

Strategisk analyse og verdsettelse av Salmar ASA

Selvstendig arbeid i hovedprofilen finansiell økonomi

20.06.2013
NORGES HANDELSHØYSKOLE, BERGEN
2. semester, 5. År NHH

Jonas Hauge Einbu

Veileder: Svein- Arne Persson

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

Innhold

Forord.....	5
1. Innledning.....	5
1.1 Sammendrag	5
2. Presentasjon av bransjen og selskapet.....	6
2.1 Presentasjon av bransjen	6
2.1.1 Atlanterhavslaksen.....	7
2.1.2 Bransjestrukturen og det norske markedet	9
2.1.3 Prisdannelsen av lakseprisen.....	11
2.2 Presentasjon av selskapet.....	13
2.2.1 Selskapets historie	14
2.2.2 selskapets utvikling	16
2.2.3 Oppdretts- prosessen.....	18
2.2.4 Innovamar	20
3. Strategisk analyse.....	20
3.1 Ekstern analyse – Porters 5K	21
3.1.1 Potensielle aktører i bransjen	22
3.1.2 Rivalisering i Lakseoppdrettsbransjen	28
3.1.3 Kunders forhandlingsmakt.....	32
3.1.4 Leverandørers forhandlingsmakt.....	32
3.1.5 Trussel fra substitutter	35
3.1.6 Sammendrag ekstern analyse	36
3.2 Intern analyse- SVIMA.....	37
3.2.1 Størrelse.....	38
3.2.2 Innovasjon (FoU).....	38

3.2.3 Lokalisering.....	39
4. Verdsettelsesteknikkene	41
4.1. Discounted Cash Flow (DCF).....	41
4.1.1 Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	42
4.2 Komparativ verdsettelse.....	43
4.2 Opsjons- verdsettelse	45
5. Analytikere	45
5.1 Refleksjoner	47
6. Regnskapsanalyse	47
6.1 Lønnsomhetsmål.....	48
5.2 Soliditet.....	50
6.3 Risiko.....	52
6.4 Operasjonell risiko.....	53
6.5 Finansiell risiko.....	55
6.6 Oppsummering regnskapsanalyse.....	59
7. Avkastningskrav.....	60
7.1 WACC.....	60
7.2 Egenkapitalkostnaden	60
7.2.1 Egenkapitalbeta	61
7.2.3 Risikofri rente.....	64
7.2.4 Markedets risikopremie	65
7.2.5 Utrekning CAPM.....	66
7.3 Gjeldskostnad.....	66
7.3.1 Gjeld	68
7.4 Estimering avkastningskrav.....	68

8. Reorganisering av resultatet.....	69
9. Forecast og antagelser.....	71
10. Verdsettelse.....	81
11. Sensitivitetsanalyse	83
11.1 Sammendrag sensitivitetsanalyse	87
11.2 Scenarioanalyse	88
12. Komparativ analyse	90
13. Analytikernes resultater.....	93
14. Konklusjon	97
15. Begrensninger ved oppgaven	99
Kildeliste.....	99
Appendix.....	103

Forord

Jeg interesserte meg tidlig for finansiell økonomi, og økonomidelen i Aftenposten var daglig lektyre fra rundt 10-årsalderen, der jeg ivrig fulgte med på kursutvikling og nyheter. Denne interessen har fulgt med fram til i dag, og jeg skriver denne oppgaven som masterstudent med spesialiseringen finansiell økonomi. Jeg har samtidig interesse for kompleksiteten i fiskebransjen og har tidligere erfaring fra denne gjennom analyser i bacheloroppgaven. Hensikten med denne utredningen er å benytte meg av rammeverkene samt kunnskapen jeg har tilegnet meg fra finansretningen, fra fag som eksempelvis M & A og Valuation, som var en praktisk tilnærming til verdsettelsesfaget. Denne utredningen er skrevet våren 2013 der målet er å foreta en teoribasert strategisk verdsettelse av Salmar ASA. Utredningen er ikke ment som en komplett vurdering som gir et fasitsvar på hva selskapet er verdt. I stedet er fokus på å anvende verktøy og teorier opparbeidet gjennom siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole.

1. Innledning

1.1 Sammendrag

Denne masteroppgaven er skrevet som ledd i utdanningen økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole, og utgjør 30 studiepoeng.

Som introduksjon for leseren vil jeg gi en presentasjon av bransjen og selskapet. Deretter vil jeg utføre en strategisk analyse, der jeg innledningsvis benytter meg av Michael Porters rammeverk for å kartlegge selskapets eksterne omgivelser. Denne eksterne analysen følges opp med en ressursbasert analyse ved SVIMA-modellen, med det formål og kartlegge intern styrke. Den totale hensikten ved den strategiske analysen vil være å få en forståelse for selskapets konkurranseforhold og styrke, og benytte resultatene fra dette i prediksjonen av framtidige prestasjoner senere i oppgaven.

Videre presenterer jeg det teoretiske verdsettelsesrammeverket, samt presiserer de metodene jeg vil legge vekt på i verdsettelsen. Dette følges opp med en introduksjon av metodene

benyttet av meglerhus i praksis ved verdsettelsen av Salmar ASA, der jeg sammenligner forskjeller i deres framgangmåter sammenlignet med den generelle akademiske tilnærmingen.

