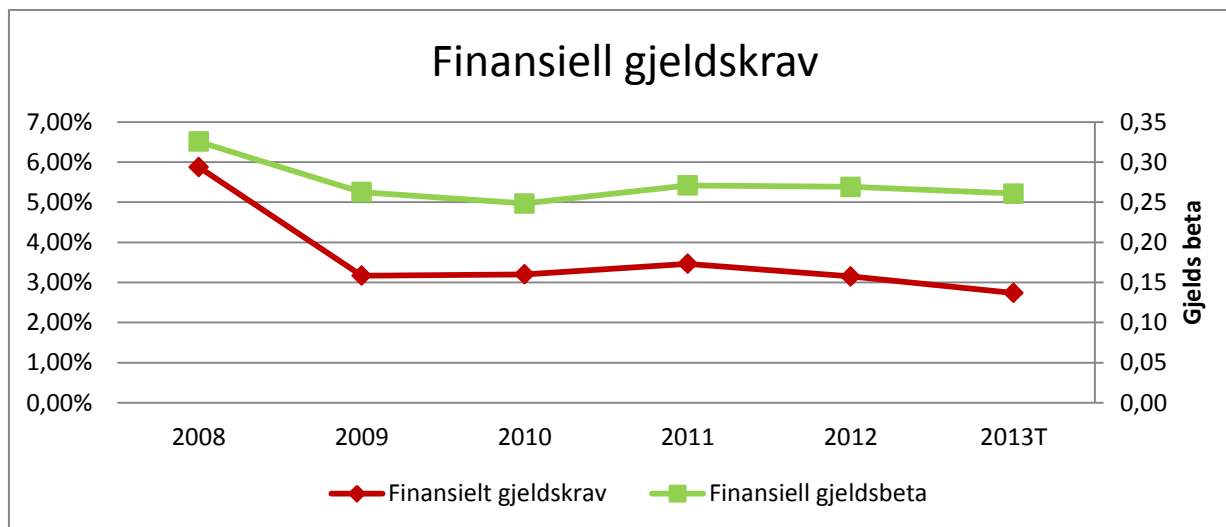
Finansiell gjeldsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Lang kreditttrisikopremie (etter skatt)	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
/ Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %	5,37 %	5,22 %
= Finansiell gjeldsbeta	0,33	0,26	0,25	0,27	0,27	0,26	0,27

Tabell 8-5: Beta til finansiell gjeld

Jeg finner nå finansielt gjeldskrav ved formel (8.6). Fra tabell 8-6 og figur 8-3 ser vi at både finansiell gjeldsbeta og finansielt gjeldskrav avtar. Markedets risikopremie stiger i perioden, mens risikofri rente faller hvert år, utenom 2011.

Finansiell gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektesnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,33	0,26	0,25	0,27	0,27	0,26	0,27
* Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %	5,37 %	5,22 %
+ Nibor-3 måneders rente	4,48 %	1,77 %	1,80 %	2,07 %	1,75 %	1,34 %	2,76 %
= Finansielt gjeldskrav	5,88 %	3,17 %	3,20 %	3,47 %	3,15 %	2,74 %	4,17 %

Tabell 8-6: Finansiell gjeldskrav



Figur 8-3: Finansiell gjeldskrav

### 8.2.2. Finansielt eiendelskrav, fek

Krav til finansielle eiendeler blir satt av bedriften, og er investering som bedriften gjør utover hovedvirksomheten. Som avdekket i regnskapsanalysen og risikoanalysen har SalMar lav tilgang på finansielle eiendeler. For at bedriften skal være villig til å påta seg risiko utover risikofri plassering, må bedriften oppnå avkastning utover risikofri rente.

$$fek = r_f + \beta_E * (r_m - r_f) \quad (8.8)$$

fek = finansielt eiendelskrav

$\beta_E$  = Finansiell eiendelsbeta

$r_f$  = risikofrirente

$(r_m - r_f)$  = markedets risikopremie

Den systematiske risikoen ved finansielle eiendelsinvesteringer måles ved finansiell eiendelsbeta, og er vektet mellom de ulike finansielle eiendelene.

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{Investering} * Investering + \beta_{Fordring} * Fordring}{Finanseille eiendeler} \quad (8.9)$$

- Bankinnskudd: ingen systematisk risiko knyttet til kontanter og bankinnskudd, og derfor ikke med i beregningen.
- Investering i aksjer velger jeg å sette beta til 1, som er den systematiske risikoen til markedsporteføljen.
- Finansielle fordringer: Beta til finansielle eiendelsfordringer beregnes etter risikoen på utlånet, se tabell 8-7.



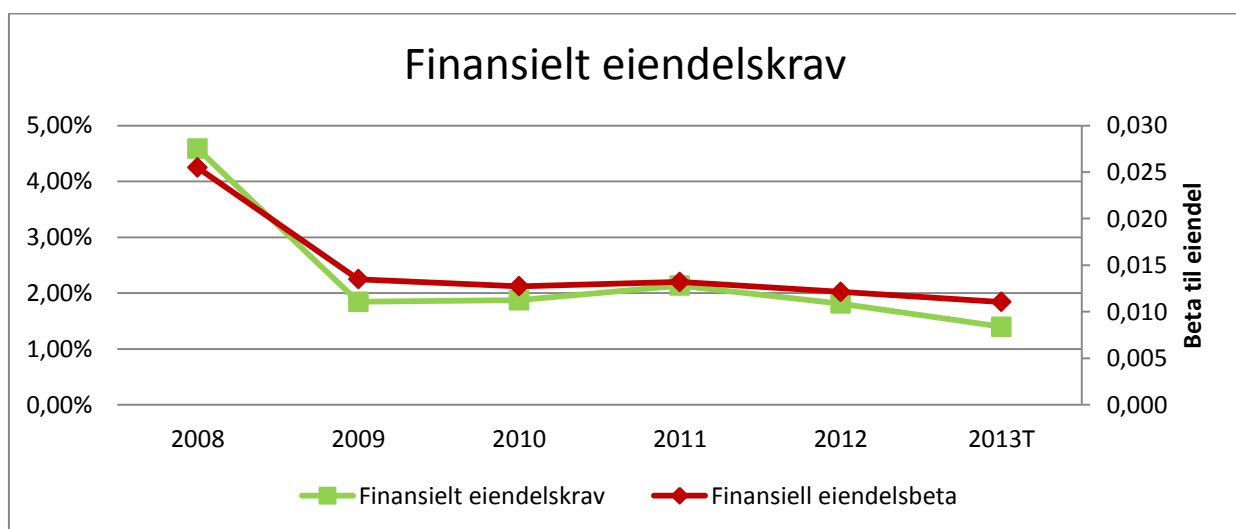
	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>							
Vekting- finansielle fordringer	0,075	0,050	0,043	0,019	0,018	0,017	0,03
Kort kreditrisikopremie (etter skatt)	1,00 %	1,00 %	1,00 %	2,70 %	2,70 %	2,70 %	0,02
/ Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %	5,37 %	0,05
= Beta- finansielle fordringer	0,23	0,19	0,18	0,52	0,52	0,50	0,40
Vekting- investering	0,011	0,004	0,005	0,003	0,003	0,003	0,00
= Beta-investering	1	1	1	1	1	1	1
= Finansiell eiendelsbeta	0,029	0,013	0,013	0,013	0,012	0,011	0,014

Tabell 8-7: Finansiell eiendelsbeta

Etter identifisert finansiell eiendelsbeta, kan jeg bruke formel (8.8) til å beregne finansielt eiendelskrav. I tabell 8-8 ser jeg et avtakende avkastningskrav på de finansielle eiendelene.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
<b>Finansielt eiendelskrav</b>							
Finansiell eiendelsbeta	0,025	0,013	0,013	0,013	0,012	0,011	0,01
* Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63%	5,17 %	5,20%	5,37%	5,22 %
+ Nibor-3 måneders rente	4,48 %	1,77 %	1,80%	2,07 %	1,75%	1,34%	2,76 %
= Finansielt eiendelskrav	4,59 %	1,84 %	1,87%	2,13 %	1,81%	1,40%	2,84 %

Tabell 8-8: Finansielt eiendelskrav



Figur 8-4: Finansielt eiendelskrav

### Netto finansiell gjeldsbeta

Jeg har i tabell 8.5 beregnet finansiell gjeldsbeta og 8.7 finansiell eiendelsbeta. Jeg bruker formel (8.10) til å finne beta til netto finansiell gjeld.

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG} \quad (8.10)$$

<b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>	<b>Tidsvektet snitt</b>
Finansiell gjeldsbeta	0,33	0,26	0,25	0,27	0,27	0,26	0,27
* Gjeldsvekt (FG/NFG)	1,10	1,37	1,17	1,10	1,11	1,11	1,14
Finansiell eiendelsbeta	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
* Eiendelsvekt (FE/NFG)	0,10	0,37	0,17	0,10	0,11	0,11	0,14
<b>Netto finansiell = gjeldsbeta</b>	<b>0,35</b>	<b>0,36</b>	<b>0,29</b>	<b>0,30</b>	<b>0,30</b>	<b>0,29</b>	<b>0,31</b>

Tabell 8-9: Netto finansiell gjeldsbeta

Nå bruker jeg formel (8.5) til å kalkulere netto finansielt gjeldskrav, og er det siste ukjente leddet i netto driftskapitalkrav. Netto finansiell gjeldskrav er differansen mellom kravet som SalMar betaler for sin finansielle gjeld og på kravet på de finansielle eiendelene.

<b>Netto finansiell gjeldskrav</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>	<b>Tidsvektet snitt</b>
Netto finansiell gjeldsbeta	0,35	0,36	0,29	0,30	0,30	0,29	0,30
* Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63%	5,17 %	5,20%	5,37 %	5,22 %
+ Nibor-3 måneders rente	4,48 %	1,77 %	1,80%	2,07 %	1,75%	1,34 %	2,76 %
<b>= Netto finansiell gjeldskrav</b>	<b>6,00 %</b>	<b>3,67 %</b>	<b>3,43%</b>	<b>3,60 %</b>	<b>3,29%</b>	<b>2,88 %</b>	<b>4,36 %</b>

Tabell 8-10: Netto finansielt gjeldskrav

### 8.3. Netto driftskapitalkrav

Jeg har nå beregnet kravene som er nødvendig for å finne netto driftskapitalkrav som jeg introduserte i starten av kapittelet, formel (8-1). Men jeg må gjøre justeringer i egenkapitalkravet, fordi jeg vil at avkastningskravet skal ta hensyn til endring i risiko. I tabell 8-4 brukte jeg en konstant beta for egenkapitalen, men i netto driftskapitalkrav vil jeg at beta til egenkapitalen skal identifisere forandringer i den systematiske risikoen i selskapet.

Tidsvektet netto driftsbeta har jeg beregnet ved formel (8.10), og finner tallene i tabell 8-11.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{MIN} * \frac{MIN}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} \quad (8.10)$$

$$\beta_{NDK} = 0,65 * 0,58 + 0,65 * 0,2 + 0,31 * 0,48 = 0,53$$

Jeg antar videre at netto driftsbeta er konstant for alle årene, og kan beregne beta til egenkapitalen for hvert år fra 2008 til 2013T ved formel (8.11). Resultat er kalkulert i tabell 8-11.

$$\beta_{EK} = \frac{\beta_{NDK} - \frac{NFG}{NDK} * \beta_{NFG}}{\frac{EK}{NDK} + \frac{MIN}{NDK}} \quad (8.11)$$

#### Netto driftsbeta

Netto driftsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Egenkapital beta	0,62	0,58	0,53	0,68	0,70	0,75	0,65
* EK/NDK	0,61	0,73	0,69	0,51	0,53	0,52	0,58
+ Egenkapital beta	0,62	0,58	0,53	0,68	0,70	0,75	0,65
* MI/NDK	0,00	0,00	0,04	0,03	0,03	0,01	0,02
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,35	0,36	0,29	0,30	0,30	0,29	0,31
* NFG/NDK	0,44	0,30	0,52	0,56	0,50	0,47	0,48
= Netto driftsbeta	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53

Tabell 8-11: Netto driftsbeta

Som jeg leser fra tabellen så er beta til egenkapitalen økende. Dette kommer av lavere egenkapital og økende netto finansiell gjeld. Hvordan dette påvirker egenkapitalkrav og netto driftskapitalkrav følger i neste avsnitt.

### 8.3.1. Egenkapitalkrav

Nå kan jeg beregne egenkapitalkravet til selskapet hvor gjeldsandelen ikke er konstant, og beta til egenkapitalen endres. Egenkapitalkravet viser nå hvordan kravet forandrer seg i perioden 2008-2013T når risikoen i selskapet forandres. Sammenliknet med egenkapitalkravet med konstant gjeldsandel i tabell 8-4, ser jeg at egenkapitalkravet har økt. Dette var forventet da beta til egenkapitalen har gått opp.

Egenkapitalkrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Nibor-3 månedsrente	6,22 %	2,46 %	2,50 %	2,87 %	2,43 %	1,86 %	2,76 %
- Risikotillegg 10 %	0,62 %	0,25 %	0,25 %	0,29 %	0,24 %	0,19 %	0,28 %
= Risikofri rente før skatt	5,60 %	2,21 %	2,25 %	2,58 %	2,19 %	1,67 %	2,49 %
- 28 % skatt	1,57 %	0,62 %	0,63 %	0,72 %	0,61 %	0,47 %	0,70 %
= Risikofri renter etter skatt	4,03 %	1,59 %	1,62 %	1,86 %	1,57 %	1,21 %	1,79 %
+ Beta til egenkapital (ikke konstant gjeld)	0,62	0,58	0,53	0,68	0,70	0,75	0,92
* Risikopremie	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %	5,37 %	5,20 %
+ Likviditetspremie	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Egenkapitalkrav	8,70 %	6,70 %	6,59 %	7,36 %	7,20 %	7,24 %	7,25 %

Tabell 8-12: Egenkapitalkrav (ikke konstant gjeld)

### 8.3.2. Netto driftskapitalkrav

Jeg kan nå beregne netto driftskapital krav, formel (8.1). Jeg har valgt å sette minoritetskrav lik egenkapitalkrav for selskapet.

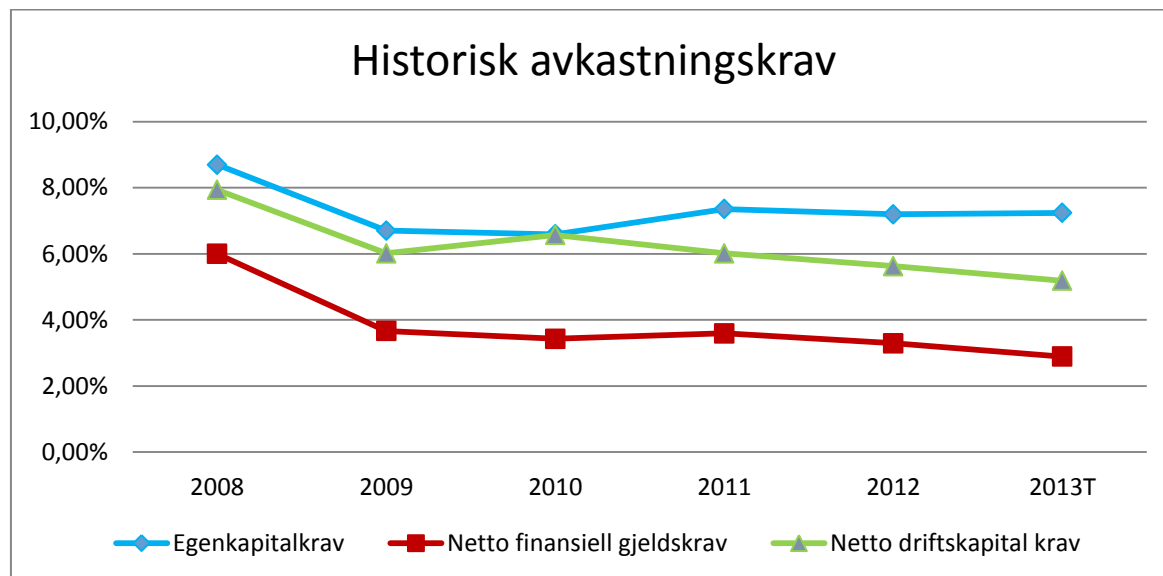
Netto driftskapital krav	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Egenkapitalkrav	8,70 %	6,70 %	6,59 %	7,36 %	7,20 %	7,24 %	7,25 %
* EK/NDK	0,61	0,73	0,69	0,51	0,53	0,52	0,58
+ Minoritetskrav	8,70 %	6,70 %	6,59 %	7,36 %	7,20 %	7,24 %	7,25 %
* MI/NDK	0,00	0,00	0,04	0,03	0,03	0,01	0,02
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,060	3,67 %	3,43 %	3,60 %	3,29 %	2,89 %	4,36 %
* NFG/NDK	0,44	0,30	0,52	0,56	0,50	0,47	0,48
= Netto driftskapital krav	7,94 %	6,01 %	6,57 %	6,01 %	5,63 %	5,19 %	6,41 %

Tabell 8-13: Netto driftskapitalkrav

## Oppsummering

Jeg har nå beregnet det historiske avkastningskrav til både egenkapital og til netto driftskapital.

Disse kravene skal være målestokk under lønnsomhetsanalysen i neste kapittel.



## 9. Lønnsomhetsanalyse

Ved en investering krever investor at selskapet skal gi avkastning utover påtatt risiko. Lønnsomhetsanalysen i dette kapittelet skal avdekke om SalMar har levert resultat som egenkapitalinvestorene krever, eller om SalMar i tillegg leverer avkastning utover historisk avkastningskrav beregnet i kapittel 8. Jeg skal i dette kapittelet identifisere rentabiliteten til SalMar, og dekomponere rentabiliteten for å finne ut hvor selskapet generer resultatene. I lønnsomhetsanalysen ønsker jeg å identifisere hvor selskapet prestere bra og mindre bra, slik at disse faktorene blir hensyn tatt under framtidbudsjetteringen.

Lønnsomhetsanalysen vil følge modell hentet fra (Penman, 2010), se figur 9-9. Modellen deler egenkapitalrentabilitet opp i drifts- og finansieringsanalyse.

### 9.1. Egenkapitalrentabilitet

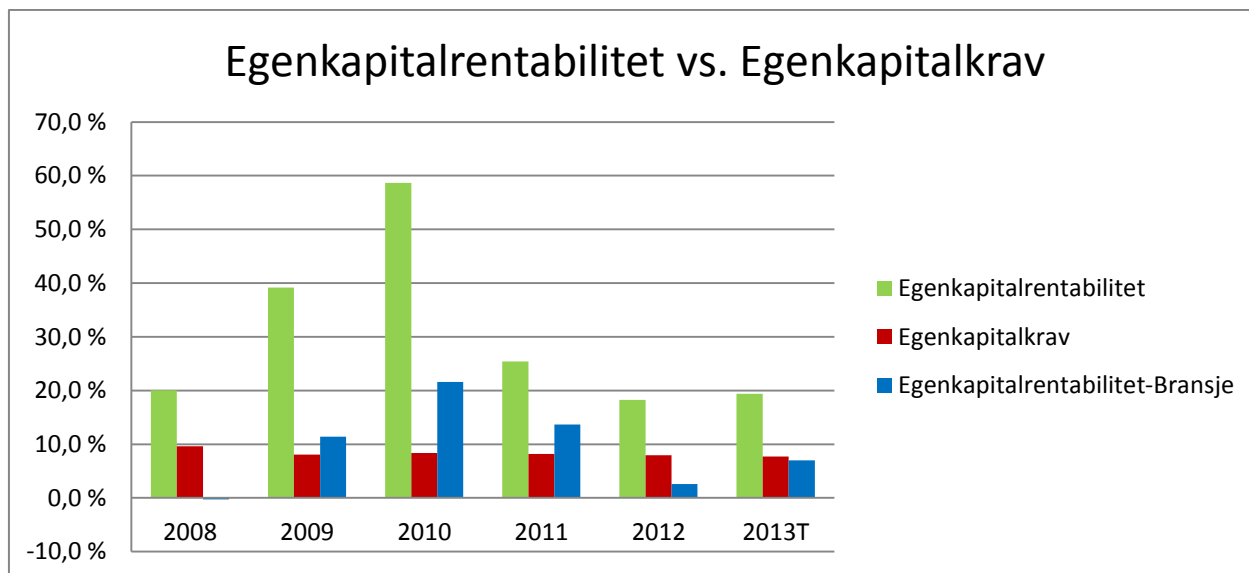
Egenkapitalrentabilitet er et mål som forteller hvor høy avkastning selskapet leverer på investert egenkapital. Egenkapitalrentabiliteten beregnes fra formel (9.1), og er oppnådd netto resultat til egenkapitalen, dividert på egenkapitalen. Rentabilitet er et relativt måltall, som gjør det mulig å sammenlikne over tid og mellom aktører.

$$ekr = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{(\Delta EK_t - NRE_t)}{2}} \quad (9.1)$$

Formelen viser at egenkapitalrentabilitet beregnes etterskuddsvis. Dette gjør jeg fordi rentabiliteten sammenliknes med etterskuddskrav til egenkapitalen. I lønnsomhetsanalysen har jeg valgt å inkludere minoritetsinteressen som finansiell gjeld, da posten er liten og har falt kraftig i 2012.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>							
Egenkapitalrentabilitet	19,86 %	38,88%	58,24 %	25,24%	18,14%	14,83 %	26,99 %
Egenkapitalrentabilitet-Bransje	-0,27 %	11,38%	21,60 %	13,69%	2,59 %	7,02 %	9,36 %

Tabell 9-1: Egenkapitalrentabilitet til SalMar og bransjen



Figur 9-1: Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav

Dersom jeg sammenlikner egenkapitalkrav og egenkapitalrentabilitet fra figur 9-1, ser jeg at SalMar har i perioden 2008 til 2013T levert avkastning utover det egenkapitalkravet (CAPM), kalt superprofitt. Selskapet har spesielt høy egenkapitalrentabilitet i år 2009 og 2010. Dette kommer av en kombinasjon av høy pris på laks (figur 3-4), endring av varebeholdningen i 2010 som reduserer varekostnaden og ellers relativt stabile kostnader disse årene.