Jeg vil se nærmere på selskapets historie gjennom en regnskapsanalyse da dette er essensielt for å predikere framtidige prestasjoner. Her vil jeg samtidig kartlegge potensielle risikomomenter, og beskrive de grep selskapet har tatt for å sikre seg mot disse. Dette følges opp med en beregning av selskapets avkastningskrav ved en utarbeidelse av WACC. Videre utfører jeg en omorganisering av resultatet for å få en renere vurdering av selskapets prestasjoner, etterfulgt av en prediksjon av resultat og balanseposter og en DCF- analyse. Her tilbakediskonteres framtidige kontantstrømmer ved WACC for å finne markedsverdien av Salmar ASA. Dette vil utgjøre kjernen i verdsettelsen, og prediksjonene bygger som nevnt på den strategiske analysen.

Avslutningsvis vil jeg utføre en komparativ analyse for å bekrefte resultatene fra DCF- analysen, samt en utvidet sensitivitets- og scenarioanalyse etter tips fra Marius Gaard ved meglerhuset Carnegie. Til slutt vil jeg sammenligne mine egne resultater per april 2013 med Kjetil Lye fra Handelsbanken sine resultater.

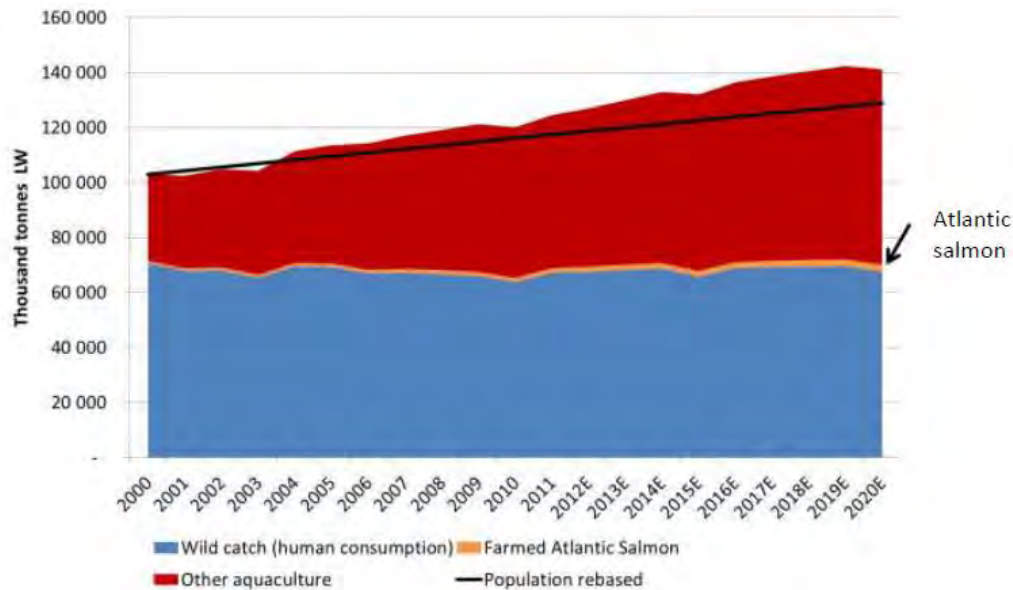
2. Presentasjon av bransjen og selskapet

Innledningsvis vil jeg presentere bransjen og selskapet for å gi leseren en forståelse for markedet Salmar ASA opererer i.

2.1 Presentasjon av bransjen

Havbruk er den raskest voksende kjøtt- og fiskeproduserende sektoren. Bare i 2011 sto havbruk for 42,0 % av fiskeriproduksjonen i det globale totalkonsumet. Totalt står havbruk for 6,0 % av det globale proteininntaket med omtrent 30 kcal per person per dag. Dette inntaket forventes å vokse med 3,1 % årlig, og er raskere enn den årlige globale populasjonsveksten på 1,7 %. Konsumering av fisk var i 1960 9,9 kg per capita. I 2009 viste de samme tallene 18,4 kg, en økning på 8,5 kg. Dersom konsumet blir som forventet i 2030, er det behov for ytterligere årlig 23 millioner tonn (volum) produsert fisk for å møte den økende etterspørselen etter

fiskeprotein. Volum symboliserer i denne sammenheng mengden høstet sløyd fisk, i form av *head on gutted* (HOG). For laks kreves det en standardisert størrelse på rundt 4-5 kg per fisk. (Salmon Farming Industry Handbook 2012)

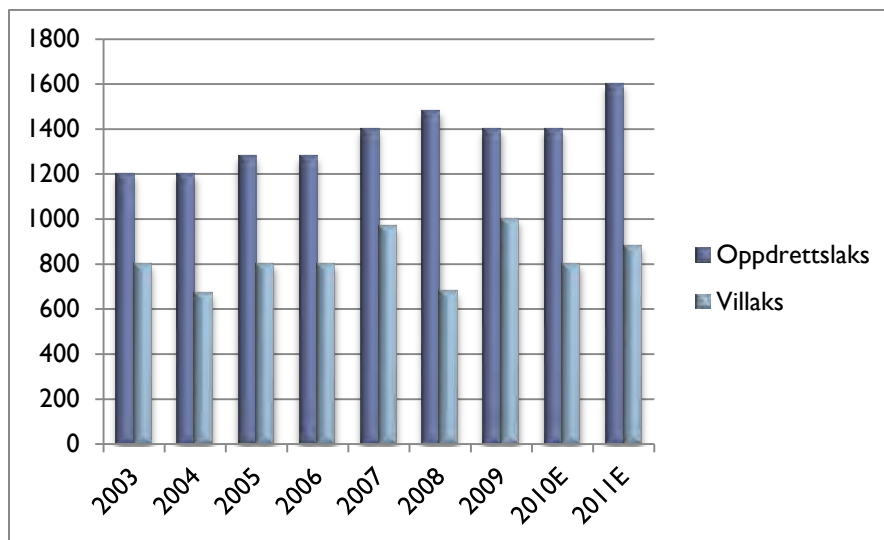


Figur 1: Figuren viser den globale produksjonen av fisk (HOG), der tynne linjen på midten symboliserer atlanterhavslaks. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

En utfordring for å møte denne etterspørselen er at fangst av vill fisk har stagnert de siste årene, noe som gjør at *Food and Agriculture Organization of the United Nations* (FAO) forventer økt oppdrett av laks på global basis. De anslår en totalproduksjon i 2030 på 85 millioner tonn fisk, sett i forhold til 2011- nivået på 45 millioner tonn fisk.

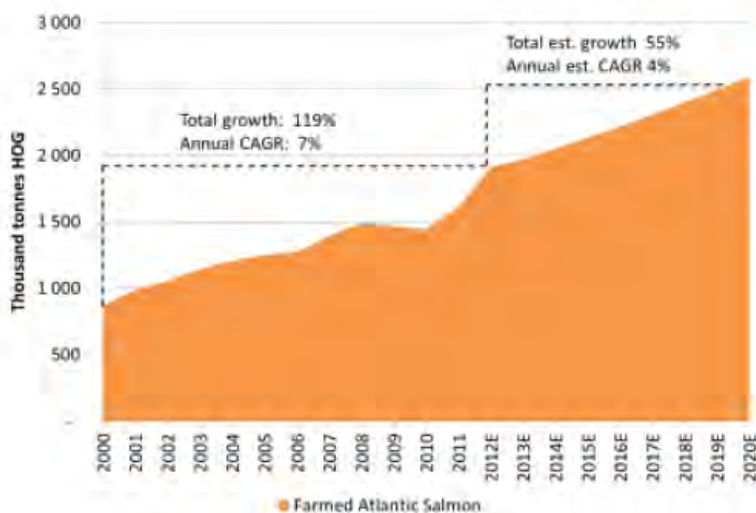
2.1.1 Atlanterhavslaksen

Atlanterhavslaksen er den største av arten *salmonid*, der blant annet fisk som ørret hører hjemme. Det er en anvendelig fisk som benyttes i mange former for matlaging i flere verdensdeler, enten det er røkt, grillet eller i form av sushi, og den er således en ettertraktet fiskesort. Omtrent 68,0 % av kjøttet er spiselig og er med på å gjøre atlanterhavslaksen til en yndet oppdrettslaks.



Figur 2: Figuren viser det globale historiske tilbudet av laks (1000 tonn HOG), vill- og oppdrettslaks for årene 2003-2011, der 2010 og 2011 er estimerte (E) da analysen er utført i 2010. Tallene er hentet fra Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Historisk sett har det også for laksen vært en stor andel vill fangst, men denne mengden har i de siste årene stagnert med variasjoner mellom 700 000 og 1 000 000 tonn sløyd laks, omtalt som HOG. Generelt har vi et skift mot oppdrett, der den økende etterspørselen etter fisk og laks gir oppdrettsselskapene utfordringer og muligheter i årene som kommer.



Figur 3: Figuren viser globalt tilbud av atlantehavslaks i perioden 2000- 2011, med estimat utført av Kontali Analyse for årene 2012-2020. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012

Det globale tilbudet av atlantehavslaks har hatt en årlig vekst på 7 % siden år 2000. *Kontali Analyse*, Marine Harvests mye benyttede analyseselskap av laksesektoren, forventer en dropp i årlig vekst ned til 4 % i perioden 2013-2020. Dette bekreftes av Handelsbanken i sin rapport per april 2013 der de nedjusterer sin forventning om vekst av volum solgt laks fra tidligere år til rundt 0- 5 % i perioden 2013- 2017. (Salmon Farming Sector Report, April 2013)