Superprofitt kan deles etter selskap- og bransjenivå formel (9.2) og (9.3). Jeg kan lese av tabell 9-3 at SalMar levere superrentabilitet både på selskapsnivå og på bransjenivå.

$$\text{Selskapsnivå} = ekr - ekk \quad (9.2)$$

$$\text{Bedriftsnivå} = ekr - ekr_B \quad (9.3)$$

Egenkapitalrentabilitet	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	20,0 %	39,2 %	58,7 %	25,4 %	18,3 %	19,4 %	28,3 %
<b>Egenkapitalkrav</b>	8,7 %	6,7 %	6,6 %	7,4 %	7,2 %	7,2 %	7,2 %
<b>Superrentabilitet- SalMar</b>	11,3 %	32,5 %	52,1 %	18,1 %	11,1 %	12,1 %	21,1 %
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	20,0 %	39,2 %	58,7 %	25,4 %	18,3 %	19,4 %	28,3 %
<b>Egenkapitalrentabilitet-Bransje</b>	-0,3 %	11,4 %	21,6 %	13,7 %	2,6 %	7,0 %	9,4 %
<b>Superrentabilitet- bransje</b>	20,3 %	27,8 %	37,1 %	11,7 %	15,7 %	12,4 %	18,9 %

Tabell 9-2: Superprofitt i selskap og bransjen

## 9.2. Rentabilitetsanalyse

Jeg ønsker videre å analysere hvor SalMar oppnår denne superrentabiliteten fra tabell 9-2. Egenkapitalrentabilitet kan dekomponeres ved formel (9.4). Jeg velger å bruke netto driftsresultat og netto driftskapital, fordi metoden gir et tydelig skille på drift og finansiering (Penman, 2010). Formelen sier at avkastning på egenkapitalen avhenger av avkastning fra driften og om selskapet oppnår finansiell fordel fra finansieringen. Dersom SalMar har netto driftsresultat som er større enn netto finanskostnad, så vil SalMar få økt avkastning ved gjeldsfinansiering.

$$ekr = ndr + (ndr - nfggr) * nfgg \quad (9.4)$$

ekr= egenkapitalrentabilitet

ndr= netto driftsrentabilitet

nfggr= netto finansiell gjeldsrente

nfgg= netto finansiell gjeldsgrad

### 9.2.1. Analyse av drift

#### 9.2.1.1. Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et relativt mål på avkastningen fra den daglige driften i SalMar. Formelen viser hva SalMar tjener på den investert netto driftskapitalen.

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{(\Delta NDK - NDR_t)}{2}} \quad (9.5)$$

ndr= netto driftsrentabilitet

NDR= netto driftsresultat

NDK= netto driftskapital

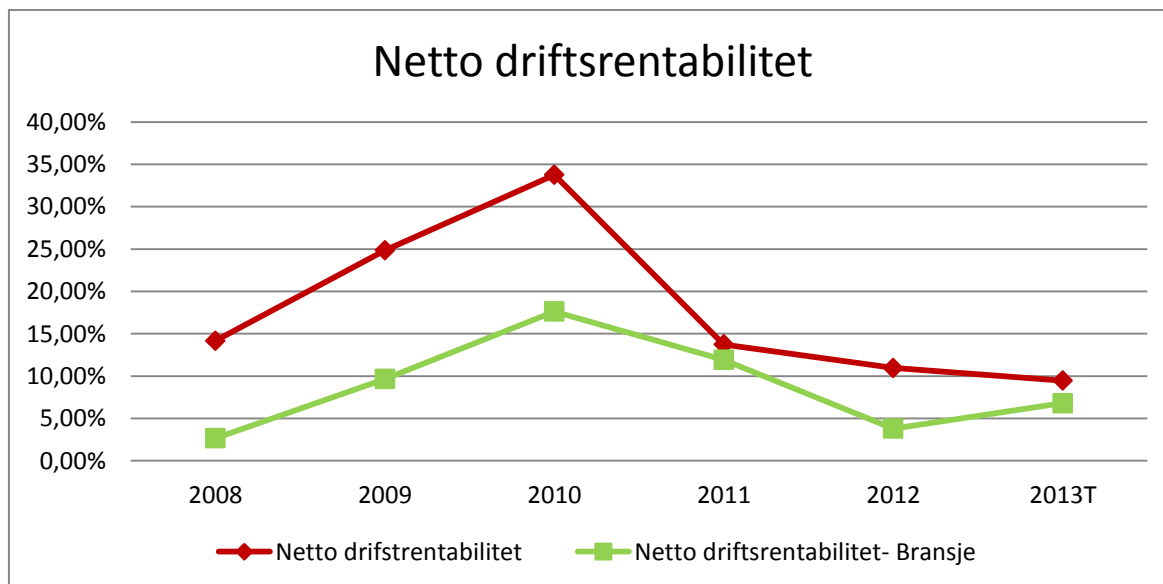
$\Delta$ NDK= endring i netto driftskapital

Jeg sammenlikner netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen i figur 9-2, og ser at SalMar har en høyere netto driftsrentabilitet i hele perioden 2008-2013T. I årene 2009 og 2010 er forskjellen mellom SalMar og bransjen høy, men faller kraftig i 2011 og er på nivå med bransjen fra 2011.

Netto driftsrentabilitet	2008	2009	2010	2011	2012	2013T
Netto driftsrentabilitet	14,26 %	25,02 %	33,98 %	13,82 %	11,02 %	12,91 %
Netto driftsrentabilitet- Bransje	2,66 %	9,65 %	17,62 %	11,92 %	3,80 %	6,80 %

Tabell 9-3: Netto driftsrentabilitet





**Figur 9-2: Netto driftsrentabilitet**

For å avdekke hvordan SalMar skaper økt rentabilitet, ønsker jeg å kartlegge hvor selskapet generer denne store forskjellen i netto driftsrentabilitet. Jeg vil her dekomponere netto driftsrentabilitet etter figur 9-9, til netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler har en sammenheng, ved at bransjer med høy margin ofte har et lavt omløp, og motsatt (Penman, 2010).

Dekomponering av netto driftsrentabilitet:

$$ndr = ndm * onde \quad (9.6)$$

ndr = netto driftsrentabilitet

ndm = netto driftsmargin

onde = omløpet til netto driftseiendeler

DI = driftsinntekt

### 9.2.1.2. Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er en av to variabler som definerer netto driftsrentabilitet, og er et mål på lønnsomhet i selskapet. Netto driftsmargin måler evnen bedriften har til å skape driftsresultat fra hver solgte krone i driftsinntekten.

$$ndm = \frac{NDR}{DI} \quad (9.7)$$

ndm = netto driftsmargin

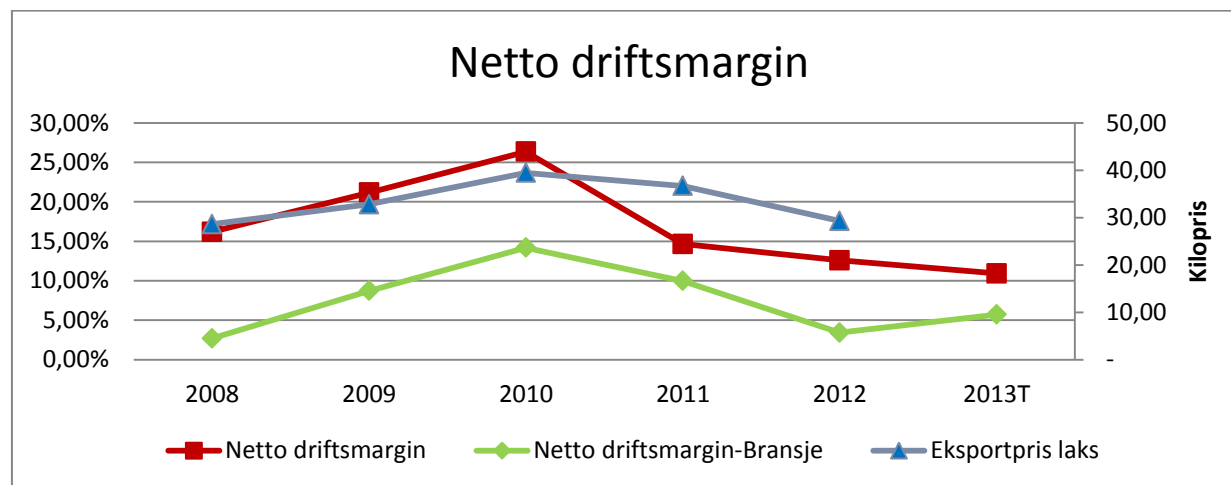
DI = driftsinntekt

NDR= netto driftsresultat

Netto driftsmargin følger den samme trenden for både SalMar og bransjen, figur 9-3. SalMar har i hele perioden en høyere netto driftsmargin, og har en topp i 2010. Men faller markant fra 2010 og til et nivå som er noe over bransjen. Dersom jeg sammenlikner utviklingen i netto driftsmargin med prisen på laks (figur 3-4), får jeg en klar sammenheng. Netto driftsmargin øker når prisen på laks stiger, og faller når prisen går ned. Tidsvektet snitt for SalMar er 16,41 % og for bransjen er den 7,37 %. SalMar har dermed en avtakende marginfordel på bransjen, som forteller at SalMar får mer fortjeneste ut av hver krone i driftsinntekt. Jeg ønsker å analysere hvor marginalfordelen oppstår, og gjøre dette med common size-analyse i tabell 9-5.

Netto driftsmargin	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Netto driftsmargin	16,30 %	21,28 %	26,49 %	14,74 %	12,65 %	12,80 %	16,41 %
Netto driftsmargin-Bransje	2,70 %	8,71 %	14,18 %	9,98 %	3,41 %	5,71 %	7,37 %

Tabell 9-4: Netto driftsmargin



Figur 9-3: Netto driftsmargin

### 9.2.1.2.1. Common size-analyse

Jeg bruker en common size-analyse for å identifisere hvor SalMar oppnår en marginfordel, som bidrar til en høy netto driftsmargin. Analysen foretas ved å beregne forholdstall til driftsinntekten. Jeg regner også ut et tidsvektet snitt for SalMar og bransjen.

Common size - analyse	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt	Bransje tidsvektet snitt
Driftsinntekter	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
- Varekostnader	0,47	0,48	0,48	0,47	0,52	0,49	0,49	0,59
- Lønnskostnader	0,13	0,14	0,11	0,09	0,10	0,11	0,11	0,13
- Andre driftskostnader	0,11	0,15	0,13	0,12	0,18	0,21	0,17	0,14
- Avskrivninger	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03	0,04
= Driftsresultat fra ordinær drift	0,26	0,20	0,25	0,29	0,16	0,14	0,20	0,10
- Driftsrelatert skattekostnad	0,05	0,09	0,11	0,05	0,04	0,03	0,05	0,02
= Netto driftsresultat fra ordinær drift	0,20	0,11	0,14	0,25	0,12	0,11	0,15	0,07
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	0,01	0,03	0,06	0,03	0,02	0,02	0,03	0,01
= Netto driftsresultat	0,21	0,15	0,20	0,28	0,15	0,13	0,18	0,08

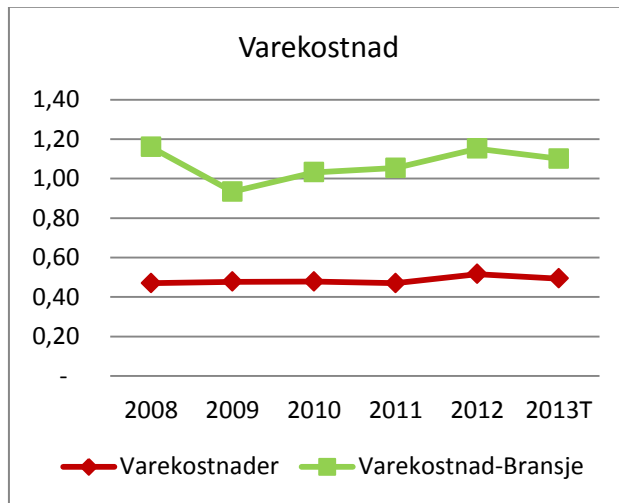
Tabell 9-5: Common size-analyse

Posten som er tydelig forskjellig mellom SalMar og bransjen, er varekostnad og andre driftskostnader.

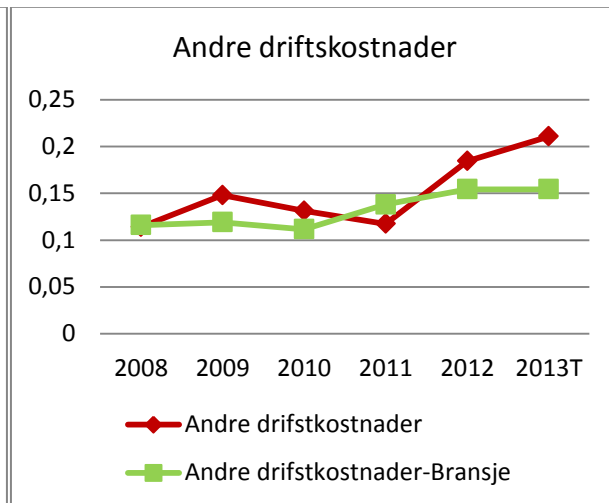
Varekostnad er betydelig høyere for bransjen enn for SalMar. SalMar har en marginfordel på bransjen, men er avtakende figur 9-4. Forskjellen i varekostnaden er hovedgrunnen til marginfordelen. Varekostnaden til SalMar holder seg på et stabilt nivå for hele perioden, får en liten økning i 2013T. Om dette er en trend eller tilfeldighet er vanskelig å si, men sammenliknet med bransjen har SalMar en stor fordel på varekostnaden. Bransjen har en positiv utvikling fra 2012-2013T. SalMar har som hovedmål å ha et lavere kostnadsnivå enn sine konkurrenter, og dette bekreftes her. SalMar oppnår en marginfordel som gir økt netto driftsmargin i forhold til bransjen.

Andre driftskostnader er høyere for SalMar enn for bransjen, og har dermed en marginulempe, figur 9-5. Andre driftskostnader stiger for både SalMar og bransjen, men har en mer negativ trend

for SalMar og blir en større marginulempe. Både SalMar og bransjen har en stigende kostnadskurve, men øker mest for SalMar.



Figur 9-4: Varekostnad



Figur 9-5: Andre driftskostnader

### 9.2.1.3. Omløp til netto driftseiendeler

Den andre variabelen i netto driftsrentabilitet er omløp til netto driftseiendeler, og som er et effektivitetsmål. Omløpet til netto driftseiendeler måler evnen bedriften har til å skape driftsinntekt per krone investert i driften.

$$onde = \frac{DI}{NDE_{t-1} + \frac{(\Delta NDE_t - NDR_t)}{2}} \quad (9.8)$$

onde = omløp til netto driftseiendeler

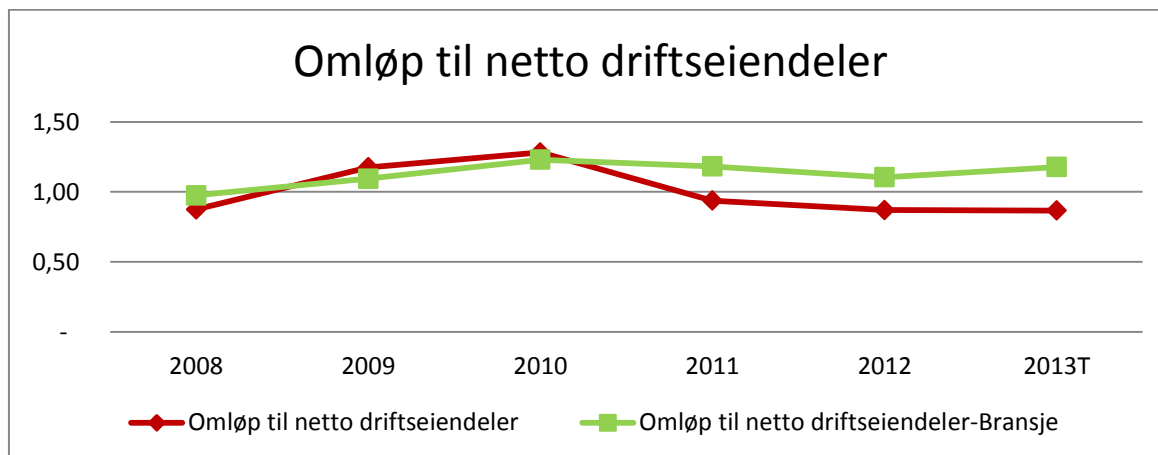
DI= driftsinntekt

NDE = netto driftseiendeler

Høyt omløp til netto driftseiendeler forteller at selskapet har høy omløpshastighet, og på denne måten skaper mer driftsinntekt på grunn av en høyere salgshastighet. Fra figur 9-6 ser jeg at SalMar og bransjen har hatt en lik utvikling fram til 2010, men etter dette har SalMar hatt en negativ trend. Bransjen har holdt en mer stabil grad, og dermed opparbeidet seg en omløpsfordel i forhold til SalMar.

Omløp til netto driftseiendeler	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Omløp til netto driftseiendeler	0,88	1,18	1,28	0,94	0,87	1,01	1,01
Omløp til netto driftseiendeler-Bransje	0,97	1,09	1,23	1,18	1,10	1,18	1,14

Tabell 9-6: Omløp til netto driftseiendeler



Figur 9-6: Omløp til netto driftseiendeler

### Oppsummert drift

Ved dekomponering av netto driftsrentabilitet har jeg identifisert at SalMar har en bedre netto driftsmargin enn bransjen som kommer av en marginfordel knyttet til varekostnaden. Varekostnaden er i snitt 10 % lavere i perioden for SalMar enn for bransjen, og utviklingen for 2013T tyder på at SalMar kan holde varekostnaden på et tilsvarende lavt nivå. SalMar har en negativ utvikling på omløpsfordelen, og hvor bransjen gjør det bedre. Men totalt sett leverer SalMar en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen

### 9.2.2. Analyse av finansiering

Den andre delen av lønnsomhetsanalysen er å analysere kravet på finansieringen. Dersom SalMar ikke hadde hatt finansiell gjeld, ville egenkapitalrentabiliteten vært lik netto driftsrentabilitet (Penman, 2010). Men SalMar har finansiell gjeld, og dette gir SalMar både fordeler og risikoer.

#### **Analyse av Spread**

Spread er forskjellen mellom netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrente. Dersom selskapet har finansiell gjeld, vil netto driftsresultat større enn netto gjeldsrente gi en positiv gearingeffekt. Derimot vil en netto gjeldsrente større enn netto driftsresultat, gi en forsterket reduksjon av avkastningen.

$$spread = ndr - nfgr \quad (9.10)$$

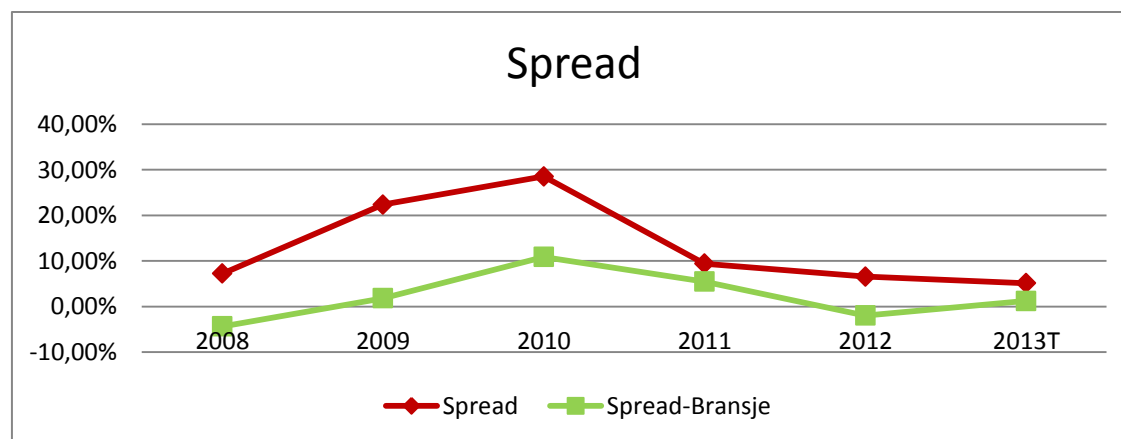
ndr = netto driftsrentabilitet

nfgr= netto finansiell gjeldsrente

SalMar har en relativ høy spread i 2009 og 2010, utover dette er spread på et akseptabelt nivå. For bransjen følger samme utvikling, men holder seg lavere. Da både SalMar og bransjen har den samme trenden, kan dette karakterisere konjunktuelle forhold. Etter finanskrisen var renten på utlån lave, kombinert med en høy eksportpris på laks i 2009 og 2010. Samlet sett gir dette en økt spread for bransjen.