2.1.2 Bransjestrukturen og det norske markedet

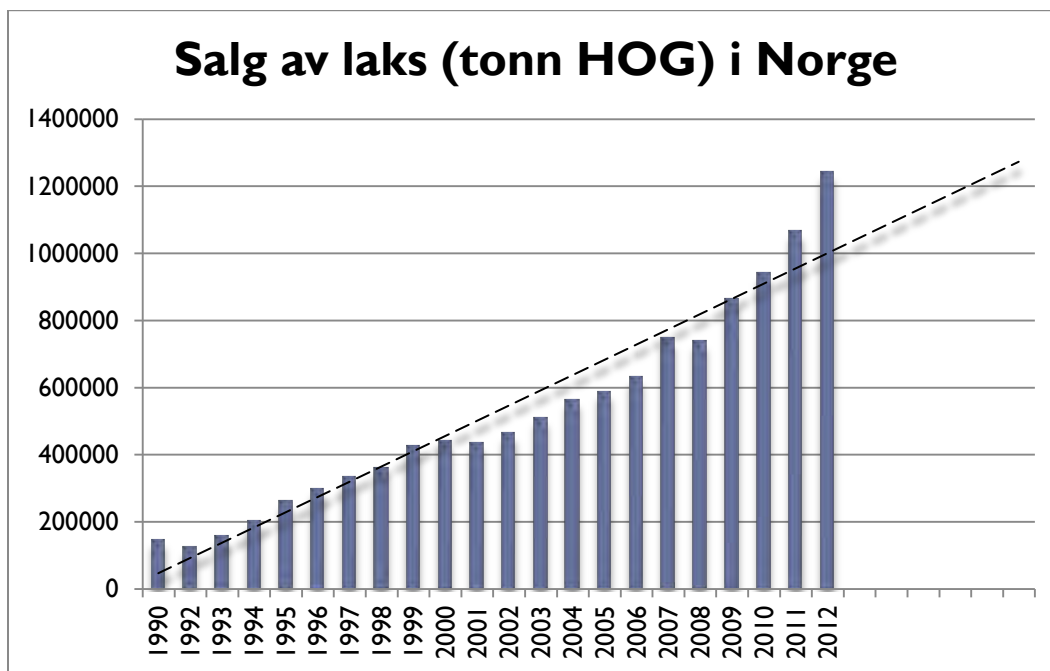
Ved oppdrett av laks kreves det at en rekke elementer er til stede, som vanntemperatur, biologiske faktorer samt lokalisering i et vernet område, for å oppnå optimal drift. Dette har gjort at oppdrett av laks tradisjonelt har blitt utført i land som Chile, Canada, Scotland og Norge der forholdene anses som ideelle.

Historisk sett har markedet bestått av mange små aktører. Dett har spesielt vært tilfelle i Norge og i andre land som eksempelvis Chile. Gjennom det siste tiåret har dog oppdrettsindustrien gjennomgått en kraftig konsolidering, og denne utviklingen forventes og forsette framover. Markedet består nå i større grad av noen få store aktører.

Markedssammensetning Norge				
År 2012	Topp 10 Norge	Høstet kv. (tonn HOG)	H.kv. in %	
	1 Marine Harvest	283700	26,1 %	
	2 Lerøy Seafood	140000	12,9 %	
	3 Salmar	114000	10,5 %	
	4 Cermaq	56700	5,2 %	
	5 Grieg Seafoods	43700	4,0 %	
	6 Nordlaks	40000	3,7 %	
	7 Nova Sea	38400	3,5 %	
	8 Alsaker Fjordbruk	27600	2,5 %	
	9 Bremnes Seashore	27000	2,5 %	
	10 Norway Royal Salmon	23500	2,2 %	
	Topp 10	794600	73,1 %	
	Andre	292200	26,9 %	
	Total	1086800	100,0 %	

Tabell 1: Figuren viser markedssammensetningen i Norge per 2012 av ulike lakseoppdrettsselskap, rangert etter mengde sløyd laks (HOG) som mål på markedsandel. Tall hentet fra Marine Harvest Salmon Handbook, 2013, der innhøsting siste kvartal 2012 er estimerte verdier.

I Norge sto de ti største lakseprodusentene for nesten 73,1 % av totalproduksjonen i 2012. Disse tallene er dog noe forandret siden 2011, blant annet hadde Salmar en totalproduksjon i Norge på omtrent 102 600 tonn laks i 2012. Konsolideringen har fortsatt siden 2011, der de store selskapene (særlig topp 4) årlig har kjøpt opp virksomhet, og i så måte ekspandert og økt produksjonskapasiteten. De store aktørene i Norge sto i 2011 stod for 69,1 % av totalproduksjonen av HOG laks.