Spread	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Tidsvektet snitt
Spread	7,31 %	22,51%	28,73%	9,47 %	6,63 %	8,54 %	12,65 %
Spread-Bransje	-4,38 %	1,80 %	10,87%	5,45 %	-1,99 %	1,23 %	2,37 %

Tabell 9-7: Spread



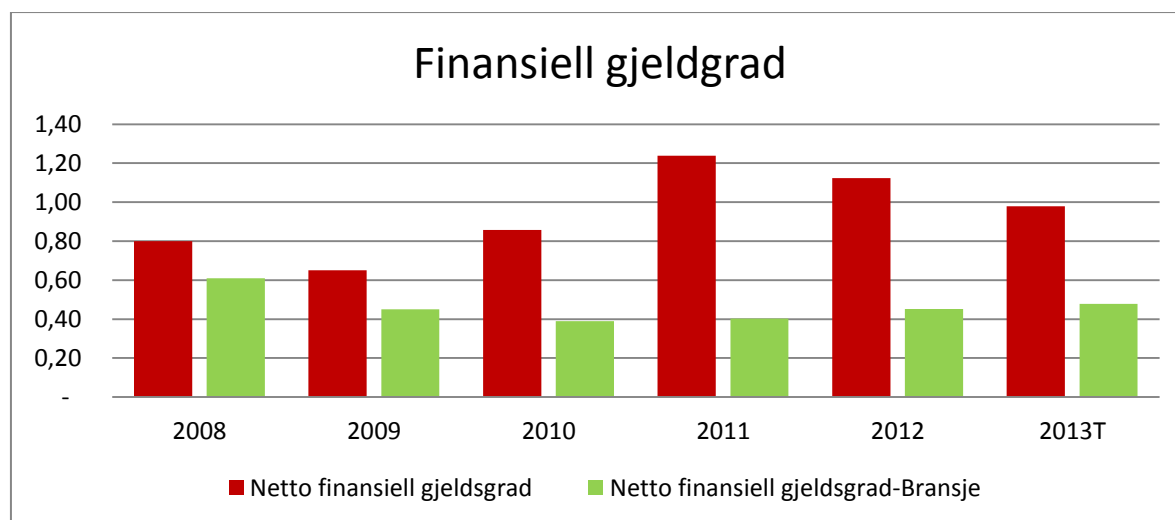
Figur 9-7: Spread

### Finansiell gjeldsgrad

Et selskap med lav finansiell gjeld i forhold til egenkapitalen, vil ha en lavere risiko for gjeldspåvirkning. Et selskap med en høy finansiell gjeldsgrad vil være sterkt påvirket av både netto driftsresultat og netto finanskostnad.

$$nfgg = \frac{NFG_t}{EK_{t-1} + \frac{(\Delta EK - NRE_t)}{2}} \quad (9.11)$$

For hele perioden har SalMar en høyere gjeldsgrad enn bransjen, og med en topp i 2011. Finansiell gjeldsgrad har en avtakende trend i 2012 og 2013T, og kan muligens fortsette. Det som taler i mot en videre nedgang i gjeldsgraden er oppkjøp av Villa Organic i 2012, med overtakelse i 2015. Dette vil nok føre til en økt belåning, slik vi kan se fra figuren har vært tilfellet ved den tidligere veksten til SalMar.



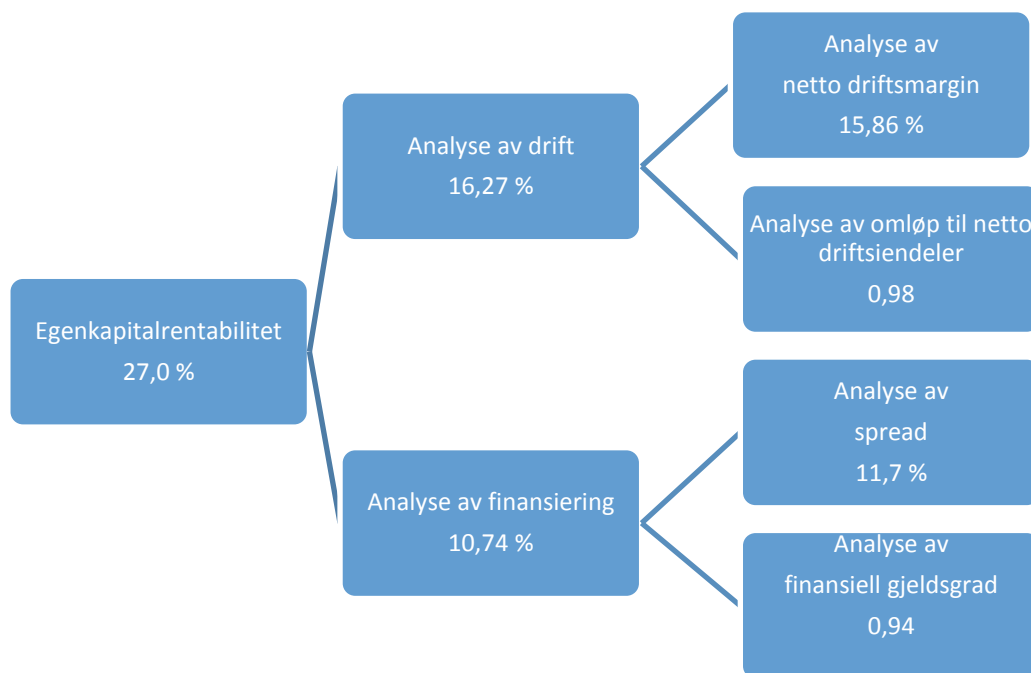
Figur 9-8: Netto finansiell gjeldsgrad

### Oppsummert finans

Oppsummert gir dette en forklaring på hvor sterkt SalMar og bransjen er finansiert med gjeld. Fra tabell 9-8 ser vi at SalMar har en betydelig høyere finansiell gearing enn bransjen, og er en forklaring på hvorfor SalMar levere høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen. I gode tider vil SalMar dra nytte av den finansielle gearingen, men i nedgangstider kan SalMar forvente økt tap.

### 9.3. Oppsummering av lønnsomhetsanalysen

Fra et tidsvektet snitt i perioden 2008-2013 har jeg nå dekomponert egenkapitalrentabiliteten i figur 9-9. Konklusjonen jeg vil trekke er at deler av lønnsomhetsanalysen samsvarer med strategisk analyse i kapittel 5. Som påpekt i ressursbasert analyse, hvor jeg identifiserte at SalMar hadde et midlertidig konkurransefortrinn på kostnader, samsvarer dette med lønnsomhetsanalysen. SalMar har en marginfordel på bransjen, som gjør at kostnadsnivået er lavere enn for bransjen. Samtidig støtter lønnsomhetsanalysen oppunder at oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, og SalMar har en høy finansiell gearing som gjør at selskapet vil få økt resultat i gode tider, men tilsvarende negativt resultat i dårlige tider.



Figur 9-9: Rentabilitetsanalyse (Penman, 2006)



## 10. Framtidsvekst

Den framtidige veksten i næringen er svært avgjørende i framtidsbudsjettering og verdsettelse. I dette kapitlet skal jeg analysere resultatvekst og vekst i egenkapital for å danne et grunnlag for videre vekstanalyse. Jeg fortsetter kapitlet med å forklare hvilke forventninger jeg har til det framtidige oppdrettsmarkedet. Da framtidsbudsjetteringen og verdsettelsen i kapittel 11 og 12 skal deles inn i to perioder, vil jeg både forklare forventningen på kort- og lang sikt i oppdrettsnæringen.

### 10.1.1. Vekst i resultat

SalMar har vært gjennom en høy vekst de siste 15 årene. I perioden jeg analyserer fra 2008 til 2013 er det forventet en årlig produksjonsvekst på 14 %.

Fra trendanalysen i tabell 10-1 ser jeg utviklingen på inntekter og kostnader. Geometrisk snitt av driftsinntekten er på 16,5 % årlig og varekostnad på 17,5 %. Varekostnaden øker noe mer enn driftsinntektene, med en spesiell høy vekst i 2012. Dette er påpekt i strategisk analyse, hvor sviktende tilbud av fiskemel og fiskeolje har ført til en prisvekst på fôr. Veksten i varekostnaden er forventet å fortsette også i framtiden.

Trend analyse	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	SalMar geometrisk snitt
Driftsinntekter	1,00	1,02	1,42	2,04	2,28	2,51	16,5 %
- Varekostnader	1,00	1,04	1,44	2,04	2,51	2,63	17,5 %
- Lønnskostnader	1,00	1,10	1,22	1,44	1,80	2,22	14,2 %
- Andre driftskostnader	1,00	1,33	1,63	2,10	3,69	4,63	29,1 %
- Avskrivninger	1,00	1,09	1,31	1,85	2,61	3,36	22,4 %
= Driftsresultat fra ordinær drift	1,00	0,81	1,39	2,35	1,45	1,38	5,5 %
- Driftsrelatert skattekostnad	1,00	1,68	2,84	1,74	1,64	1,56	7,7 %
= Netto driftsresultat fra drift	1,00	0,57	1,00	2,51	1,40	1,33	4,8 %
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	1,00	4,63	12,03	8,00	7,67	7,35	39,4 %
= Netto driftsresultat	1,00	0,72	1,39	2,71	1,62	1,54	7,4 %

Tabell 10-1: Trendanalyse

### 10.1.2. Vekst i egenkapital

Kapitalveksten i SalMar styres av tilbakeholdt overskudd fra driften. SalMar har i perioden 2007 til 2010 delt ut utbytte, men av varierende størrelse. Dersom selskapet betaler ut all fortjeneste i form av utbytte, vil selskapet vekst avhenge av kursutvikling på aksjen. Med tilbakeholdt overskudd kan bedriften har mulighet til å investere i nye driftseiendeler. Manglende styrking av egenkapital kan gå utover bedriftens muligheter til videre vekst i markedet. Tilbakeholdt overskudd og egenkapitalvekst beregnes etter formel (10.1).

$$ekv_t = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_t} = \left(1 - \frac{NBU_t}{NRE_t}\right) * \left(\frac{NRE}{EK_{t-1}}\right) \quad (10.1)$$

ekv = egenkapitalvekst

EK= egenkapital

NBU = netto betalt utbytte

NRE= netto resultat til egenkapital

For perioden 2008 til 2013T har SalMar i snitt betalt ut 48 % av overskuddet, mens 52 % har vært tilbakeholdt i egenkapitalen. Dette gir en gjennomsnittlig vekst i egenkapitalen på 14 % for perioden.

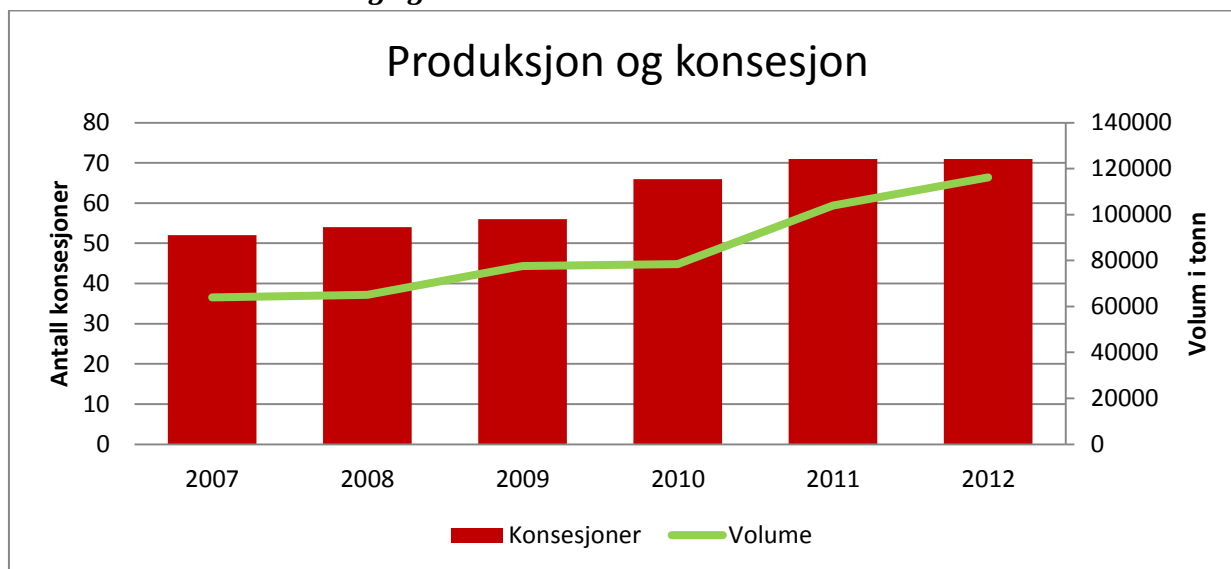
<b>Egenkapitalvekst (normalisert)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013T</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
Tilbakeholdt overskudd	0,58	0,64	0,44	0,51	1,20	0,27	0,52
* Egenkapitalrentabilitet	19,9 %	38,9 %	58,2 %	25,2 %	18,1 %	14,8 %	27,0 %
= Egenkapitalvekst	11,4 %	25,1 %	25,4 %	12,8 %	21,8 %	4,0 %	14,0 %

Tabell 10-2: Vekst i egenkapitalen

## 10.2. Kortsiktig vekst

I perioden 2008-2013T har SalMar skapt vekst i både resultat og kapital, tabell 10-1 og 10-2. I perioden 2007 til 2012 ser jeg en klar sammenheng mellom vekst i antall konsesjoner og vekst i volum, figur 10-1.

### 10.2.1. Konsolidering og vekst



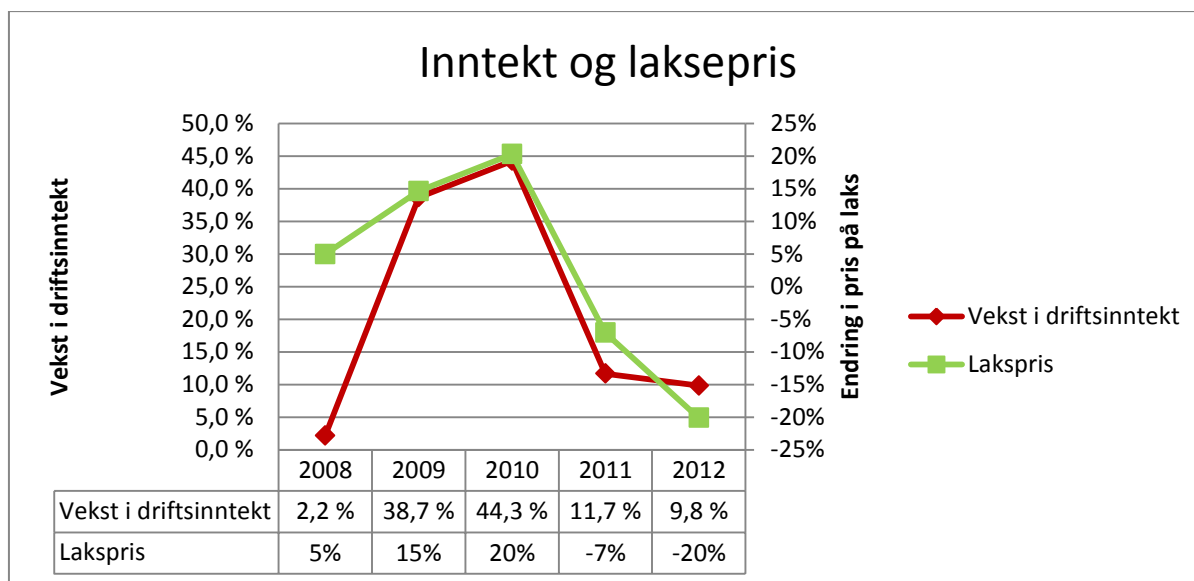
Figur 10-1: Konsesjoner og produksjonsvekst

Økt tilgang på konsesjoner medfører vekst i produksjon. Dette vil være helt avgjørende for framtidig vekst i selskapet. Som påpekt i strategisk analyse vil det bli konkurranse om de tilgjengelige konsesjonene. Etter at regelen for eierskapsbegrensning ble fjernet tror jeg dette vil føre til en sterkere konkurranse om oppkjøpene. Slik vi ser i nyhetsbilde skrivende stund hvor alle de tre store aktørene i bransjen ønsker å kjøpe Cermaq, både Marine Harvest, Lerøy Seafood Group og SalMar er interessert i å kjøpe. Dette forventer jeg vil bli mer normalt framover, fordi de store aktørene vil vokse videre. Dette støtter opp under livssyklusen til bransjen i kapittel 4, hvor jeg plasserte bransjen i en fortsatt høy vekst-fase, men med noe redusert vekst i forhold til de siste årene.

I 2015 har SalMar overtagelse av 10 nye oppdrettskonsesjoner fra Villa Organic, og vil da få en kraftig vekst i produksjon og omsetning. Høyere effektivitet og bedre teknologi kan også føre til økt produksjon, men det er hovedsakelig nye konsesjoner som gir mulighet til produksjonsvekst.

### 10.2.2. Driftsinntekt og eksportpris

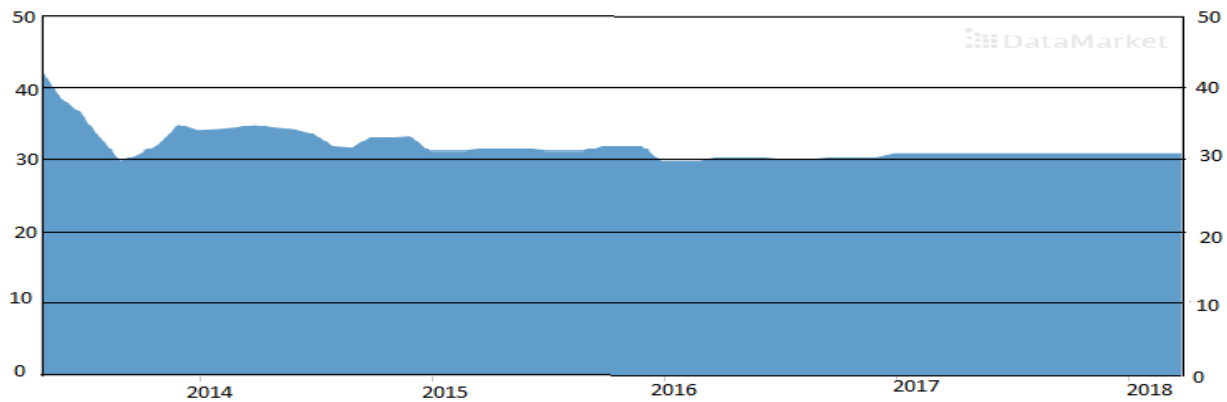
Prisutviklingen på laks er helt avgjørende for driftsinntekt og resultat selskapet leverer. Laks kan både selges til spotpris og som finansielle kontrakter. Dersom et selskap bare hadde solgt til spotpris, ville bedriften vært svært utsatt for svingningene i markedet. Salg på kontrakter gjør det mulig å redusere risikoen noe, men aktørene vil alltid bli sterkt påvirket av spotprisen. Figur 10-2 viser hvor sterkt utviklingen i driftsinntekten følger prisutviklingen på laks.



Figur 10-2: Sammenheng mellom inntekt og pris i markedet

I 2009 og 2010 var topp år for lakseprisen, og var på sitt høyeste over 40 kr per kilo. Fra 2010 falt lakseprisen kraftig. Spotprisen i 2011 og 2012 holdt seg på et ``lavt/normalt`` nivå, og bransjen hadde noen kroner i fortjeneste per laks. Spotprisen begynte å stige mot slutten av 2012, og har siden dette holdt et høyt nivå i gjennom 2013, figur 3-4.

Men som forwardprisen viser i figur 10-3 så er det forventet en lavere laksepris framover. En vedvarende lav laksepris vil påvirke både resultatet og investeringsnivået, da lavere vekst i egenkapital kan føre til en lavere vekst i konsolidering og framtidig produksjon.