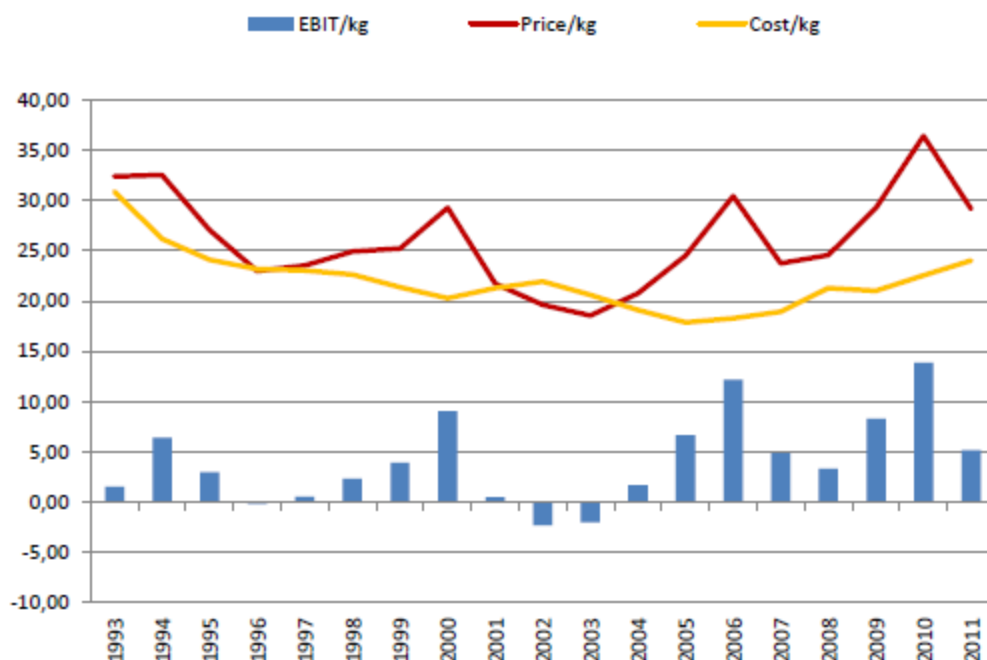


Figur 4: Figuren viser mengden sløyd laks i perioden 1990- 2012. Med trendlinje fram til 2018. Tall er hentet fra ssb.no.

Når det gjelder totalproduksjonen av laks i Norge ser vi at den har godt over doblet seg det siste tiåret, og vi aner en fortsatt stigende trend, her symbolisert ved en lineær trendlinje.

Bransjeprofitabiliteten har vært varierende i perioden 1993- 2011. For det norske markedet har det vært positiv driftsresultat (EBIT), med unntak av noen få perioder, med et nominelt snitt på

4,12 NOK (se figur under). Vi ser her at 2002 og 2003 var utfordrende for oppdrettsbransjen, der kostnaden ved produksjonen var større enn oppnådd laksepris.



Figur 5: Figuren viser at det for årene etter 2004 har vært positiv bransjeavkastning hvis EBIT benyttes som evalueringsmål, der prisen ved å selge én kg laks har vært større enn produksjonskostnadene per kg. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012

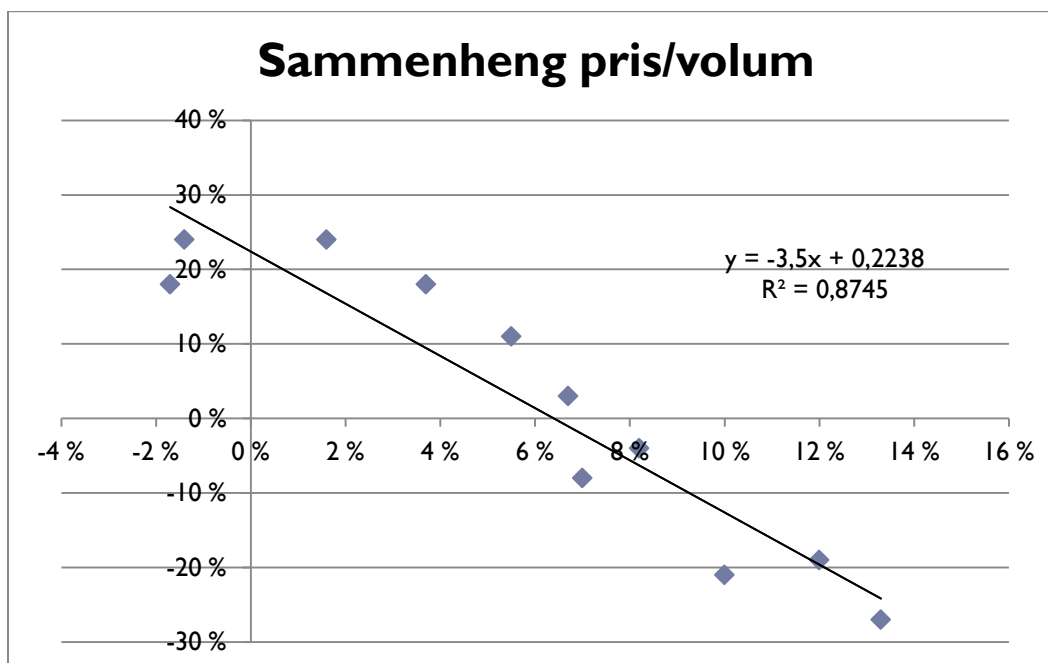
2.1.3 Prisdannelsen av lakseprisen

Når laksepris omtales i dagligtale gjelder dette per kg sløyd laks, 4- 5 kg laks HOG. Her bestemmes prisen i spotmarkedet, der laks kjøpes og selges som et homogent gode.

Faktorer som bestemmer prisen for laks, er tilbudet og etterspørselen samt muligheten for arbitrasje, altså graden av globalisering der salg på tvers av landegrensene gjøres enkelt over salgsarenaer som *Fish Pool* (et marked for kjøp og salg av laks til spot- eller forwardpriser). Antallet salgskontrakter/futures som reduserer det tilgjengelige kvantumet i markedet er samtidig avgjørende. Bruk av derivater og kontrakter har blitt vanligere med årene da de store selskapene vil sikre salg av store mengder laks til akseptable priser, da lakseprisen de siste årene

har vært svært volatil. I tillegg vil fleksibiliteten i markedskanalene og fiskens kvalitet være utslagsgivende for spotprisen.