Figur 10-3: Forwardpris fram til 2018 (Kilde: Datamarket.com)

Strategisk analyse identifiserte muligheten for fortsatt etterspørselsvekst i verdensmarkedet. Veksten i BNP i flere av landene som importerer norsk oppdrettslaks har siden slutten av finanskrisen vært lav, men har hatt en marginal positiv trend. IMP forventer at veksten i BNP for Europa øker videre fra 2013 til 2018, samt videre vekst i BNP for Russland og Japan (IMF.org 2013). IMF forventer en total økning i verdenseksporten av varer på 4,8 % for 2014. Dette er viktige faktorer for oppdrettsmarkedet, som i stor grad blir påvirket av markedene. Dette støtter oppunder videre volumvekst for SalMar.

SalMar har gjennom marginfordel på kostnader opparbeidet seg en posisjon som kostnadsleder i bransjeutvalget, som har resultert i økt avkastning. Denne posisjonen er forventet å bli utfordret av de etablerte aktørene, da stadig økt fokus på lavere kostnader preger bransjen. Den strategiske fordelene er forventet å fortsette på kortsiktig, men jeg mener den er avtakende på lengre sikt.

### 10.3. Langsiktig vekst

Høy vekst i en bransje har tendens til å være forbigående, og vil deretter konvergere mot lavere vekst og en moden tilstand for bransjen. Den høye veksten i enkelte bransjer kommer av posisjonering for de ulike aktørene. For oppdrettsbransjen kommer den høye veksten av i kombinasjon av økt etterspørsel, store investeringer, innovasjon og teknologi.

På langsikt er det ikke mulig med en vekst større enn realveksten i verdensøkonomien. Dersom dette hadde vært aktuelt, ville bedriften på langsikt vokst større enn økonomien. Høy vekst vil avta på langsikt fordi andre aktører vil oppsøke eller ta del i veksten slik at den på langsikt vil konvergere mot gjennomsnittlig vekst.

I dag selges opp mot 50 % av alle norsk oppdrettslaks til det europeiske markedet. Etterspørselen i Europa har holdt et relativt stabilt nivå de siste årene, og det store vekstpotensialet er tatt ut. Den forventede befolkningsvekst vil i hovedsak komme i Asia og Afrika. På lang sikt er SalMar avhengig av å øke salget i Asia, slik at den økte produksjonen vil bli etterspurt. SalMar er allerede etablert med salgskontor i Japan og i Sør-Korea, og kan muligens dra nytte av markedskjennskap og utvide til andre asiatiske land. Derfor vil Asia være markedet med størst potensiale for SalMar.

Den langsiktige veksten i næringen bestemmes av makroøkonomiske forhold, realveksten og prisveksten i økonomien. Da SalMar har sitt største marked utenfor Norge og er sterkt påvirket av veksten i eksportlandene, da spesielt fra landene i Europa, mener jeg dette vil være et godt estimat å bruke realvekst og prisveksten fra landene i EU.

Fra Verdensbankens databaser har jeg beregnet historiske årlige BNP-veksten for EU-landene fra perioden 1961-2012 på cirka 2,5 % <sup>7</sup>. Selv om tidsperioden 1961-2012 kan være en kort horisont å estimere lang vekst ut ifra, vil jeg i min analyse karakterisere denne tidsperioden som representativ for framtidig vekst, da den representerer en periode på over 50 år med både høy vekst og perioder med lavere vekst.

I tillegg til realveksten i BNP per år, kalkuleres et ledd som bestemmer prisveksten i samfunnet. Den europeiske sentralbank (ESB) har ikke et fastsatt inflasjonsmål, men definert prisstabilitet som en årlig prisstigning på mellom 0-2 % <sup>8</sup>. Jeg vil bruke 2 % som prisstigning for den langsiktige veksten.

Den langsiktige veksten oppdrettsnæringen vil i verdsettelsen bli satt 4,5 % som er summen av historiskvekst i bruttonasjonalprodukt på 2,5 % og prisstigning i Europa på 2 %. Jeg vil i slutten av kapittel 12 gjøre en sensitivitetsanalyse på grunn av usikkerheten i veksten.

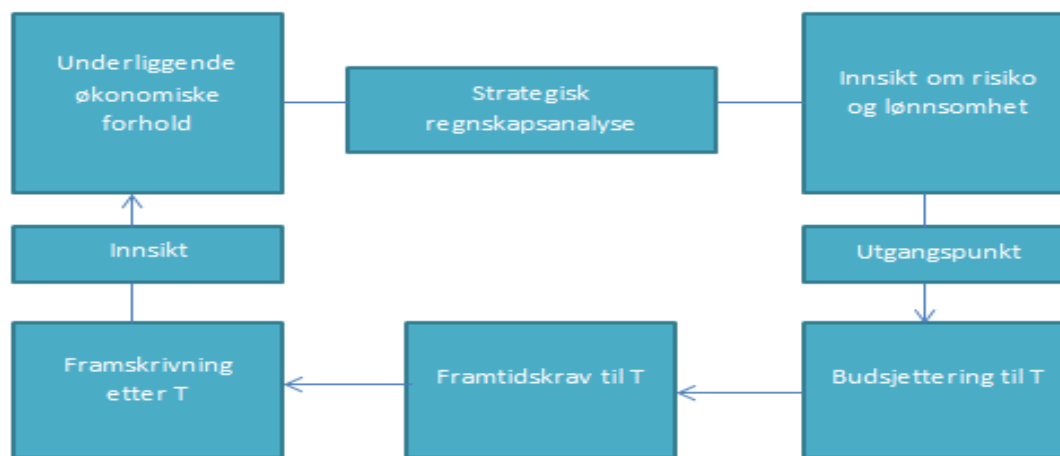
---

<sup>7</sup> <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>

<sup>8</sup> <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/20022003/otprp-nr-81-2002-2003-/3/2/3.html?id=127004>

## 11. Budsjettering

I del 3 skal jeg utarbeide et framtidsregnskap for SalMar. Budsjetteringen bygger på flere av kapitlene i oppgaven. Strategisk analyse har gitt et grunnlag på hvordan jeg forventer bransjen vil utvikle seg videre. Regnskapsanalysen var utgangspunktet for en risiko-, lønnsomhets- og vekstanalyse som har forklart hvordan SalMar har prestert historisk. Jeg skal i dette kapitlet bruke kunnskapen jeg har fått fra strategisk analyse og forholdstallsanalyse til og utarbeide et framtidsregnskap for SalMar som jeg skal bruke til verdsettelse av selskapet.



Figur 11-1: Rammeverk for framtidsregnskap, (Knivsfå 2006-14)

### 11.1. Budsjettering

Framtidsbudsjettering er delt opp i to deler, budsjettperiode og budsjettthorisont (Knivsfå, K. 2006-15). Budsjettperioden avgjør hvor langt fram i tid jeg skal budsjettere før budsjettet og selskapet går over til enkel framskrivning ved budsjettthorisont hvor selskapet er i steady state. Det er to forhold som avgjør budsjettperioden, tid til steady state og kvaliteten på regnskapsføringen.

#### 11.1.1. Steady state

SalMar vil oppnå steady state når veksten i selskapet er konstant og tilnærmet lik veksten i verdensøkonomien. Det som avgjøre tid til steady state er hvor bransjen er i livssyklusen og hvilke vekst selskapet er i. Som tidligere påpekt har jeg plassert bransjen i en *høy vekstfase*, men med noe avtakende vekst. Det er fremdeles nye markeder å skape vekst i, og SalMar har derfor potensiale til ytterligere vekst. Bransjen er fortsatt i en konsolideringstrend, og aktørene jobber for videre vekst og markedsandeler. Jeg forventer at SalMar fortsetter oppkjøpstrenden, men på

grunn av høy konkurranse vil markedsveksten avta også på kortsikt. SalMar vil fram til og med 2017 være i *høy vekst*, før den i 2018 til 2022 går over i en *moden vekst*. Selskapet er i steady state fra 2023-2024. En budsjettperiode på 10 år kan være passende, hvor selskapet i år 10-11 går over i steady state.

### **11.1.2. Kvalitet på regnskapsføring**

Budsjettperioden kan reduseres dersom regnskapsføringen er god, altså at driverne fanger opp virkelige verdi i regnskapet. SalMar har siden 2007 ført regnskap etter IFRS, med grunnprinsipper i historisk kost, foruten biologiske eiendeler og derivater som er ført til virkelig verdi (Årsregnskap SalMar 2012). Føring etter IFRS indikerer bruk av virkelig verdi prinsipp, og dermed en kortere budsjettperiode. Men SalMar benytter historisk kost prinsipp, og kan dermed gi usikkerhet på virkeligverdi regnskapet.

Samlet sett velger jeg en budsjettperiode på 10 år på grunnlag av tid til steady state og kvaliteten på regnskapsføringen.

## **11.2. Budsjett drivere**

Når jeg nå har bestemt budsjettperioden og framskrivningstidspunkt skal jeg starte på utarbeidingen av budsjettet. I budsjetteringen er det viktig å fokusere på de viktigste driverne.. Det er ni drivere som har største påvirkning på regnskapet, og det er de driverne jeg vil utarbeide prognoser på. Det blir ikke utarbeidet prognoser på unormale poster da jeg ikke har informasjon om noe særskilt som vil inntreffe i perioden. Driverne skal gi et godt grunnlag for framtidig verdiskapning.

### **11.2.1. Driftsinntektsvekst**

$$div_t = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}} \quad (11.1)$$

div = driftsinntektsvekst

DI= driftsinntekt

$\Delta DI$  = endring i driftsinntekten

Vekst i driftsinntektene er sentralt i budsjettering. Driftsinntekten danner grunnlag for all inntekt selskapet genererer, og flere andre driver har driftsinntekt som variabel.



Utviklingen i driftsinntekten for SalMar må deles i produksjonsvolum og pris på laks, summen utgjør forventet driftsinntekt. Jeg baserer mine forventninger til framtidig driftsinntekt på forventninger i markedet, regnskaps- og strategisk analyse.

### **Pris**

Pris på laks baseres på forwardprisen i markedet. Jeg har brukt data fra Fishpool (Fishpool.no) og fra Datamarket (Datamarket.com) for å identifisere hvordan markedet forventer at prisen på laks vil utvikle seg. Som vi kan se fra figur 10-3 er det forventet at dagens laksepris ikke vil holde seg på lang sikt. Prisen vil i løpet av 2013 falle, og gjennomsnittlig pris er forventet til å bli 35,66 kr for 2013. Forwardprisen ligger i et intervall på 30-32 kr fram til 2018.

IMF forventer en generell nedgang i matvareprisen, på grunn av økt tilbud. Men for enkelte matvarer kan prisen holdes opp av økte råvarepriser<sup>9</sup>. Dette kan gjelde for oppdrettsnæringen dersom prisnivået på fiskeolje og fiskemel holdes på et høyere nivå. Det er vanskelig å anslå om en økt råvarepris vil redusere marginen til bransjen, eller om vil resultere i økt laksepris. I mitt anslag antar jeg at dette allerede er innkalkulert i forwardprisen.

### **Produksjonsvolum**

Gjennomsnittlig vekst i produksjonsvolum for SalMar fra 2008 til 2013 har vært på 14,5 %. Veksten har økt i hele perioden, men hatt en lavere vekst i 2012 og 2013T.

Volum	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013T	Gjennomsnitt
<b>Produksjon (tonn)</b>	52100	53700	64300	78500	93000	102600	116000	
<b>Vekst i volum</b>		3,1 %	19,7%	22,1%	18,5%	10,3 %	13,1 %	14,5 %

Tabell 11-1: Historisk produksjonsvekst

Jeg deler veksten i driftsinntekten i tre perioder, høy, moden og steady state.

2014-2017: Høy vekst, men avtakende

SalMar er i en bransje hvor prisen er volatil og etterspørselen fortsatt øker. Veksten i etterspørselen i verdensmarkedet er forventet å bli 2 % for 2013, mot 22 % i 2012. Selv om etterspørselen faller tror jeg SalMar vil fortsette veksten i bransjen, men med noe avtakende vekst. Konsolideringen vil også fortsette for de store aktørene, og dermed føre til høyere produksjon. Ledelsen i SalMar har en prognose på 6 % vekst i produksjonen fram til 2025. Jeg antar at deres prognoser har et godt fundament. BNP vekst i de sentrale eksportlandene vil føre til

<sup>9</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>

videre vekst i etterspørsel etter laks, og jeg tror at salget vil øke i markedene i Asia. På kort sikt antar jeg at veksten holder seg høy slik som avdekket i strategisk analyse og tabell 11-1. Fram mot 2017 antar jeg at veksten faller mot prognosene fra ledelsen i SalMar.

2018-2022: Moden vekst, lavere vekst

Forwardprisen på laks er forventet å stige noe fra 2018, etter den fallende trenden fra 2013. Som diskutert i strategisk analyse vil den norske oppdrettsnæring møte større press fra oppdrettsnæringen i Chile, og vil øke salget til spesielt markedene i Asia. Dette tror jeg vil påvirke bransjen, og vil føre til en mer normalisering i etterspørselen veksten i verdensmarkedet. Det europeiske markedet vil holde en stabil etterspørsel, samtidig som veksten opprettholdes i det russiske markedet. Produksjonsveksten vil avta noe i denne perioden, og begynne å stabilisere seg på et lang sikt nivå.

2023-2024: Steady state

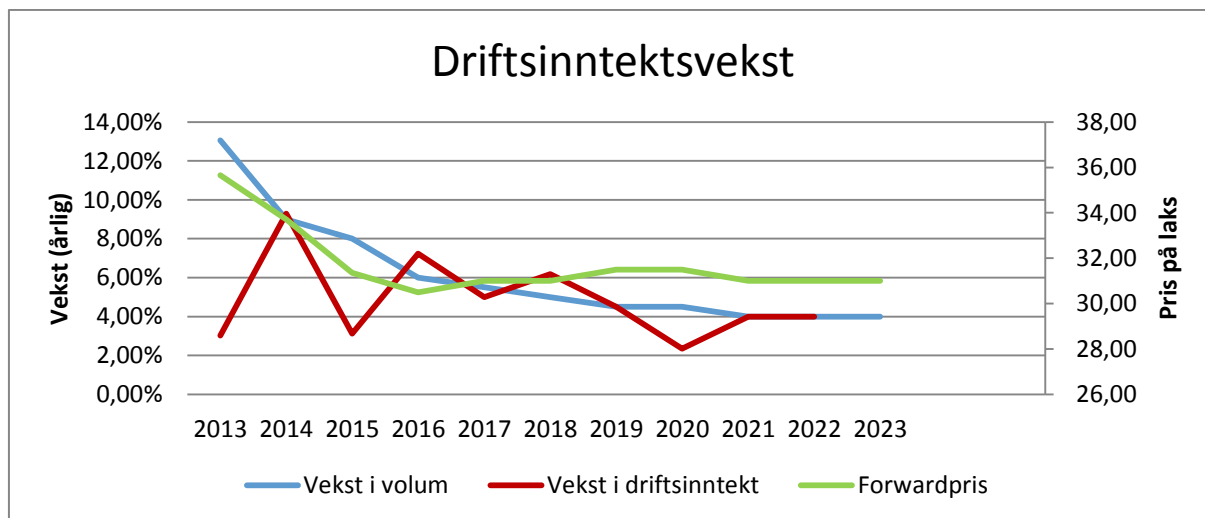
Den store veksten i markedene vil være tatt ut, og næringen vil gå over i en mer stabil etterspørselsvekst. I denne perioden vil selskapets vekst og avkastningskrav stabilisert seg, og vil ha en konstant vekst på 4,5 %.

	Høy vekst, men avtakende				Moden vekst, lavere vekst				Steady state			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
<b>Forwardpris</b>	33,7	31,35	30,50	31,00	31,0	31,50	31,50	31,00	31,00	31,00	31,00	
<b>Vekst i volum</b>	10 %	9,0 %	8,5 %	7,5 %	6,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	
<b>Oppkjøp</b>	12000											

Tabell 11-2: Framtidig produksjonsvekst

<b>Driftsinntekt</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
DI (t-1)	5 075	5 276	5 811	6 134	6 702	7 138	7 652	8 035	8 302	8 676	9 066
* 1+div	4,0 %	10,1%	5,6 %	9,3 %	6,5 %	7,2 %	5,0 %	3,3 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
= DI (t)	5 276	5 811	6 134	6 702	7 138	7 652	8 035	8 302	8 676	9 066	9 474

Tabell 11-3: Framtidig driftsinntekter (millioner NOK)



Figur 11-1: Utvikling i volum, inntekt og pris i markedet

### 11.2.2. Omløpet til netto driftseiendeler

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}} \quad (11.2)$$

onde = omløp til netto driftseiendeler

DI= driftsinntekt

NDE = netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler var høyere for bransjen fram til 2010, og var i denne perioden med effektiv enn konkurrentene sine. Men i 2011 falt *onde* kraftig og videre i 2012, og har i perioden 2008 til 2013T vært dårligere enn bransjen. Bransjen hadde gjennomsnittlig driftsresultat på 1,14 kr per investerte krone i driftskapitalen, mot SalMars på 0,98.

I perioden 2008-2013 har bransjen hatt en høyere omløp til netto driftseiendeler. Bransjen hadde gjennomsnittlig driftsresultat på 1,14 kr per investerte krone i driftskapitalen, mot SalMars på 0,98. SalMar har hatt en fallende trend for omløpet til netto driftseiendeler i 2011 og 2012, men ser ut til å øke noe i 2013. Økt konsolidering i perioden 2010 til 2012 kan være grunn til at omløpet falt, da det i denne perioden kan det være vanskelig å opprettholde en effektiv drift. SalMar ønsker å være det mest kostnadseffektive oppdrettsbedriften i bransjen. Etter konsolideringen i 2015, forventer jeg en videre vekst i omløpet hvor SalMar prøver å effektivisere driften, og skaper mer driftsinntekt på den investerte kapitalen. Jeg antar at SalMar jobber mot at *onde* stabiliserer seg på et nivå ikke langt i fra bransjen. Derfor forventer jeg at omløpet til netto driftseiendeler vil øke lineært mot 1,0 i steady state.

NDE	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DI (t)	5 276	5 811	6 134	6 702	7 138	7 652	8 035	8 302	8 676	9 066	9 474
onde	0,9	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95	0,96	0,98	0,99	0,99	1,0
= NDE(t)	5 863	6 386	6 668	7 207	7 594	8 055	8 369	8 472	8 764	9 158	9 570

Tabell 11-3: Vekst i netto driftseiendeler (millioner NOK)

### 11.2.3. Netto driftsmargin

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t} \quad (11.3)$$

ndm = netto driftsmargin

DI= driftsinntekt

NDR = netto driftsresultat

Netto driftsmargin er et mål på lønnsomheten til SalMar, hvor stor avkastning selskapet har på driftsinntekten.

SalMar har hatt en tidsvektet netto driftsmargin på 16,41 %, sammenliknet mot bransjen på 7,37 %. Prisen på laks påvirker netto driftsmargin mye, som jeg vist i figur 9-3. I kapittel 9 om lønnsomhetsanalysen, identifiserte jeg at SalMar har en marginfordel på bransjen. Marginfordelen har oppstått på grunnlag av lavere kostnader, og SalMar jobber mot å være den mest kostnadseffektive oppdrettsbedriften i bransjen. Samtidig så vi et økende nivå på andre driftskostnader i perioden 2012 og 2013T. Allikevel viser common-size analysen i tabell 9- at marginfordelen er vesentlig, da særlig på grunn av et lavere kostnadsnivå.

Som påpekt i strategisk analyse har den innovative teknologien ved foredlingsanlegget InnovaMar gitt grunnlag for et midlertidig konkurransefortrinn. Dette tror jeg på kort sikt vil opprettholdes, men på lengre sikt vil konkurrentene oppgradere deres produksjonsanlegg og vil føre til redusert marginfordel.

Fra 2018 har markedet blitt mer modent og konsolideringen har begynt å avta. Når vekstmuligheten har begynt å avta, tror jeg at bransjen vil jobbe mot økt effektivisering av driften. Jeg tror bransjen vil jobbe mot reduksjon av kostnader, slik at marginene i bransjen opprettholdes. Totalt sett i perioden vil netto driftsmargin faller mot et lavere nivå for SalMar, men samtidig vil hele bransjen jobbe mot en økt netto driftsmargin. Derfor tror jeg at en langsiktig netto driftsmargin vil ha lineær avtakende trend mot 11 %.