Prisen på atlantehavslaks har variert mye de siste årene. Sammenhengen i denne variasjonen sees ofte med variasjoner i produksjonen. I 2003 lå gjennomsnittsprisen rundt 19,50 NOK, og den var på hele 37,45 NOK i 2010 per kg HOG.

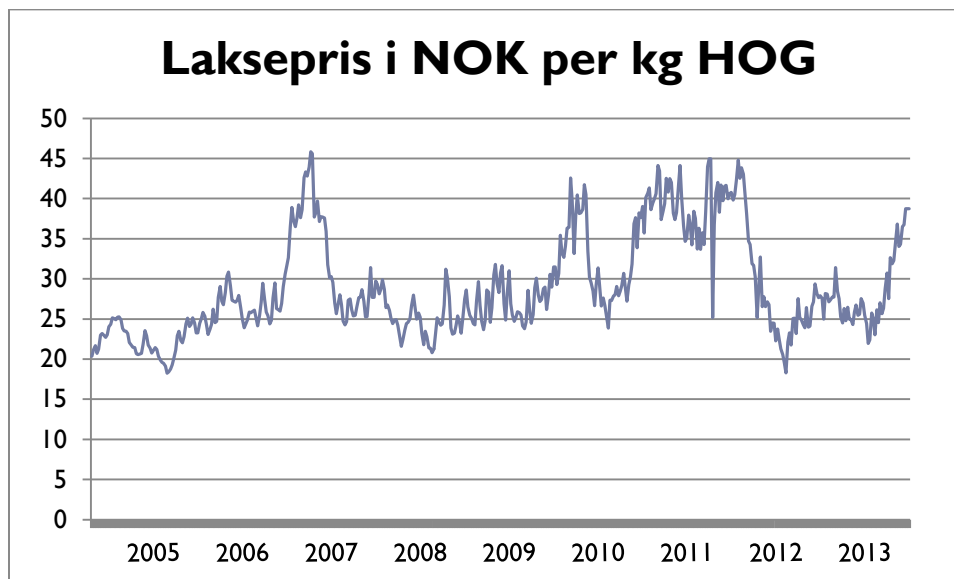


Figur 6: Figuren viser sammenhengen mellom variasjoner i solgt volum sløyd laks og laksepris. Tallene er hentet fra Marine Harvest Salmon Handbook, 2012.

Den norske FHL/NOS (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforeningens indekspris) representerer omtrent to tredjedeler av det globale volumet for atlantehavslaks. Ved å kombinere data for spotprisens årlige forandring og variasjonen i etterspørselen finner vi en klar sammenheng mellom prisen og vekst i tilbudt volum HOG laks. Sammenhengen har som vi ser en forklaringskraft (R^2) på nesten 88 % (se appendix for tabell).

Det eksisterer flere prisindekser for laks, og de fleste er offentlig tilgjengelige. I Norge er de to viktigste tilbyderne av slik statistikk NOS/Fish Pool og Statistisk Sentralbyrå (SSB). Samtidig er det flere internasjonale indekser der blant annet Urner Barry i USA tilbyr referansepriser for chilensk oppdrettslaks. Her vil det altså eksistere små variasjoner i indeksene basert på

eksempelvis frakt samt skatter og avgifter. I denne oppgaven vil jeg benytte meg av NOS/FHL-indeksen da Salmar opererer i Norge og der denne prisindeksen danner grunnlaget for det meste av oppdrettslaksesalg i Norge.



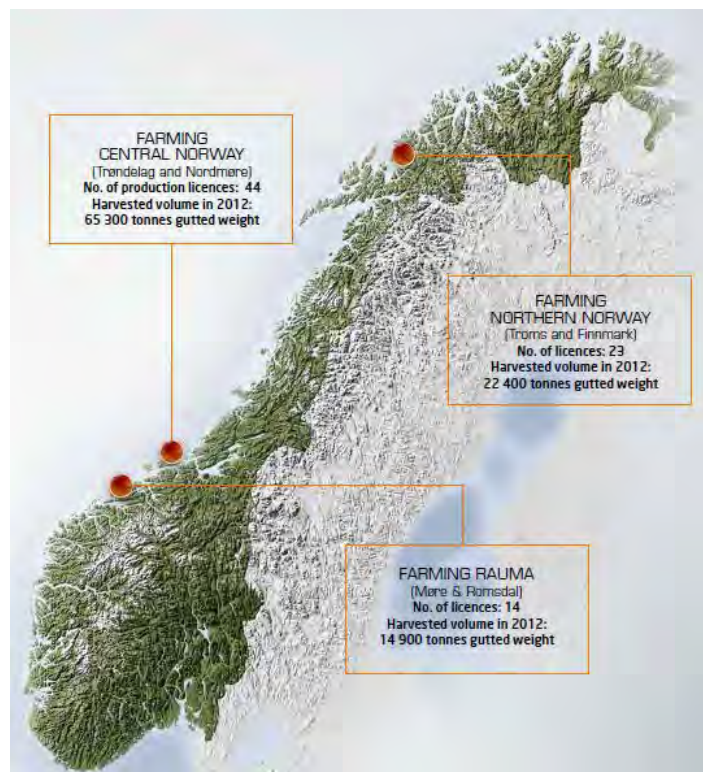
Figur 7: Laksepris. Tallene er hentet fra fishpool.eu.