<b>NDR (t)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
DI (t)	5 276	5 811	6 134	6 702	7 138	7 652	8 035	8 302	8 676	9 066	9 474
* ndm	14,5 %	13,2%	12,9%	12,6%	12,3%	12,1%	11,8%	11,5%	11,2%	11,0%	11,0%
= NDR (t)	765	767	793	848	883	926	950	959	978	997	1 042

Tabell 11-4: Vekst i netto driftsresultat (millioner NOK)

#### 11.2.4. Finansiell gjeldsdel

Soliditetsanalysen identifiserte gjeldsnivået til SalMar, og i figur 7-6 så jeg at finansiell gjeld har økt de siste årene. Tidsvektet finansiell gjeld av netto driftskapital har i perioden 2008-2013 vært på 49 %. De siste årene har den økt, og steget til over 50 %. På kort sikt ser behov for mer kapital og dermed en stigende gjeldsandel på grunn av økt konsolidering. Men på lengre sikt i modent marked fra 2016 vil finansiell gjeldsandel faller lineært mot gjennomsnittet 2011-2013 på 52 %. Jeg ser for meg at SalMar holder seg på en stabil kapitalstruktur, men på et høyere nivå enn bransjen.

<b>Finansiell gjeld</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
NDE	5 863	6 386	6 668	7 207	7 594	8 055	8 369	8 472	8 764	9 158	9 570
* fgd	54,0 %	53,8%	53,6%	53,4%	53,2 %	53,0 %	52,8%	52,6 %	52,4%	52,2%	52,0%
= FG	3 166	3 436	3 574	3 849	4 041	4 270	4 420	4 458	4 594	4 783	4 979

Tabell 11-5: Vekst i finansiell gjeld (millioner NOK)

### 11.2.5. Finansiell eiendelsandel

Finansielle eiendeler har vært en liten post i SalMars finansregnskap, og selskapet har hatt lav tilgang på både finansielle omløpsmidler og anleggsmidler. I likviditetsanalysen så jeg at finansiell gjeldsdekningsgrad er svært lav for SalMar figur 7-3.

På lik linje med finansiell gjeld tror jeg at finansielle eiendeler vil øke for selskapet, på grunn av behov for bedre likviditeten. Men i perioden med høy vekst antar jeg at store deler av den finansielle beholdningen blir brukt til reinvestering i driften, enten i form av kapitalinvesteringer eller biologiske investeringer. På lang sikt må finansielle eiendeler økes for SalMar, og vil ha en lineær vekst mot 8 %.

Finansiell eiendeler	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NDE	5 863	6 386	6 668	7 207	7 594	8 055	8 369	8 472	8 764	9 158	9 570
* fge	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,9 %	6,2 %	6,6 %	6,9 %	7,3 %	7,6 %	8,0 %	8,0 %
= FE	293	332	367	422	472	529	580	617	670	733	766

Tabell 11-6: Vekst i finansiell eiendeler (millioner NOK)

### 11.2.6. Finansiell gjeldsrente

Finansiell gjeldsrente er den renten SalMar skal betale på gjeldsposten. I et velfungerende kapitalmarked og SalMar som rapporter etter IFRS, skal finansiell gjeld skal balanseføres til virkelig verdi. Med dette utgangspunktet kan jeg beregne framtidig finansiell gjeldsrente som er lik finansiell gjeldskrav, (appendix tabell-8). Netto finanskostnad beregnes etter formel (11.4).

$$NFK_t = fgr_t * FG_t \quad (11.4)$$

NFG = netto finanskostnad

fgr= finansiell gjeldsrente

FG = finansiell gjeld

Netto finanskostnad	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FG	3 166	3 436	3 574	3 849	4 041	4 270	4 420	4 458	4 594	4 783	4 979
* fgr	4,0 %	2,8%	3,4 %	3,7 %	3,8 %	4,0 %	4,1 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
= NFK	125,4	96,0	120,0	141,2	154,3	169,5	182,1	190,4	196,2	204,2	212,6

Tabell 11-7: Vekst i finansiell gjeld og finanskostnad (millioner NOK)

### 11.2.7. Finansiell eiendelsrentabilitet

Jeg antar at finansiell eiendelsrentabilitet tilsvarer finansielt eiendelskrav i framtiden, (appendix tabell-8). . Netto finansiell inntekt beregnes etter formel 11.5.

$$NFI_t = fer_t * FE_t \quad (11.5)$$

NFI = netto finansinntekt

fer= finansiell eiendelsrente

FE = finansielle eiendeler

<b>Netto finansinntekt</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
FE	293	332	367	422	472	529	580	617	670	733	766
* fer	1,3 %	1,5 %	2,1 %	2,4 %	2,6 %	2,7 %	2,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
= NFI	3,8	5,0	7,6	10,1	12,1	14,4	16,7	18,7	20,3	22,3	23,3

Tabell 11-7: Vekst i finansiell eiendel og finansinntekt (millioner NOK)

### 11.2.8. Minoritetsinteresser

Dersom et av datterselskapene til SalMar er lønnsomme kan det være lurt å kjøpe ut minoritet, eller motsatt dersom går med dårlige resultater. SalMar har i 2012 redusert minoritetsandelen, og jeg tror SalMar vil ønske en lavest mulig minoritetspost. Men på grunn av økt konsolidering holder jeg minoritetsandelen uforandret. Kapitalstruktur holder seg generelt stabil over tid.

$$mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t} \quad (11.6)$$

mid = minoritetsandel

MI= minoritetsinteresse

NDE = netto driftseiendeler

<b>Minoritet</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
NDE (t)	5 863	6386	6 668	7 207	7 594	8 055	8 369	8 472	8 764	9 158	9 570
* mid	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
= MI (t)	117,3	1277	133,4	144,1	151,9	161,1	167,4	169,4	175,3	183,2	191,4

Tabell 11-8: Endring i minoritetsforhold (millioner NOK)

### 11.2.9. Netto minoritetsresultat

Som diskutert under finansiell gjeldsrente, vil minoritetens rentabilitet være lik minoritetskravet på lang sikt. Beregning for minoritetskravet er gjort i tabell 11-17. Netto minoritetsresultat beregnet med formel (11.7).

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1} \quad (11.7)$$

NMR = netto minoritetsresultat

mir = minoritetsrentabilitet

MI= minoritetsinteresse

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MI (t)	117	128	133	144	152	161	167	169	175	183	191
* mir	9,5 %	10,4%	10,9 %	11,2 %	11,3 %	11,4 %	11,5%	11,6 %	11,5%	11,5 %	11,4%
= NMR (t)	11,2	13,3	14,6	16,1	17,1	18,3	19,2	19,6	20,2	21,0	21,8

Tabell 11-9: Resultat til minoritet (millioner NOK)

### 11.2.10. Oppsummering av drivere

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>div</b>	3,96 %	10,13%	5,56 %	9,26 %	6,50 %	7,20 %	5,00 %	3,33 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
<b>onde</b>	0,90	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95	0,96	0,98	0,99	0,99	0,99
<b>ndm</b>	14,50 %	13,20%	12,93%	12,65%	12,38 %	12,10 %	11,83%	11,55 %	11,28%	11,00%	11,00%
<b>fgd</b>	54,00 %	53,80%	53,61%	53,41%	53,21 %	53,01 %	52,82%	52,62 %	52,42%	52,22%	52,02%
<b>fge</b>	5,00 %	5,20 %	5,50 %	5,86 %	6,21 %	6,57 %	6,93 %	7,29 %	7,64 %	8,00 %	8,00 %
<b>fgr</b>	3,96 %	2,79 %	3,36 %	3,67 %	3,82 %	3,97 %	4,12 %	4,27 %	4,27 %	4,27 %	4,27 %
<b>fer</b>	1,29 %	1,51 %	2,08 %	2,40 %	2,56 %	2,71 %	2,87 %	3,03 %	3,04 %	3,04 %	3,04 %
<b>mid</b>	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
<b>mir</b>	9,51 %	10,40%	10,92%	11,18%	11,27 %	11,37 %	11,46%	11,56 %	11,51%	11,46%	11,41%

Tabell 11-10: Drivere for framtidsbudsjettering



### 11.3. Framtidsregnskap

Med utgangspunkt i budsjettdriverne i kapittel 11 konstrueres et framtidsresultat, balanse og kontantstrøm for SalMar i perioden 2014-2024. Framtidsregnskapet skal brukes i den fundamentale verdsettelsen i neste kapittel.

#### 11.3.1. Framtidsresultat

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DI	5 276	5 811	6 134	6 702	7 138	7 652	8 035	8 302	8 676	9 066	9 474
NDR	765	767	793	848	883	926	950	959	978	997	1 042
+ NFI	4	5	8	10	12	14	17	19	20	22	23
= NRS	769	772	800	858	895	940	967	978	999	1 020	1 065
- NFK	125	96	120	141	154	170	182	190	196	204	213
- NMR	11	10	11	12	13	14	15	16	16	17	18
= NRE	632	666	669	704	728	756	770	772	786	799	835
+ UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ UNFR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= FNR	632	666	669	704	728	756	770	772	786	799	835
- NBU	566	385	497	395	491	477	561	671	584	538	587
= Δ EK	66	282	172	309	237	280	209	100	202	261	249

Tabell 11-11: Framtidsresultat for SalMar 2014-2024 (millioner NOK)

#### 11.3.2. Balanse

Eiendeler	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NDE	5 863	6 386	6 668	7 207	7 594	8 055	8 369	8 472	8 764	9 158	9 570
+ FE	293	332	367	422	472	529	580	617	670	733	766
= SSK	6 156	6 718	7 034	7 629	8 065	8 584	8 949	9 089	9 433	9 891	10 336
-											
Egenkapital/ Gjeld	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EK	2 873	3 154	3 327	3 636	3 873	4 153	4 362	4 462	4 664	4 925	5 174
+ MI	117	128	133	144	152	161	167	169	175	183	183
+ FG	3 166	3 436	3 574	3 849	4 041	4 270	4 420	4 458	4 594	4 783	4 979
= SSK	6 156	6 718	7 034	7 629	8 065	8 584	8 949	9 089	9 433	9 891	10 336

Tabell 11-12: Balanse for SalMar 2014-2024 (millioner NOK)

### 11.3.3. Kontantstrøm

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Million (NOK)</b>											
NDR	765	767	793	848	883	926	950	959	978	997	1 042
+ UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Δ NDE	516	523	282	539	387	461	315	102	292	394	412
= FKD	249	244	511	309	497	465	635	856	686	603	630
+ NFI	4	5	8	10	12	14	17	19	20	22	23
+ UNFI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Δ FE	4	39	35	55	50	57	51	37	53	63	33
= FKS	248	210	484	263	459	422	602	838	654	562	620
- NFK	125	96	120	141	154	170	182	190	196	204	213
+ Δ FG	366	270	138	275	192	229	150	37	136	189	196
- NMR	11	13	15	16	17	18	19	20	20	21	22
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Δ MI	89	10	6	11	8	9	6	2	6	8	-
= FKE	567	381	494	392	487	473	557	667	580	534	582

Tabell 11-13: Kontantstrøm for SalMar 2014-2024 (millioner NOK)

## 11.4. Framtidskrav

Det historiske avkastningskravet for perioden 2008 til 2013T ble beregnet i kapittel 8. Her presenterte jeg teori og grunnlaget for avkastningskravet. I dette kapittelet vil jeg beregne avkastningskravet for fremtiden. Som for historisk avkastningskrav, skal jeg her også finne egenkapitalkravet og netto driftskapitalkravet. Det er viktig at avkastningskrav har et godt fundament, da framtidig kontantstrøm vil bli sterkt påvirket av de ulike variablene. Jeg tar utgangspunkt i beregningene gjort i kapittel 8, men gjør justeringer slik at avkastningskravet vil være egnet for diskontering av framtidig kontantstrøm. Her vil jeg kort kommentere endringen i forhold til historiske avkastningskravet.

### *Risikofri rente*

Jeg forventer at rentenivå på lengre sikt vil endres. Rentenivå i Norge har vært på et lavt nivå de siste årene. Rentebane i renteviften utgitt av Norges Bank i figur 5-2 viser at renten vil øke på lang sikt. Jeg vil i framtidsskrav bruke med 10-årig statsobligasjon i 2014 og hvor jeg videre forventer en vekst mot et høyere mer ``normalt`` rentenivå, følger dermed den forventer rentebanen til Norges Bank indikerer. For SalMar betyr økt risikofri rente at egenkapitalkravet til investor vil øke, tabell 11.15.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nibor-3 månedsrente	2,15 %	3,02 %	3,50 %	3,73 %	3,96 %	4,20 %	4,43 %	4,43 %	4,43 %	4,43 %	4,43 %
- Risikotillegg 10 %	0,22 %	0,30 %	0,35 %	0,37 %	0,40 %	0,42 %	0,44 %	0,44 %	0,44 %	0,44 %	0,44 %
= Risikofri rente før skatt	1,94 %	2,72 %	3,15 %	3,36 %	3,57 %	3,78 %	3,98 %	3,98 %	3,98 %	3,98 %	3,98 %
- 28 % skatt	0,54 %	0,76 %	0,88 %	0,94 %	1,00 %	1,06 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %
= Risikofri renter etter skatt	1,39 %	1,96 %	2,27 %	2,42 %	2,57 %	2,72 %	2,87 %	2,87 %	2,87 %	2,87 %	2,87 %

Tabell 11-14: Framtidig risikofri rente

### Beta til egenkapital

Netto finansiell gjeldsbeta antar jeg at er 0 på langsikt, fordi den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler.

Jeg antar netto driftsbeta er konstant i hele den framtidige perioden. Bakgrunnen for dette er Miller & Modigliani-Propostion 1 som sier at verdien av selskapet ikke påvirkes av finansieringen. Jeg oppdaterer netto driftsbeta 2013T etter formel (11-8).

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{MIN} * \frac{MIN}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} \quad (11-8)$$

$$\beta_{NDK} = 1,01 * 0,52 + 1,01 * 0,01 = 0,54$$

Beta til egenkapitalen endres i forhold til historisk beta, og jeg bruker formel (11.9) til å kalkulere beta til egenkapitalen. Formelen for beta til egenkapital sier at beta til netto driftskapital vektet mot de ulike kapitalandelene.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} * \frac{NDK}{EK+MI} \quad (11.9)$$

$\beta_{EK}$  = beta til egenkapital

$\beta_{NDK}$  = beta til netto driftskapital

NDK = netto driftskapital

MI = minoritetsinteresse

EK = egenkapital

Netto driftsbeta	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapital beta	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02	1,01	1,00	0,99	0,98	0,97	0,96
* EK/NDK	0,49	0,49	0,50	0,50	0,51	0,52	0,52	0,53	0,53	0,54	0,54
+ Egenkapital beta	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02	1,01	1,00	0,99	0,98	0,97	0,96
* MI/NDK	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Netto finansiell											
+ gjeldsbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* NFG/NDK	0,49	0,49	0,48	0,48	0,47	0,46	0,46	0,45	0,45	0,44	0,44
= Netto driftsbeta	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54

Tabell 11-15: Framtidig netto driftsbeta

### Risikopremie i markedet

Henviser til avsnitt 8.1.3 hvor jeg påpekte i artikkel ``Equity Risk Premium`` av Damodaran, hvor historisk risikopremie er beregnet til 5,2 %. Da usikkerheten til framtiden er stor, velger jeg derfor og bruk den historisk kalkulerte risikopremien fra overnevnt artikkelen (Damodaran, 2011).

### 11.4.1. Egenkapitalkrav

Sammenliknet med det historiske egenkapitalkravet i tabell 8-10 ser jeg at det framtidige egenkapitalkravet vil øke. Dette er forventet da jeg har antatt en økning i risikofri rente økning i markedets risikopremie og beta til egenkapital.

Egenkapitalkrav	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NIBOR	2,15%	3,02%	3,50%	3,73%	3,96%	4,20%	4,43 %	4,43 %	4,43%	4,43%	4,43%
- Risikotillegg 10 %	0,22%	0,30%	0,35%	0,37%	0,40%	0,42%	0,44 %	0,44 %	0,44%	0,44%	0,44%
= Risikofri rente før skatt	1,94%	2,72%	3,15%	3,36%	3,57%	3,78%	3,98 %	3,98 %	3,98%	3,98%	3,98%
- 28 % skatt	0,54%	0,76%	0,88%	0,94%	1,00%	1,06%	1,12 %	1,12 %	1,12%	1,12%	1,12%
= Risikofri renter etter skatt	1,39%	1,96%	2,27%	2,42%	2,57%	2,72%	2,87 %	2,87 %	2,87%	2,87%	2,87%
+ Beta til egenkapital	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02	1,01	1,00	0,99	0,98	0,97	0,96
* Risikopremie	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20 %	5,20 %	5,20%	5,20%	5,20%
+ Likviditetspremie	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
= Egenkapitalkrav	8,90%	9,42%	9,68%	9,77%	9,87%	9,96%	10,06%	10,01%	9,96%	9,91%	9,89%

Tabell 11-16: Framtidig egenkapitalkrav

### Minoritetskrav

Som minoritet er disse aksjonærene mer utsatt for lav likviditet og utpressing av stor aksjonær.

Jeg velger i framtidskravet å legge til en risikopremie for minoritet på 1,5 %.

Minoritetskrav	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapitalkrav	8,90%	9,42 %	9,68%	9,77%	9,87%	9,96 %	10,06%	10,01%	9,96%	9,91 %	9,89%
+ Likviditetspremie	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
= Minoritetskrav	10,40%	10,92 %	11,18 %	11,27 %	11,37 %	11,46 %	11,56 %	11,51 %	11,46 %	11,41 %	11,39 %

Tabell 11-17: Minoritetskrav

### 11.4.2. Netto driftskapitalkrav

Netto driftskapital krav berignes etter formel 11.9. Da både egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav har økt forventet jeg en økt netto driftskapital krav. Fra tabell 11-16 ser jeg at netto driftskapitalkrav stiger fra 5,92 % i 2013T og har en oppadgående trend i hele perioden, før den stabiliserer seg i steady stat 2024.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK} \quad (11.10)$$

ndk = netto driftskrav

mik = minoritetskrav

ek = egenkapitalkrav

MI = minoritet

NDK = netto driftskapital

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld

Netto driftskapital krav	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapitalkrav	8,90%	9,42%	9,68 %	9,77 %	9,87 %	9,96 %	10,06%	10,01%	9,96 %	9,91 %	9,89 %
* EK/NDK	0,49	0,49	0,50	0,50	0,51	0,52	0,52	0,53	0,53	0,54	0,54
+ Minitoritetskrav	10,40%	10,92%	11,18%	11,27%	11,37%	11,46%	11,56%	11,51%	11,46%	11,41%	11,39%
* MI/NDK	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
+ Netto finansiell gjeldskrav	2,93%	3,49%	3,81%	3,98%	4,14 %	4,30 %	4,46 %	4,47 %	4,48 %	4,49%	4,49 %
* NFG/NDK	0,49	0,49	0,48	0,48	0,47	0,46	0,46	0,45	0,45	0,44	0,44
= Netto driftskapital krav	6,00%	6,57%	6,89%	7,05%	7,20 %	7,36 %	7,52 %	7,53 %	7,53 %	7,54%	7,54 %

Tabell 11-18: Framtidig netto driftskapitalkrav

### Oppsummering

Når jeg nå har funnet framtidig resultatregnskap i avsnitt 11.3 og framtidsvkastningskrav i avsnitt 11.4, skal jeg i neste kapittel gjennomføre en fundamental verdsettelse, etterfulgt av to supplementære verdsettelsesmodeller. Tilslutt i oppgaven vil jeg komme med en konklusjon og en mulig handlingsstrategi.

## 12. Fundamental verdsettelse

Målet mitt i dette kapitlet er å finne et verdiestimat på aksjen til SalMar. En fundamental verdivurdering bygger seg ut i fra alle kapitlene i den oppgaven, men jeg skal nå fokusere på framtidsregnskapet og framtidsberegnet avkastningskrav fra kapittel 11.

Et selskaps egenkapital kan verdsettes direkte ved bruk av egenkapitalmetoden eller indirekte ved selskapskapitalmetoden (Knivsflå, K. 2006-16). Selskapsmetoden finner verdien av egenkapitalen i to steg, ved først å finne nåverdien av kontantstrømmen til selskapet, og trekker fra gjeld.

De to ulike framgangsmåtene har fire forskjellige metoder som brukes for å finne et verdiestimat av selskapet. Sammenhengen mellom de fire metodene, er at konsistens bruk skal gi ekvivalente verdiestimat (Knivsflå, K. 2006-17). I framtidsregnskapet vil fri kontantstrøm til egenkapital og netto utbetalt utbytte være lik, altså vil utbyttmodellen og fri kontantstrøm til egenkapital kan beregnes som en modell. Dette kan vi se i framtidsregnskapet i kapittel 11.

- Utbyttmodell
- Fri kontantstrøm
- Superprofitt
- Superprofittvekstmodellen

Jeg kommer i min oppgave til å bruke både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. For hver av metodene bruker jeg fri kontantstrøm til egenkapitalen/drift og superprofitt til egenkapitalen/drift for å finne et verdiestimat for SalMar.

## 12.1. Egenkapitalmetoden

Jeg skal bruke fri kontantstrøm til egenkapitalen og superprofitt til egenkapitalen for å finne verdien av egenkapitalen til SalMar.

### 12.1.1. Fri kontantstrøm til egenkapitalen

For å finne et verdiesimat for SalMar ved fri kontantstrøm til egenkapitalen, bruker egenkapitalmetoden en verdsettelse i to deler, (Knivsflå, K. 2006-16).

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1+ekk_t) + \dots + (1+ekk_t)} + \frac{FKE_{T-1}}{(1+ekk_t) + \dots + (1+ekk_t)} \quad (12.1)$$

VEK= verdien av egenkapital

FKE= fri kontantstrøm til egenkapital

ekk= egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

Første ledd er verdien av budsjettperioden hvor jeg forventer en avvik mellom forventet vekst i selskapet og i økonomien. Her finner jeg diskontert kontantstrøm for hvert år, og finner en sum nåverdi av budsjettperioden.

Andre ledd er å finne horisontverdien av selskapet. Når selskapet har oppnådd konstant vekst, kan jeg bruke framskrivning med konstant vekst som finner horisontverdien på selskapet. Dette ser vi fra formel 12.1 som er inndelt i to ledd.

Fri kontantstrøm til egenkapital finner jeg en verdi av egenkapital på 7,02 milliarder kroner, verdiesimat per aksje er da 61,98 kr. Utrekning er i appendix tabell 3.

### 12.1.2. Superprofittmodellen

Superprofittmodellen måler meravkastning selskapet oppnår, forskjellen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav. Superprofitten danner en kontantstrøm, og diskonteres med avkastningskrav.

Superprofittmodellen er delt i tre ledd. Første ledd er verdien av egenkapitalen i dag, finner verdien i balansen. Andre ledd er nåverdien av budsjettperioden, og tredje ledd beregner nåverdien av horisontverdien av selskapet.



$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_t) + \dots + (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) * EK_T}{(1 + ekk_t) + \dots + (1 + ekk_t) * (ekv - ekv)}$$

VEK= verdien av egenkapital

EK= egenkapital

ekv= egenkapitalvekst

ekv = egenkapitalvekst

ekr = egenkapitalrentabilitet

Superprofittmodell til egenkapital finner jeg en verdi av egenkapital på 7,02 milliarder kroner, verdiestimat per aksje er da 61,98 kr. Utrekning er i appendix tabell 4.

SalMar aksjen handles i dag 05.06.2013 for 60 kr per aksje. Sammenliknet med verdiestimatet fra egenkapitalmetoden så er det en forskjell på 3,3 %. Videre skal jeg bruke selskapsmetoden for å finne et verdiestimat.

## 12.2. Selskapskapitalmetoden

Forskjellen fra egenkapitalmetoden er at selskapskapitalmetoden beregner verdien av egenkapital indirekte ved første å finne verdien av netto driftskapital og deretter trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetspost. Eller finner verdien av sysselsatt kapital og trekker fra finansiell gjeld og minoritetsinteressen, (Knivsflå, K. 2006-17).

### 12.2.1. Fri kontantstrøm til netto driftskapital

Framgangsmåten og utregning av verdiestimat er den samme som for fri kontantstrøm til egenkapital, men her må jeg trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressen.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_t) + \dots + (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T-1}}{ndk - ekv} - NFG_0 - MI_0$$

VEK= verdien av egenkapital

FKD= fri kontantstrøm til drift

ndk= netto driftskapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

NFG = netto finansiell gjeld

MI = minoritetsinteresse

Fri kontantstrøm til netto driftskapital finner en verdi av egenkapital på 10,13 milliarder kroner, verdiestimat per aksje er da 89,46 kr. Utrekning er i appendix tabell 5.

### 12.2.2. Superprofittmodellen

Superprofitt til netto driftskapital tar utgangspunkt i verdien av netto driftskapital i dag, og legger til nåverdien av budsjettperioden (2.ledd) og nåverdien av framskrivningen (3.ledd). Deretter må jeg trekke fra nettofinansiell gjeld og minoritetsinteressene.

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk) * NDK_{t-1}}{(1 + ndk_t) + \dots + (1 + ndk)} + \frac{(ndr - ndk) * NDK_T}{(1 + ndk_t) + \dots + (1 + ndk_t) * (ndk - ekv)} - NFG_0 - MI_0$$

VEK= verdien av egenkapital

NDK= netto driftskapital

ndr= netto driftsrentabilitet

ndk= netto driftskapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

MI = minoritetsinteresse

NFG = netto finansiell gjeld

Superprofittmodell til netto driftskapital finner en verdi av egenkapital på 10,13 milliarder kroner, verdiestimat per aksje er da 89,46 kr. Utrekning er i appendix tabell 6.

SalMar aksjen handles i dag 05.06.2013 for 60 kr per aksje. Sammenliknet med verdiestimatet fra selskapsmetoden er det en forskjell på 49 %, og forskjellen er stor. Verdiestimatene jeg har beregnet er foreløpige.

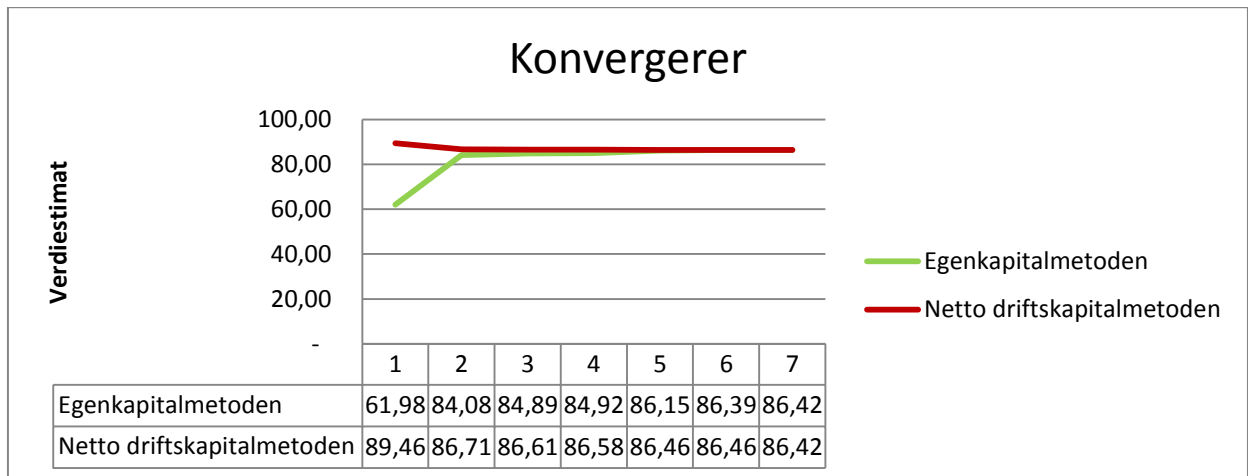
### 12.3. Verdiestimat- konvergering

Fra fundamental verdsettelse fikk jeg to ulike verdiestimat for aksjen til SalMar. Etter egenkapitalmetoden var prisen 61,98 kr og for netto driftskapitalmetoden fikk jeg verdi på 89,46 kr, og er dermed en differanse på 44 %. En grunn til at det er forskjell mellom metodene er fordi vektingen av avkastningskravene er basert på budsjetterte verdier (Knivsflå, K. 2006-17). Dersom vektingen hadde vært basert på virkelige verdier ville metoden gitt et mer likt svar, eller helt likt svar. Dersom jeg hadde kjent virkelig verdi ville jeg allerede hatt en egenkapitalverdi av selskapet. Men for å finne et langsiktig verdiestimat, kan jeg konvergere metodene.

Dette gjør jeg ved å oppdatere verdiestimatene, og på denne måten vil de verdissetingsmodellene konvergere mot en felles verdi. Konvergering utføres ved at jeg lager et oppdatert framtidsregnskap som baseres på oppdaterte verdiestimat. Metoden som brukes er følgende (Knivsflå, K. 2006-17):

- 1) Egenkapitalen i år 0 oppdateres ved bruk av egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden.
- 2) Verdien av netto driftseiendeler endres til balanseført verdi pluss merverdien av egenkapitalen.
- 3) Netto driftsresultat blir verdien av gjennomsnittlig avkastningskrav multiplisert med netto driftseiendeler fra siste perioden.
- 4) Deretter oppdateres netto driftseiendeler og egenkapital for nest år ved å justere for verdiendringen i henholdsvis netto driftseiendeler og egenkapitalen.

Denne prosessen gjennomføres til verdiestimatene for egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden konvergerer mot felles verdi.



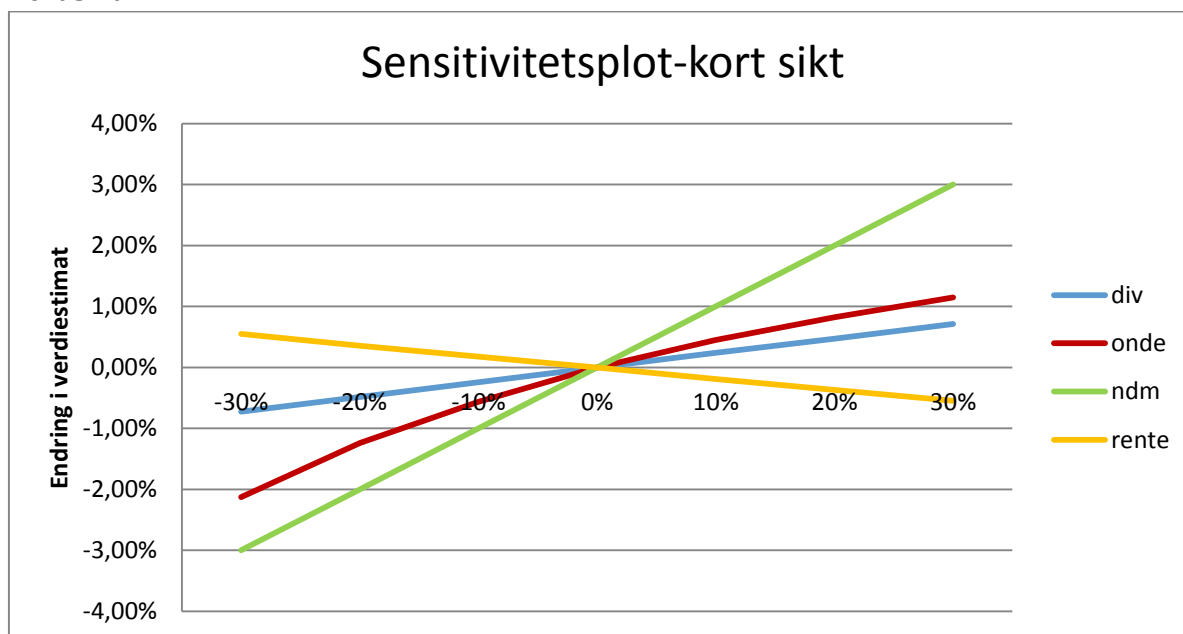
**Figur 12-1: Konvergere mot felles verdiestimat**

Jeg vil videre i dette kapittelet gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å avdekke hvor sensitiv analysen min er for endringer, og komme med en felles konklusjon i slutten av kapittel 12.

## 12.4. Sensitivitetsanalyse

Jeg skal her undersøke hvor sensitiv verdien av egenkapitalen er for endringer i de mest sentrale driverne som ble estimert i avsnitt 11.12.11. Jeg vil gjøre en sensitivitetsanalyse som påvirker prognosene, både på kort sikt (driverne i budsjettthorison) og lang sikt (driverne i framskrivning). De driverne som har mest sentrale og vil ha størst påvirkning er driveren til driftsinntekten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og endring i renten. Sensitivitetsplot i figur 12-2 er en oppsummering av hvordan endring i de fire ulike driverne vil påvirke verdiestimat på kort sikt. Figur 12-3 viser hvordan driverne vil påvirke verdiestimatet på lang sikt. Alle driverne endres med en vekst fra -30 % til + 30 %.

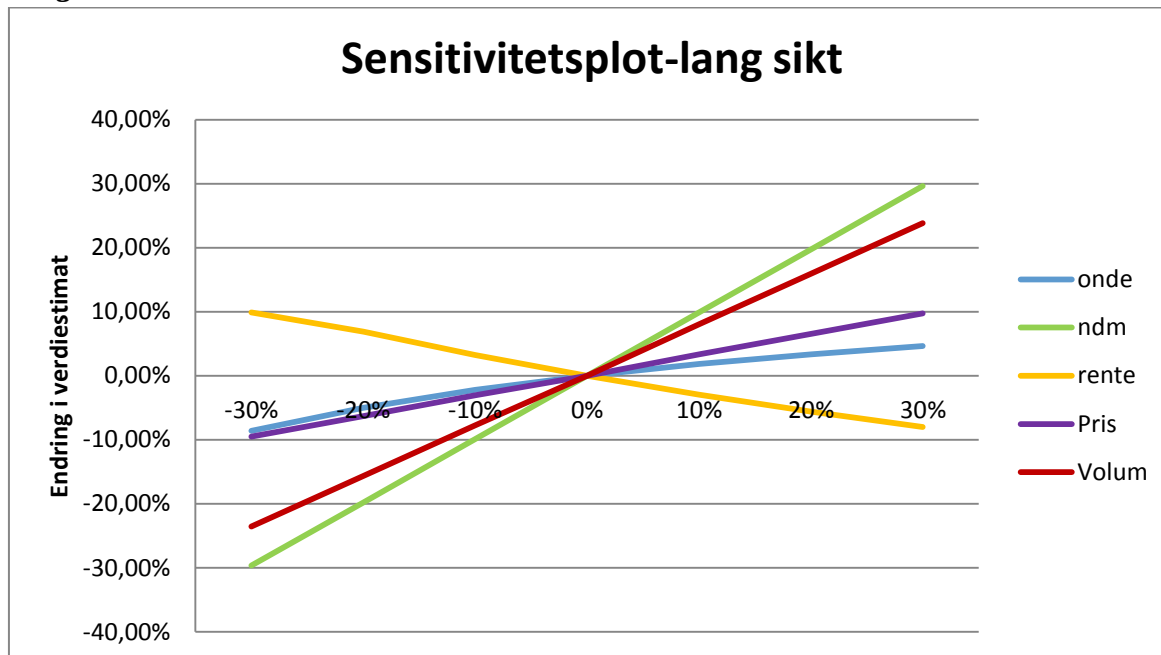
### Kort sikt



Figur 12-2: Sensitivitetsplot kort sikt for verdidrivere

På kort sikt er det gjennomgående liten forandring i verdiestimatet ved endring av i de fire driverne. Endring i netto driftsmargin er driveren med størst påvirkning på verdiestimatet. Da driverne har større sensitivitet på verdiestimatet på lang sikt, velger å forklare endringen i neste avsnitt.

## Lang sikt



Figur 12-3: Sensitivitetsplot lang sikt for verdidrivere

### **Driftsinntektsvekst, Pris og Volum**

Driveren til driftsinntekten har stor påvirkning på både budsjetteringen og verdiestimatet. Som tidligere diskutert så har jeg delt driftsinntekt inn i pris og volum. Endring i volum ,har størst påvirkning på verdiestimatet av SalMar. Dersom jeg øker volumet med 20 % på framskrivning vil verdiestimatet av SalMar øke med til 100,19 kr per aksje. Prisen på laks har også sterk påvirkning på verdien, en reduksjon i prisen på 20 % ved framskrivning vil føre til et fall i verdiestimatet til 80,99 kr per aksje. Totalt sett har volumet størst påvirkning på verdien, men verdiestimatet er sensitivt for endringer i begge variabler.

### **Netto driftsmargin**

Verdiestimatet er mest sensitivt for endringer i netto driftsmargin. Fra figur 12-3 ser vi at netto driftsmargin er den driveren som gir størst utslag i verdiestimatet. Da netto driftsmargin er et mål på lønnsomheten, viser netto driftsmargin at marginfordeler i oppdrettsbransjen er svært viktig. Bedrifter som oppnår marginalulempet vil få store utslag i verdiene. På framskrivning har jeg lagt til grunn en netto driftsmargin på 11 %. SalMar har i dag en god driftsmargin i forhold til bransjen, og jeg tror det vil være begrenset for hvor mye netto driftsmargin kan økes. Derfor tror jeg at sannsynligheten for en lavere netto driftsmargin er størst. En negativ vekst på 20 % i netto driftsmargin vil føre til at verdiestimatet faller med 18,9 % til 69,3 kr per aksje.

### **Omløp til netto driftseiendeler**

Omløpet til netto driftseiendeler har mindre påvirkning på verdien av selskapet. En 20 % økning i omløp til netto driftseiendeler, øker verdiestimatet med 3,34 %. Verdiestimatet er lite sensitivt på endringer i omløpet til netto driftseiendeler.

### **Rente**

Endringer i renten vil påvirke både avkastningskrav til eierne og rentekostnaden resultatregnskapet, og vil derfor påvirke verdiestimatet. Det kan være vanskelig å kalkulere inn langsiktig risikofri rente, da denne fort kan endres. Dersom risikofri rente vil øke vil dette påvirke verdien av selskapet negativt, og motsatt dersom renten faller. Som vi kan se i figur 12-3 har endring i renten relativ stor påvirkning på verdiestimatet, og vil derfor ha en høy sensitivitet. Jeg har i framskrivning satt risikofri rente til 4,43 %. Dersom denne skulle falle med 30 % til 3,01 % vil verdiestimatet øke til 94,95 kr per aksje.

	<b>-30 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>0 %</b>	<b>10 %</b>	<b>20 %</b>	<b>30 %</b>
Pris	78,22	80,99	83,77	86,42	89,31	92,08	94,85
Volum	66,08	72,90	79,72	86,42	93,36	100,19	107,00
onde	79,00	82,10	84,50	86,42	88,02	89,31	90,42
ndm	60,79	69,33	77,87	86,42	94,97	103,50	112,05
rente	94,95	92,39	89,24	86,42	83,88	81,60	79,52

Tabell 12-1: Nye verdiestimat (lang sikt)

### **Oppsummert**

På kortsikt har driverne ikke stor påvirkning på verdiestimatet for SalMar. Men det er på langsikt at endringer i driverne vil påvirke selskapet.

Etter egenkapitalmetoden fikk jeg verdiestimat på 61,98 kr og for netto driftskapitalmetoden 89,46 kr. Ved å konvergere verdiestimatet mot en felles verdi, fikk jeg en verdi på 86,42 kr per aksje. Sammenliknet med dagens verdi av SalMar 05.06.2013 er børskursen i dag 60,00 kr pr aksje. Dette gir en differanse på 26,42 kr eller 44 % som er høy.

Netto driftskapitalmetoden gir et høyt verdiestimat. Dette kan komme av at jeg har brukt for høy vekst i enkelte variabler. Som jeg har vist i sensitivitetsanalysen så er verdiestimatet sensitivt for langsiktige vekst i flere av driverne, da spesielt endringer i volum og i netto driftsmargin. Dersom jeg hadde brukt en langsiktig netto driftsmargin på nærmere bransjegjennomsnittet fra tabell 9-4 ville verdiestimatet vært på 69,33 kr (tabell 12-1). Derfor ser jeg kanskje at en langsiktig netto

driftsmargin på 11 % (tabell 11-2) er litt for optimistisk og burde vært noe redusert. Dette påvirker verdsettelsen mye.

Det samme gjelder for vekst i volum. Jeg tolker resultatet mitt fra at jeg kan ha vært litt for optimistisk i budsjetteringen av langsiktig produksjonsvekst på 4,5 %. En reduksjon i langsiktig vekst på 20 % fra 4,5 % til 3,6 % vil redusere verdiestimatet til 72,90 kr per aksje (tabell 12-1).

Jeg vil videre i oppgaven bruke supplementære verdsettelsesmetoder, opsjonsbasert og komparativ verdsettelse for å se om disse metodene støtter konvergente verdiestimatet på 86,42 kr eller bekreftet det sensitivitetsanalysen viser.

### 13. Opsjonsbasert verdsettelse

SalMar konkurrer i et marked som har flere likheter med et råvaremarked (Martens, S. 2006), hvor prisen i markedet svinger mye. Prisen på laks avgjør driftsinntekten til SalMar, og har derfor stor påvirkning på resultat. Derfor vil jeg i dette kapitlet bruke teorien om finansiell opsjon til finne en verdi på egenkapitalen til selskapet.

I fundamental verdsettelse har jeg estimert kontantstrømmen utfra forwardprisen på laksekontrakter. Forwardprisen er relativt stabil (figur 10-3), men dersom vi ser mot på den historiske prisutviklingen figur 3-4 ser vi at lakseprisen varierer mye. Volatiliteten som er i laksemarkedet er svært vanskelig å kalkulere inn i en fundamental verdsettelse. En opsjon kan ta hensyn til volatiliteten i markedet. Derfor vil jeg bruke opsjonsmodellen Black & Scholes til å finne en verdi på egenkapital til SalMar. Først presentere jeg kort grunnleggende opsjonsteori.