Lakseprisen har vært svært volatil de siste årene der den har vært nede i under 20,00 norske kroner/kilo (NOK/kg) i 2005 og i 2012. Høyeste spotpris var i 2006 da kursen stod over 45,00 NOK. 2012 var et svakt år og lakseprisen var svært lav, der den hittil i 2013 har tatt seg kraftig opp og lå i april 2013 opp mot 40,00 NOK.

I denne utredningen vil lakseprisen vær en sentral del av verdsettelsen, og jeg vil basere framtidige spotpriser på prisestimat fra Handelsbanken, i kombinasjon med forwardpriser hentet fra Fishpool.eu.

2.2 Presentasjon av selskapet

Salmar er Norges tredje største oppdrettsselskap målt etter volum HOG (basert på tall fra Marine Harvest Industry Handbook, 2011), og har i Norge 81 oppdrettslisenser, fordelt over tre segmenter.



Figur 8: Bildet viser Salmars tre norske segmenter, der virksomheten i Sentral- Norge er størst, med en produksjon på 65 300 tonn, der forholdene er best dels takket være golfstrømmen. I Sentral- Norge- segmentet finner vi Innovamar, som vil bli beskrevet i 2.2.4. Kilde: The Salmar Story, September Outlook.

Siden starten i 1991 har antallet sysselsatte i Salmar ASA gått fra 25, til rundt 800 per 31.12.12. Selskapet har samtidig eierandeler i virksomhet i Storbritannia og på Færøyene.

2.2.1 Selskapets historie

Selskapet ble etablert i 1991 på Frøya, i Sør- Trøndelag. Her investerte det i en oppdrettslisens fra et likvidert selskap. I starten hadde selskapet fokus på prosessering av frossen laks. I året som fulgte fikk det tak i to nye lisenser, og ble i 1995 med i det som omtales som lakseoppdrettssektoren, der selskapet kjøpte flere oppdrettslisenser. I 1997 ble Kverva Holding eneeier av Salmar. Selskapet hadde ved slutten av 1990- tallet 20 lisenser, et totalt innhøstingsvolum på 11 000 tonn laks, og en prosessering av 3 000 tonn. De påfølgende årene ble fulgt av oppkjøp av annen virksomhet, blant annet Senja Sjøfarm AS i Troms i 2000, og

Norskott Havbruk med 50 % eierandel i Scottish Sea Farms Ltd, Storbritannias nest største oppdrettsselskap i 2011. I 2006 solgte Kverva holding 42,5 % av eierandelene sine til et begrenset antall norske og utenlandske investorer. 2007 ble en milepæl i selskapets historie, da det ble børsnotert på Oslo Børs som Salmar ASA. I de neste årene kjøpte Salmar flere selskaper, eksempelvis 75 % av Raumagruppen AS, som skulle sørge for en solid vekst i produksjonsvolum og inntekter, som blir omtalt i delkapittel 2.2.2. Raumasegmentet utgjør i dag en betydelig del av det som omtales som Salmar- gruppen, med 14 % av det totale produksjonsvolumet.