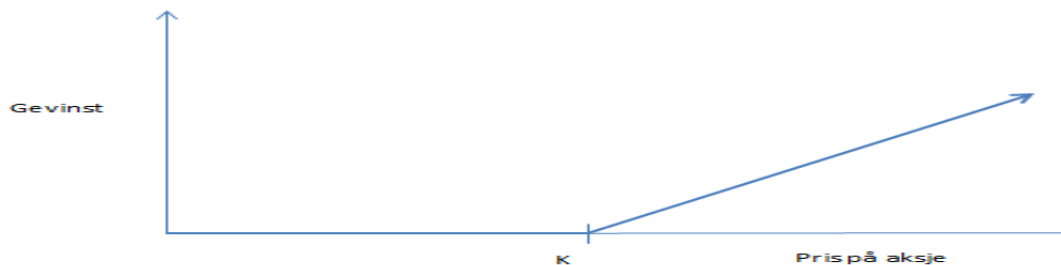
#### 13.1. Finansiell opsjon

En finansiell opsjon gir eieren en rett, ikke plikt til å kjøpe eller selge et aktivum til en avtalt pris på en framtidig dato (Berk & DeMarzo, 2010). En opsjon er en avtale mellom to ulike parter, og eieren vil innløse<sup>10</sup> opsjonen dersom den vil gi gevinst. Opsjon kan deles inn i kjøpsopsjon og salgsoptjon.

##### 13.1.1. Kjøpsopsjon

En kjøpsopsjon på en aksje gir eieren rett til å kjøpe aksjen til pris (K). Eieren vil ønske å innløse opsjonen dersom aksjeprisen på innløsningstidspunktet (S) er større enn kjøpsprisen (K). Dette gir kjøpsopsjonen en verdi ( $C_T$ ):

$$C_T = \max(S_T - K, 0) \quad (13.1)$$



Figur 13-1: Gevinst på en kjøpsopsjon

<sup>10</sup> Amerikansk opsjon, opsjonen kan innløses i løpet av hele tidsperioden. Europeisk opsjon, kan bare innløses på satt dato.



### 13.2. Opsjon i verdivurdering av egenkapitalen

Det er to grunner til at egenkapitalen i et allmennaksjeselskap kan ha egenskapen til en kjøpsopsjon (Damodaran, 2002):

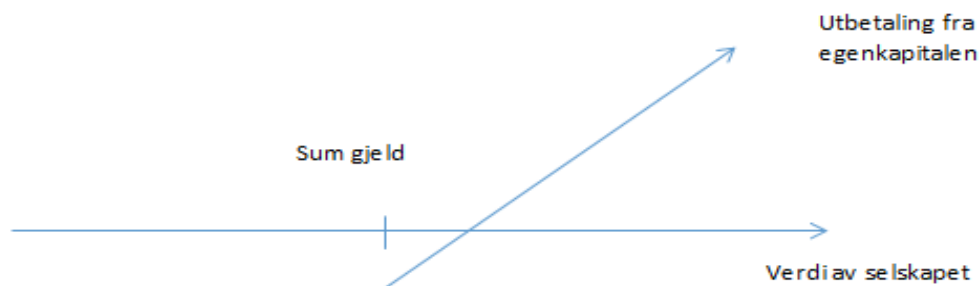
- Egenkapitalinvestorer kan til enhver tid gjøre krav på sine finansielle investeringer, og tid betale ned sin utstående gjeld
- Egenkapitalinvestorers investering er som regel bare begrenset til innskutt egenkapital, ikke ansvarlig for mer kapital.

Verdien av selskapet ( $C_T$ ) ved innløsning av eierandeler vil være større enn null dersom verdien ( $V_T$ ) av selskapet er større enn gjelden ( $D$ ). Dersom  $V$  er mindre enn  $D$ , vil investor tap innskutt egenkapital.

$$C_T = \max(V_T - D, 0) \quad (13.2)$$

I liket med figur 13-1 følger utbetaling fra egenkapitalen samme figur 13-3, (Damodaran, 2002). På bakgrunn av dette ønsker jeg å gjøre en verdivurdering av egenkapitalen til SalMar etter kjøpsopsjonsteori. Må legge tre forutsetninger (Damodaran, 2002):

- Det er to parter som har krav, egenkapitalinvestor og kreditor
- Bare en utstående gjeldspost
- Verdien av selskapet og variansen er kjent



Figur 13-3: Utbetaling fra egenkapital som en opsjon i selskapet

### 13.3. Black & Scholes opsjonsmodell

Black & Scholes opsjonsmodellen kan brukes for å finne verdien av en kjøpsopsjon, da bruker jeg formel 13.3. Jeg fortsetter notasjonsbruken slik at den samsvarer med (13.2).

$$C = V * N(d_1) - PV(D) * N(d_2) \quad (13.3)$$

$$\text{hvor, } V = V_0 \quad o = C_0$$

V = verdien av underliggende eiendeler

D = pålydende restgjeld i selskapet

T = løpetid på nullkuponobligasjon

$\sigma$  = volatiliteten i råvaremarkedet

r = risikofri rente

For å kunne beregne egenkapitalen til SalMar som en kjøpsopsjon, må jeg identifisere de ulike variablene over.

Verdien (V) skal representere verdien av de underliggende eiendelene for SalMar. Hva som representerer den underliggende verdien mener jeg er balanseført verdi av eiendelen. Balanseført verdi av eiendelen er ført etter historisk kost, foruten biologiske eiendeler som er ført til virkelig verdi. Det gjør at dersom selskapet skulle gått konkurs, ville eiendelen i stor grad blitt solgt for balanseført verdi, og kan derfor representere underliggende verdi av eiendelen. Derfor velger jeg å bruke 7,275 milliarder som er summen av driftsrelaterte- og finansielle eiendeler for 2013. Ved bruk av balanseført eiendelsverdi unngår jeg også dobbeltregning ved verdsettelse av selskapet.

Da følger den opsjonsbaserte verdsettelsen formel:

$$VEK_0 = C_0$$

VEK = verdien av egenkapital

$C_0$  = verdien av kjøpsopsjon (egenkapitalen)

Pålydende restgjeld i selskapet (K) henter jeg også fra balansen 2024. Den totale langsiktige rentebærende gjelden er på 2,25 milliarder kroner. I Black & Scholes vil modellen regne ut nåverdien av den rentebærende gjeld, PV(K).

Løpetiden på opsjonen (T) sitter jeg lik løpetiden på obligasjonen som gir risikofri rente, her bruker jeg 10 års statsobligasjon.

Risikofri rente (r) bruker jeg renten på 10 års statsobligasjon, som er 2,10 % <sup>11</sup>.

Historisk volatiliteten i laksemarkedet ( $\sigma$ ) beregner jeg etter formel 13.2. Grunnen til jeg velger å beregne volatiliteten i laksemarkedet og ikke for aksjen til SalMar er fordi jeg vil at opsjon modellen skal fange opp volatiliteten i markedet. Datamaterialet jeg bruker er ukentlige laksepriser fra 1996-2013<sup>12</sup>. Standardavviket til lakseprisen er beregnet på 37,18 %.

$$\sigma = \frac{\sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (R_i - R)^2}}{\sqrt{\frac{1}{T}}} \quad (13.2)$$

---

#### Black & Scholes opsjonsmodell

Eiendel, S	7 275 007	Tid, T	10
Gjeld, K	2 255 487	Standardavvik, $\sigma$	37,18 %
Nåverdi av gjeld, PV(K)	1 832 242	d1	1,76066966
Risikofri rente, r	2,10 %	d2	0,58493482
Verdi av kjøpsopsjon, C	5 919 831	N(d1)	0,96085283
Aksjepris til SalMar	52,25	N(d2)	0,72070423

Tabell 13-1: Opsjonsverdien av SalMar

Verdien av kjøpsopsjonen er 5,92 milliarder kroner, som tilsvarer verdien av egenkapitalen. Dette gir et verdiestimat på 52,25 kr per aksje.

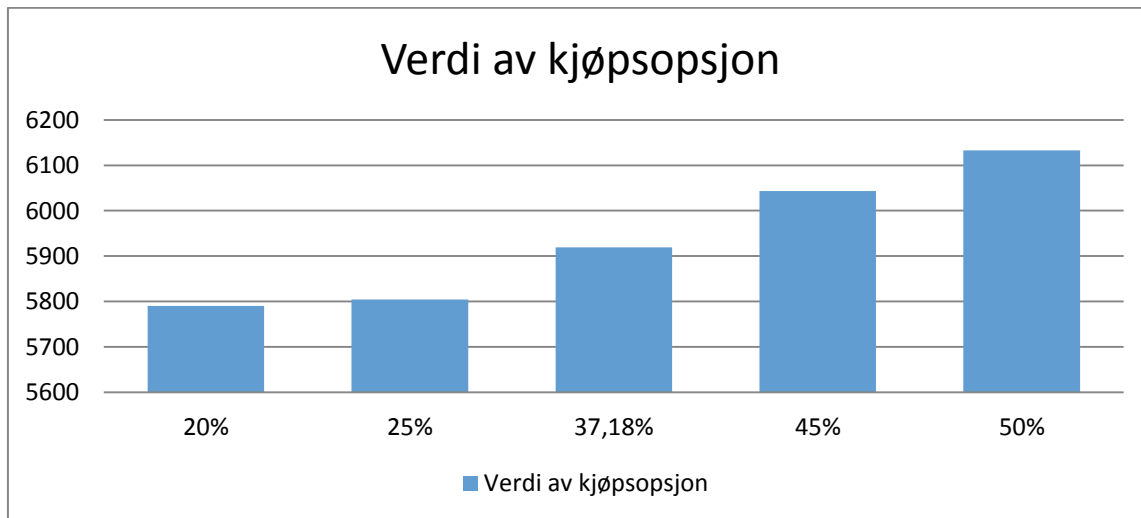
Det er dermed en relativ stor forskjell fra verdien i den fundamentale verdsettelsen som ga et verdiestimat på 86,42 kr, en differanse på 28 %. Men verdiestimatet fra kjøpsopsjonen er mye nærmere børsverdien i dag (05.06.2013) på 60 kr.

<sup>11</sup> <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

<sup>12</sup>

Den fundamentale verdsettelsen baserer seg på en budsjettperiode og en horisontverdi som begge tar hensyn til vekstmuligheten i selskapet. En opsjonsbasert verdsettelse tar ikke hensyn til alle variablene som er i en fundamental verdsettelse. Jeg mener at den opsjonsbaserte verdsettelsen gir en mer statisk verdi av selskapet i dag, og kjøpsopsjonen baserer verdien på underliggende eiendeler, gjeld, løpetid på gjeld og volatiliteten i laksemarkedet. Opsjonsbasert verdsettelse tar heller ikke hensyn til framtidig vekstmuligheter i selskapet. Derfor vil opsjonsbasert verdsettelse ofte gi et verdiestimat som avviker fra fundamental verdsettelse.

Fordelen med opsjonsbasert verdsettelse er at den priser eksplisitt inn volatiliteten som er i laksemarkedet. I den fundamentale verdivurderingen vil økt risiko før til økt avkastningskrav, og dermed lavere verdi av egenkapitalen. I Black & Scholes opsjonsmodell observere jeg i tabell 13-1 at økt risiko gir høyere verdi av selskapet. Grunnen til dette er at eierne og ledelsen kan oppnå høyere resultater ved å investere i mer risikofylte prosjekter, prosjektene gir en høy oppside (Damodaran, 2002).



Tabell 13-1: Økt risiko, gir økt verdi av egenkapitalen

## **14. Komparativ verdsettelse**

I fundamentale verdivurdering ble verdiestimatet til SalMar konverget til 86,42 kr per aksje, og ved opsjonsbasert verdivurdering fikk jeg et verdiestimat på 52,25 kr. Jeg ønsker å søke støtte i en tredje metode, komparativ verdsettelse. Komparativ verdsettelse er supplement til den fundamentale verdsettelsen, og kan være med å styrke et av verdiestimatene fra kapittel 12 eller 13. Komparativ verdsettelse er en enkel i bruk og tar ikke hensyn til noe informasjon utover aktuelle beregningsvariabler. Derfor kan komparativ verdsettelse ofte gi svært varierende estimater.

Jeg bruker multiplikatormodellen som er en direkte komparativ verdsettelse av egenkapitalen. Metoden bruker multiplikatorer til å sammenlikne egenkapitalen til selskapet med børsverdien til komparative virksomheter. I følge Penman (2010) deles metoden i tre ulike steg.

- 1) Identifiser komparative virksomheter
- 2) Identifisere målingsvariablene som trengs for å beregne de ulike multiplikatorene, og beregne de aktuelle multiplikatorene
- 3) Beregne et gjennomsnitt eller median av kalkulerte multipler, og multipliser med målingsvariablene for valgt selskap

### **14.1. Komparative virksomheter**

Som tidligere identifisert i oppgaven har jeg brukt et bransjeutvalg, Marine Harvest, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Cermaq. Jeg ønsker å bruke det samme bransjegrunnelaget fordi disse selskapene er veldig lik SalMar i drift, struktur og alle konkurrer i det samme markedet. Men da Grieg Seafood har hatt store unormale poster de siste årene som har påvirket selskapet mye, velger jeg å ekskludere dette selskapet fra modellen. Jeg velger i stedet å inkludere Norway Royal Salmon som er et rent oppdrettsselskap og som vil utfylle bransjeutvalget for analysen.

## 14.2. Utvalgte multiplikatorer

### ***Pris/Bok***

Er forholdet mellom prisen på selskapet og den bokførte verdien av selskapet, og er et mål på om selskapet har evne til å skape verdier. Dersom  $P/B > 1$  så er det forventet at selskapet ikke klarer å skape tilstrekkelig verdier for investor, og prisen på selskapet er lavere enn de bokførte verdiene.  $P/B < 1$  vil si at markedet priser selskapet høyere enn de bokførte verdiene og forventer at bedriften skaper verdier for investor.

For et selskap som har vokst med oppkjøp slik SalMar har vil bokført verdi representere virkelig verdi i balansen, og kan dermed være en god indikator. Men et selskap som har hatt en naturlig vekst vil ha eiendeler ført til historisk kost, og kan derfor gi stor ulikheter. En annen svakhet med multiplikatoren er at den kan gi ulike svar for to like selskaper, dersom de har ulik regnskapsføring som påvirker balansen.

$$\frac{Pris}{Bok} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapitalen}{Balanseført\ egenkapital}$$

### ***Pris/Fortjeneste***

Forholdet mellom pris og fortjeneste er en mye brukt multiplikator, og multiplikatoren forteller hvor stor inntjening selskapet har. Men for at multiplikatoren skal kunne gi noen svar, er det nødvendig å sammenlikne med konkurrenter i bransjen. En høy P/E indikerer at investor forventer høy vekst fra selskapet, og at inntjening er høy. En lav P/E indikerer at investor forventer en lavere inntjening i selskapet.

Ulempen med multiplikatoren er at den ikke tar hensyn til kapitalstrukturen. To selskaper med samme driftsresultat, men ulike gjeldsandel vil få ulike multiplikator. Multiplikatoren justere ikke for dette.

$$\frac{Pris}{Fortjeneste} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapitalen}{Resultat\ etter\ skatt}$$

### **Enterprise Value/EBITDA**

Denne multiplisen er et mål på verdiskapning i den underliggende driften av selskapet, og er forholdstall mellom verdien av selskapet og driftsresultat før avskrivninger. Den er mye brukt fordi den kan sammenliknes på tvers av selskaper da den viser driftsresultat før avskrivninger.

En ulempe er at den ikke tar med avskrivninger ignorerer derfor investeringsnivået til selskapet.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivning}}$$

### **Enterprise Value/EBIT**

Er et forholdstall som har samme mål som EV/EBITDA, men forskjellen er at EV/EBIT tar mer hensyn til investeringsnivå i selskapet da driftsresultat er etter avskrivninger. Derfor tar jeg denne multiplisen med i komparativ verdsettelse.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

### **Dagens multiplikatorer for SalMar**

Før jeg går videre på å beregne multiplikatorene for de komparative bedriftene, velger jeg å regne ut dagens ulike multiplikatorer for SalMar.

<b>Målingsvariabler</b>	<b>SalMar</b>	<b>Multiplikator</b>	<b>SalMar2</b>
Fortjeneste	594	P/E	11,06
Bokført verdi av egenkapital	3 136	P/B	2,09
Markedsverdi	6 571		
Netto rentebærende gjeld	2764	EV/EBITDA	7,45
EBITDA	511	EV/EBIT	11,18
EBIT	341		

Tabell 14-1: Multiplikatorer for SalMar

### 14.3. Komparativ verdsettelse

Jeg skal nå finne et verdiestimat for SalMar ved bruk av multiplene forklart i avsnittet over. Jeg bruker nå formel (14.1) til å beregne en komparativ verdi for hver multiplikator.

$$Pris (P) = multiplikator (m) * målingsvariabel (m) \quad (14.1)$$

m= den komparative multiplikatoren

m= målingsvariabel

Målingsvariablene fortjeneste, bokførtverdi til egenkapital, markedsverdi, osv. er vedlagt i appendix tabell 7. Ut i fra målingsvariablene til de komparative bedriftene har jeg beregnet multiplikatoren for bransjeutvalget i tabell 14-1.

Multiplikator	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	NRS
P/E	37,41	16,97	41,82	41,24
P/B	2,03	1,40	1,77	1,92
EV/EBITDA	13,88	8,15	10,14	9,82
EV/EBIT	28,51	8,48	21,59	19,70

Tabell 14-2: Utvalgte multiplikatorer

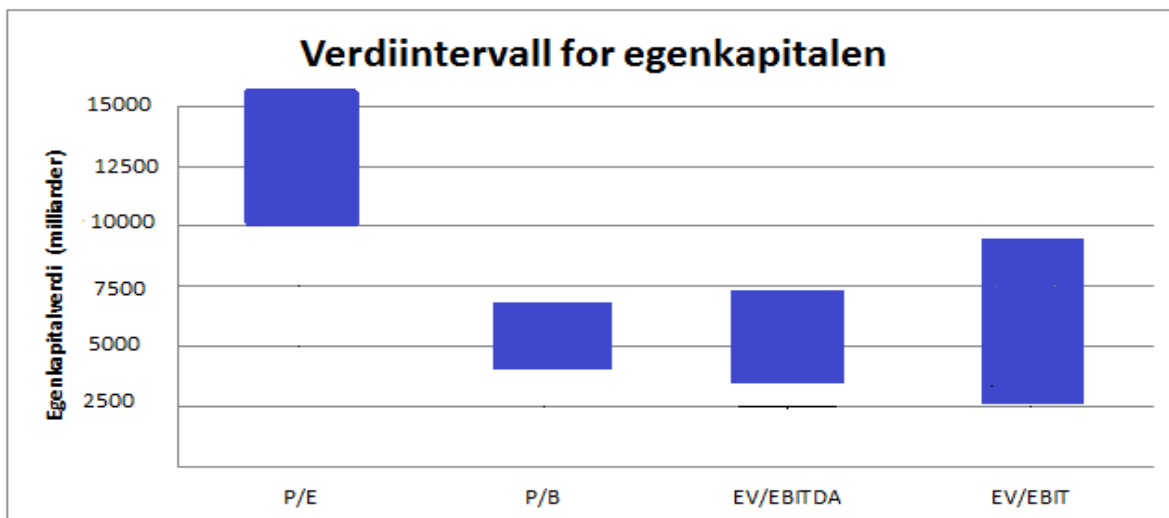
Multiplikatoren fra tabell 14-2 blitt multiplisert med målingsvariablene for SalMar i tabell 14-1. Da finner jeg verdiindikasjon på hver multiplikator, tabell 14-3.

Verdiindikasjon av egenkapital	A	B	C	D
P/E	22 220	10 081	24 839	24 497
P/B	6 363	4 391	5 565	6 009
EV/EBITDA	7 090	4 162	5 179	5 016
EV/EBIT	9 715	2 888	7 354	6 713

Tabell 14-3: Verdiestimat fra multiplikatoren

Ut i fra dette kan jeg illustrere verdiintervall for hver enkelt multiplikator i figur 14-1, (Kaldestad & Møller, 2011). Verdiintervallet er konstruert slik etter ytterpunktene for hver av intervallene representerer topp og bunn i intervallet.





Figur 14-1: Verdiintervall for komparativ verdsettelse

#### 14.4. Verdiintervall

Som forventet er det noe spredning mellom de ulike multiplikatorene fra figur 14-1 og tabell 14-3. Den som skiller seg mest ut er P/E, som har et mye høyere verdiintervall. Dette forteller oss at investorene har forventinger til videre høy vekst for både bransjen og de ulike selskapene, slik jeg har kommet fram til i min analyse tidligere i oppgaven. De tre andre multiplikatorene P/B, EV/EBITDA og EV/EBIT viser et samlingspunkt i intervallet 5-6 milliarder kroner, figur 14-1.

For å komme fram til et verdiestimat for SalMar beregne jeg gjennomsnittlig verdi for hver multiplikator, tabell 14-4. Jeg ser da at gjennomsnittet for de ulike multiplikatorene samles rundt 5-6 milliarder, utenom P/E. Tilslutt finner jeg gjennomsnittet av de fire forskjellige multiplikatorene, og dermed har jeg en verdi for egenkapitalen av SalMar.

I den komparativ verdsettelse finner jeg at SalMar har en egenkapitalverdi på 6,337 milliarder kroner, som tilsvarer et verdiesimat på 56,08 kr per aksje.

Verdiindikasjon av egenkapital	A	B	C	D	Gjennomsnitt multiplikator
<b>P/E</b>	22 220	10 081	24 839	24 497	20 409
<b>P/B</b>	6 363	4 391	5 565	6 009	5 582
<b>EV/EBITDA</b>	7 090	4 162	5 179	5 016	5 362
<b>EV/EBIT</b>	9 715	2 888	7 354	6 713	6 667
<b>Gjennomsnittlig egenkapitalverdi SalMar</b>	6 337				
<b>Antall aksjer</b>	113				
<b>Verdiesimat</b>	56,08				

Tabell 14-4: Verdiesimat fra komparativ verdsettelse (million NOK)

### **Oppsummering**

I den komparative verdsettelsen velger jeg å bruke flere multiplikatorer fordi hver multiplikator har sin styrke, men har også flere svakheter. Ved å bruke gjennomsnitt av fire multiplikatorer, nøytraliserer jeg hver enkelt multiplikator, slik at jeg da finner en verdi for gjennomsnittet. Verdiesimatet for komparativ verdsettelse er 56,08 kr per aksje, og er enda nærmer dagens aksjekurs på 60 kr. Verdiesimatet er mye lavere enn 86,42 kr som jeg fikk fra den fundamentale verdsettelsen.

Det kan være mange forhold som utgjør denne forskjellen. Men i hovedsak er komparativ verdsettelse en relativ enkel og snever metode, som bare baserer verdien på historiske tall. Modellen tar lite hensyn til vekst og framtidsutsikter, og vil derfor ikke kalkulere inn disse forholdene.

## 15. Konklusjon og handlingsstrategi

Regnskapsanalysen og den fundamentale verdsettelsen er utarbeidet etter regnskapstall fram til og med 2012, men hvor jeg i tillegg har brukt 1.kvartalsrapport for 2013 til utarbeidet et trailing regnskap for 2013.

Den fundamentale verdsettelsen er utført etter egenkapitalmetoden i avsnitt 12.1 og selskapsmetoden i avsnitt 12.2. Verdiestimatet fra egenkapitalmetoden var 68,61 kr per aksje og verdiestimatet fra selskapsmetoden var 89,16 kr per aksje. Differansen oppstår på grunn av ulik vektning i beregnet avkastningskrav. Ved å bruke konvergering har jeg beregnet en felles verdi på 86,42 kr per aksje. Aksjen til SalMar handles i dag 05.06.2013 for 60,00 kr per aksje. Dette gir oppside på 44 %. Dette viser at fundamental verdsettelse er en svært kompleks analyse, og verdiestimatet vil være følsomt for mindre endringer i variabler. Som jeg oppsummerte i sensitivitetsanalysen kan jeg ha hatt for optimistisk syn på netto driftsmargin og vekst i produksjonen, og en liten endring i en av drivene vil påvirke verdiestimat mye.

For å ha et sammenlikningsgrunnlag for mitt fundamentale verdiestimat utførte jeg verdsettelse basert på opsjonsbasert teori og komparativ verdsettelse. I opsjonsbaserte verdsettelsen fikk jeg et verdiestimat på 52,25 kr per aksje og er på et mye lavere nivå enn verdiestimatet fra fundamental verdsettelse. I den komparative verdsettelse beregnet jeg fire ulike multipler fra de nærmeste konkurrentene, og brukte målingsvariablene fra SalMar til å finne et gjennomsnittlig verdiestimat. Dette gav et verdiestimat på 56,08 kr per aksje.

Begge disse modellene fikk et mye lavere verdiestimat enn den fundamentale verdsettelsen. Dette kan komme av flere grunner, men generelt oppsummert så er de supplerende verdsettelsesmodellene litt enkle og det er flere forhold modellene ikke tar hensyn til. Men når jeg sammenlikner med verdiestimat fra fundamental verdsettelse gir som sagt begge de to supplerende verdsettelsesmodellene en lavere verdi, og er derfor en faktor jeg ønsker å ta hensyn til i min konklusjon og handlingsstrategi. Derfor har jeg har beregnet et vektet gjennomsnittlig verdiestimat fra de tre ulike verdsettelsesmodellene i tabell 15-1. Dette gir meg et endelig verdiestimat på 73,52 kr per aksje.

Jeg har også sammenliknet mitt verdiestimat med flere analytikere, blant annet Arcitic Securities og Pareto Securities som har kursmål på henholdsvis 74 kr og 75 kr per aksje, og mitt endelige verdiestimat er tett opptil disse kursmålene.

	Vekt	Verdiestimat	Anbefaling
<b>Fundamentalt verdiestimat</b>	3/5	86,42	Selg
<b>Opsjonsbasert verdiestimat</b>	1/5	52,25	Kjøp
<b>Komparativt verdiestimat</b>	1/5	56,08	Kjøp
<b>Gjennomsnittlig verdiestimat</b>		73,52	

Tabell 15-1: Gjennomsnittlig verdiestimat

### Handlingsstrategi

Det endelige verdiestimatet på 73,52 kr per aksje gir en oppside på 22,5 %. Flere analytikere har kjøpsanbefaling på aksjen og har kursmål på rundt det samme nivået. Dette er med å styrke verdiestimatet jeg har kommet fram til.

Men jeg vil trekke fram at min oppgave er bare basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og dette er først gang jeg har gjort en jobb som analytiker. Med dette mener jeg at det er knyttet større usikkerhet til mine verdier og estimer, og derfor vil være vanskelig å konkludere med en klar handlingsstrategi.

Dersom jeg skal komme med en anbefaling vil jeg beregne ett verdiintervall på +/- 10 % som signalisere hold i aksje, dette gir verdiintervall på 66,17-80,87 kr. Aksjekurs over dette signaliserer selg, og en aksjekurs under verdiintervall signaliserer kjøp. Dagens aksjekurs er som tidligere nevnt på 60 kr, og jeg vil derfor anbefale kjøp av aksjen.

## Appendix:

**Tabell 1: Trailing av 2013T (side 43):**

Trailing av årsregnskap Salmar ASA NOK (1 000 kr)	IFRS				Trailing uten vekst	Vekst justering	2013 T
	2013	2012	2012	Vekst			
	Q1	Q1-Q4	Q1				
Salgsinntekt	1 225 632	4 168 233	776 928	12,00 %	4 616 937	406 957	5 023 894
Annen driftsinntekt- normalt	51 068	36 567	32 372	9,00 %	55 263	378	51 446
= <b>Driftsinntekt</b>	1 276 700	4 204 800	809 300		4 672 200		5 075 339
Varekostnad	630 300	2 074 800	445 500	15,00 %	2 259 600	244 395	2 503 995
Lønnskostnad	130 700	483 200	104 400	15,00 %	509 500	56 820	566 320
Annen driftskostnad- normalt	233 600	886 000	179 100	12,00 %	940 500	84 828	1 025 328
Avskrivning på varige driftsmidler og imm.	47 200	170 200	39 300	12,00 %	178 100	15 708	193 808
= <b>Driftsresultat før unormale poster</b>	234 900	590 600	41 000		784 500	0	785 888
Verdijustering biomasse	64 000	290 400	62 500	15,00 %	291 900	34 185	326 085
Nedskrivning av varige driftsmidler og imm.		0				0	0
Tapskontrakter- unormal		62 400				0	0
Særskilte biologiske hendelser-unormal		-54 600	-45 000				0
= <b>Driftsresultat</b>	298 900	764 000	58 500				1 111 973
Nettoresultat i tilknyttede selskaper - normal	40 000	93 900	9 200				0
Nettoresultat i tilknyttede selskaper - unormal		0					0
Finansinntekt - normal	460	2 956	860				3 032
Finanskostnad- normal	30 906	150 224	44 260				154 439
Unormalt finansresultat		23 004					0
= <b>Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og min.</b>	308 454	733 636	24 300				960 567
Skattekostnad - normal	73 000	125 500	4 200				178 039
Skattekostnad - unormal	0		0				0
= <b>Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	235 454	608 136	20 100				782 528
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0		0				0
Netto minoritetsresultat	4 600	14 100	2 800				62 148
= <b>Åresresultat</b>	230 854	594 036	17 300				720 379
Annen fullstendig resultat							0
Dirty surplus							0
= <b>Fullstendig netto resultat</b>	638 517		165 140				720 379

**Tabell 2: Syntetisk rating-tabell**

Kreditrating (etter skatt)	Kort kreditrisikopremie	Lang kreditrisikopremie
<b>AAA</b>	0,2 %	0,6 %
<b>AA</b>	0,4 %	0,8 %
<b>A</b>	0,6 %	1,0 %
<b>BBB</b>	0,1 %	1,4 %
<b>BB</b>	0,3 %	3,1 %
<b>B</b>	0,4 %	4,4 %
<b>CCC</b>	0,8 %	8,3 %
<b>CC</b>	1,5 %	14,9 %
<b>C</b>	21,0 %	21,4 %
<b>D</b>	27,6 %	28,0 %

Tabell 2: Tallmateriale hentet fra Knivsflå, K. (BUS 424, 2012-14)

**Tabell 3: Fri kontantstrøm til egenkapital**

Fri kontantstrøm til egenkapitalen	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fri kontantstrøm til EK		566162	381062	493570	391602	486686	472546	556799	667295	579930	533 725	582249
Diskonteringsfaktor		1,09	1,19	1,31	1,43	1,58	1,73	1,91	2,10	2,31	2,54	2,79
Nåverdi fra 2014-2022	3143246	519887	319786	377644	272949	308754	272622	291867	317968	251318	210 450	208926
Nåverdi horisontverdi	3878123											
Verdien av egenkapitalen	7021369											
Antall utestående aksjer (tusen)	113 300											
Verdiestimat per aksje	61,98											

**Tabell 4: Superprofitt til egenkapital**

Superprofitt til egenkapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Balanseført egenkapital	2807129											
Superprofitt til egenkapital		381894	392 134	360 506	375 476	365 158	366 552	347 661	335 581	338 009	332 413	290 507
Diskonteringsfaktor		1,09	1,19	1,31	1,43	1,58	1,73	1,91	2,10	2,31	2,54	2,79
Nåverdi fra 2014-2022	2280125	350680	329 078	275 833	261 708	231 657	211 472	182 240	159 906	146 480	131 071	104 241
Nåverdi horisontverdi	1934946											
Verdien av egenkapitalen	7022200											
Antall utestående aksjer (tusen)	113 300											
Verdiestimat per aksje	61,98											

**Tabell 5: Fri kontantstrøm fra drift**

<b>Frikontantstrøm fra drift</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Fri kontantstrøm fra drift		248975	243 894	511 167	308 608	496 532	464 721	635 453	856 447	686 413	602 944	630 077
Diskonteringsfaktor		1,06	1,13	1,21	1,29	1,39	1,49	1,60	1,72	1,85	1,99	2,14
Nåverdi fra 2014-2022	3 353 003	234876	215 896	423 325	238 751	358 323	312 371	397 261	497 941	371 124	303 134	294 560
Nåverdi horisontverdi	9 684 395											
Verdien av netto driftskapital	13037398											
Netto finansiell gjeld	2 872 720											
Minoritetsinteresse	28 600											
Verdien av egenkapitalen	10136078											
Antall utestående aksjer (tusen)	113 300											
Verdiestimat per aksje	89,46											

**Tabell 6: Superprofitt fra drift**

<b>Superprofitt til NDK</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Balanseført netto driftskapital	5346587											
Superprofitt til netto driftskapital		444139	364 630	343 231	359 020	350 209	349 906	332 613	321 994	329 003	321 509	335 987
Diskonteringsfaktor		1,06	1,13	1,21	1,29	1,39	1,49	1,60	1,72	1,85	1,99	2,14
Nåverdi fra 2014-2022	2526353	418988	322 771	284 248	277 752	252 729	235 196	207 937	187 209	177 883	161 640	157 073
Nåverdi horisontverdi	5164180											
Verdien av netto driftskapital	13037119											
Netto finansiell gjeld	2 872 720											
Minoritetsinteresse	28 600											
Verdien av egenkapital	10135799											
Antall utestående aksjer (tusen)	113 300											
Verdiestimat per aksje	89,46											

**Tabell 7: Målingsvariabler for komparativ verdsettelse**

Målingsvariabler	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	NRS
Fortjeneste	634	492	240	28
Bokført verdi av egenkapital	11 689	5 964	5 656	607
Markedsverdi	23 716	8 350	10 036	1 163
Netto rentebærende gjeld	5381	2 044	2 999	566
EBITDA	1321	774	694	60,8
EBIT	643	744	326	30,3

**Tabell 8: Framtidige finansielle krav**

Finansielt eiendelskrav	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikofri renter etter skatt	1,39%	1,96%	2,27%	2,42%	2,57%	2,72%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%
Finansiell + eiendelsbeta	0,023	0,024	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,033	0,033
* Risikopremie	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
* Vekting- finansielle fordringer, 35 %	0,017	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,026
<b>= Finansielt eiendelskrav</b>	<b>1,5 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>3,0 %</b>

Finansielt gjeldskrav	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikofri renter etter skatt	1,39%	1,96%	2,27%	2,42%	2,57%	2,72%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%
Finansiell + gjeldsbeta	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	26,93 %
* Risikopremie	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
<b>= Finansielt gjeldskrav</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>4,3 %</b>



## Referanseliste

### *Bøker*

Barney, J. (2007): Gaining and sustaining competitive advantage (3.ed), Pearson, New Jersey

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011) : Corporate Finance (2.ed), Pearson, Stanford

Bodie, Kane and Marcus (2009): Investments (8.ed), McGraw Hill, Boston

Damodaran, A. (2002): Investment Valuation (2.ed), Wiley & Sons Inc., New York

Eilifsen, Messier Jr., Glover and Prawitt (2010): Auditing & Assurance Services (2.ed), McGraw Hill, International Edition

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011): Verdivurdering (1.utgave), DnR Kompetanse AS, Oslo

Penman, Stephen. (2010): Financial Statement Analysis and Security Valuation (4.ed), McGraw Hill, Columbia

### *Forelesningsnotat*

Knivsflå, Kjell H. (2012-nummer): Kurs: BUS 424-Strategisk regnskapsanalyse

Alle brukte forelesningsnotater finnes på kurshjemmeside, nummeret fra 1-20

<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/plansjar.htm>

Knivsflå, Kjell H. (2006-nummer): Kurs: BUS 425-Regnskapsanalyse og verdsettelse

Alle brukte forelesningsnotater finnes på kurshjemmeside, nummeret fra 14-25

<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus424/opplegget2012/verdivurdering.htm>

Gjendemsjø, 2011, ``Prisdannelser i laksemarkedet``

[http://www.aksjenorge.no/bedriftsinfo/filestore/2Stavanger2011\\_nyttig\\_anders\\_gjendemsj.pdf](http://www.aksjenorge.no/bedriftsinfo/filestore/2Stavanger2011_nyttig_anders_gjendemsj.pdf)

### *Rapporter*

FHL (2012), ``Sjømat 2025``

[http://www.fhl.no/getfile.php/DOKUMENTER/Rapport\\_sm2025.pdf](http://www.fhl.no/getfile.php/DOKUMENTER/Rapport_sm2025.pdf)

(Fiskeridirektoratet, 2012), ``Gjeldsfinansiering``

<http://www.fiskeridir.no/fiskeridir/statistikk/akvakultur/loennsomhet>

(Fiskeridirektoratet, 2012), ``Produksjonskostnad``

<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/loennsomhet/matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>

(Fiskeridirektoratet, 2013), ``Antall tillatelser 1994-2012``

<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/statistikk-for-akvakultur/totalt-hele-naeringen>

IMF.org (2013): World Economics Outlook

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>

Marine Harvest (2013): Salmon Handbook 2013

<http://www.marineharvest.com/PageFiles/1296/2013%20Salmon%20Handbook%2027-04-13.pdf>

SalMar: Årsrapport 2007-2012

<http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>

SINTEF, 2012: ``Verdiskapning basert på produktive hav i 2050``

[http://www.sintef.no/upload/Fiskeri\\_og\\_havbruk/Publikasjoner/Verdiskapning%20basert%20p%C3%A5%20produktive%20hav%20i%202050.pdf](http://www.sintef.no/upload/Fiskeri_og_havbruk/Publikasjoner/Verdiskapning%20basert%20p%C3%A5%20produktive%20hav%20i%202050.pdf)

### **Artikler**

Damodaran, A. (2010-2013): ``Equity Risk Premium``

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Martens, S. (2006): ``Laksederivat som verktøy for risikostyring``

<http://www.magma.no/laksederivat-som-verktoey-for-risikostyring>

### **Nettsider:**

Datamarket.com (20.05.2013): Forward pris 2014-2018

<http://datamarket.com/data/set/1e93/fish-pool-forward-prices-fresh-salmon-sup3-6-kg-fca-oslo#!display=line&ds=1e93>

FinansNorge.no

<http://www.fno.no/Hoved/Fakta/Verdipapirer-og-kapitalforvaltning/Faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-A---A/Pengemarkedsrenter/NIBOR/>

Fishpool.no (20.05.2013): Forwardpris på laks

<http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=forwardlist.asp&pageId=49>

Forskningsrådet (2007)

[http://www.forskningsradet.no/prognett-havbruk/Artikkel/Sikre\\_og\\_miljovennlige\\_havbrukskonstruksjoner/1226994277244](http://www.forskningsradet.no/prognett-havbruk/Artikkel/Sikre_og_miljovennlige_havbrukskonstruksjoner/1226994277244)

Havforskningsinstituttet

[https://www.imr.no/filarkiv/havet\\_som\\_matkilde.pdf/nb-no](https://www.imr.no/filarkiv/havet_som_matkilde.pdf/nb-no)

Helsedirektoratet, (2011): ``Spis mer fet fisk``

<http://helsedirektoratet.no/Om/nyheter/Sider/spis-mer-fet-fisk.aspx>

Laks.no, (2013): ``Eksportverdi av laks og ørret``

<http://www.laks.no/Informasjon/Artikler/Eksportsuksess-for-norsk-laks/>

NATO, (2013): ``Befolkningsvekst: den viktigste utfordringen I det 21. århundre``

[http://www.nato.int/docu/review/2011/Climate-Action/Population\\_growth\\_challenge/NO/index.htm](http://www.nato.int/docu/review/2011/Climate-Action/Population_growth_challenge/NO/index.htm)

Seafood, 2013

[http://www.fiskarlaget.no/index.php?option=com\\_zoo&task=item&item\\_id=1711&Itemid=148](http://www.fiskarlaget.no/index.php?option=com_zoo&task=item&item_id=1711&Itemid=148)

Skretting, 2013, ``Krevende råvaremarked``

<http://www.skretting.com/Internet/SkrettingNorway/webInternet.nsf/wPrId/8011C4594AACD9AAC1257B3A0033DDC3!OpenDocument>

Teknologirådet, (2008): ``Matens klimaspor``

[http://www.teknologiradet.no/dm\\_documents/Matens\\_klimaspor\\_Rapport\\_kAORd.pdf](http://www.teknologiradet.no/dm_documents/Matens_klimaspor_Rapport_kAORd.pdf)

**Figurer:**

Figur 1-1: SSB,

<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&MainTable=EksLaksUke&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&KortNavnWeb=laks&StatVariant=&checked=true>

Figur 2-1: Marine Harvest, Salmon Handbook 2013, s. 8

<http://www.marineharvest.com/PageFiles/1296/2013%20Salmon%20Handbook%2027-04-13.pdf>

Figur 2-2: Laks.no, Eksportverdi av laks og ørret

<http://www.laks.no/Informasjon/Artikler/Eksportsuksess-for-norsk-laks/>

Figur 2-4: Marine Harvest, 4.kvartal 2012, ``Prosent av total eksportverdi``

<http://hugin.info/209/R/1675789/545949.pdf>

Figur 2-5: ``FNs forventede befolkningsvekst``

Figur 3-4: ``Historisk prisutvikling``

Figur 3-5: ``Prisendring og vekst i BNP Europa``

[http://www.aksjenorge.no/bedriftsinfo/filestore/2Stavanger2011\\_nyttig\\_anders\\_giendemsj.pdf](http://www.aksjenorge.no/bedriftsinfo/filestore/2Stavanger2011_nyttig_anders_giendemsj.pdf)

Figur 10-3: Forwardpris fram til 2018

(20.05.2013)

<http://datamarket.com/data/set/1e93/fish-pool-forward-prices-fresh-salmon-sup3-6-kg-fca-oslo#!display=line&ds=1e93>