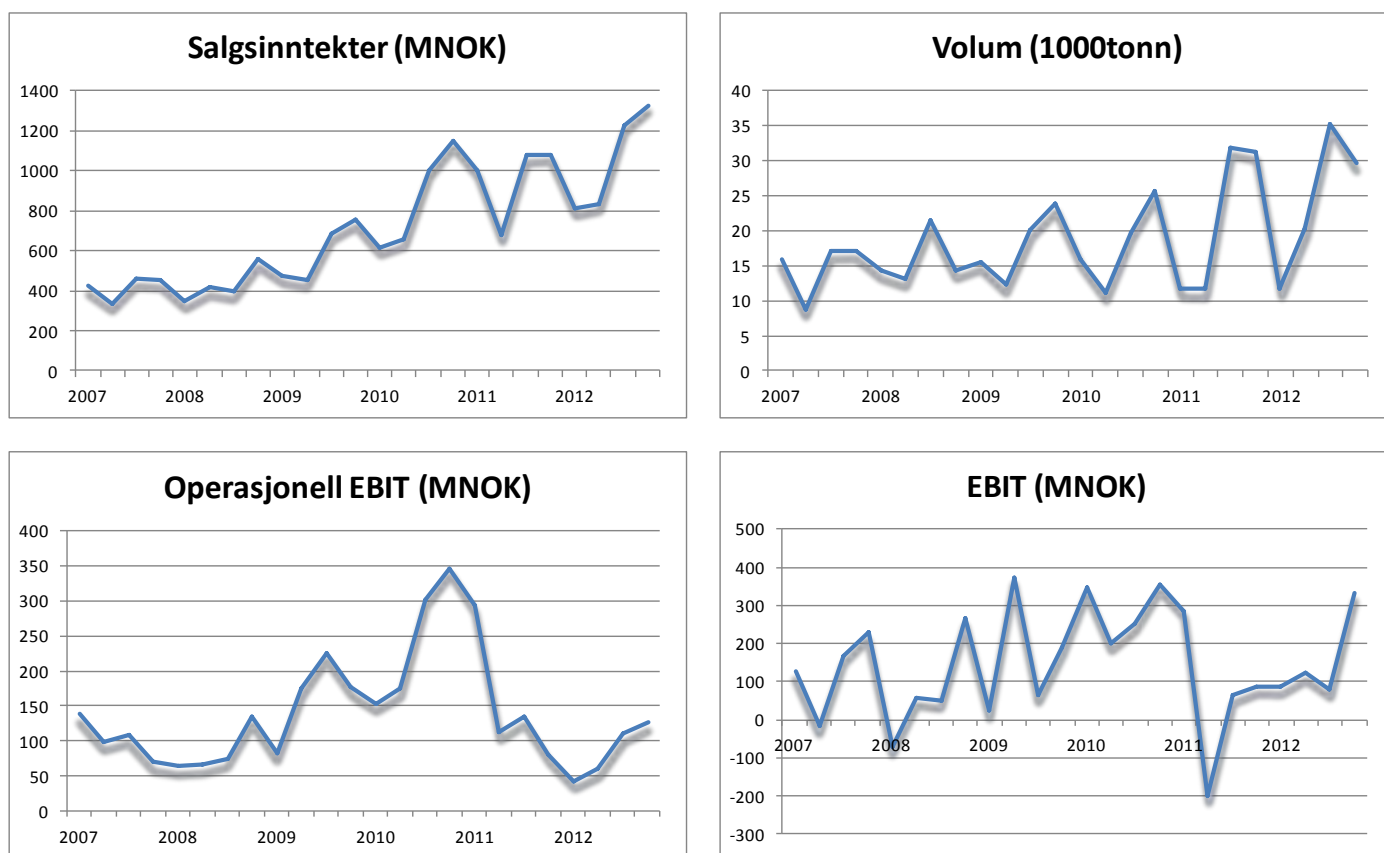
Eierstruktur Salmar ASA		
Navn	Aksjebeh. 31.12.12	Aksjebeh. i %
KVERVA AS	60500000	53,4 %
FOLKETRYGDEFONDET	9447809	8,3 %
JPMORGAN CHASE BANK	6746025	6,0 %
PARETO AKSJE NORGE	5687669	5,0 %
ODIN NORGE	4093706	3,6 %
LIN AS	2500000	2,2 %
PARETO AKTIV	2427675	2,1 %
PARETO VERDI	1303819	1,2 %
SALMAR ASA	1300000	1,1 %
CENTRA INVEST AS	705819	0,6 %
Totalt 10 største	99381820	83,6 %
Totalt andre	13918179	16,4 %
Totalt antall aksjer	113299999	100,0 %

Tabell 2: Tabellen viser eierstrukturen i Salmar ASA per 31.12.12. Tallene er hentet fra *Salmon Farming Industry Handbook 2012*.

Per dags dato kontrollerer Kverva AS 53,4 % av aksjene i Salmar ASA. En rekke investeringsbanker er inne på topp 10, der folketrygdefondet er nest største aksjonær med 8,3 % av den totalt aksjebeholdningen. Vi ser av tallene at et fåtall aksjonærer kontrollerer store deler av Salmar, der de ti største eier hele 83,6 % av selskapet, som jo er ett av ønskene til original- eier av Kverva AS, at nettopp et begrenset antall investorer skal ha kontroll i selskapet.

2.2.2 selskapets utvikling

Som vi ser av de påfølgende grafene basert på data hentet fra Salmars kvartalsrapporter, har selskapet hatt en enorm utvikling de siste årene. Etter børsnoteringen i 2007, har selskapet skutt fart framover, med årlig økning av salgsinntekter og produksjonsvolum. Dette skyldes i stor grad intern ekspandering, samt oppkjøpt av konkurrerende virksomhet.



Figur 9: Grafene viser Salmars prestasjoner ved salgsinntekter, produksjonsvolum ved HOG laks, operasjonell EBIT og EBIT i årene 2007- 2012, basert på tall fra Salmars kvartalsrapporter.

Innhøsting og salg har i stor grad tatt sted i 3. og 4. kvartal de seneste årene, som forklarer de store toppene i henholdsvis salgsinntekts- og volumgrafene. 2008- 2009 viste en nedgang i lønnsomheten, etter den operasjonelle *earnings before interest and taxes* (EBIT; operasjonelt driftsresultat). Denne er i det hele tatt mer meningsfull enn den generelle EBIT, der sistnevnte verdijusterer lagret biomasse for fluktuasjoner i laksepris. Grunnet periodiseringseffekter kan derfor slike justeringer få store konsekvenser som det vises i 2011, der selskapet utførte en verdijustering av biomassen på omtrent 368,00 millioner norske kroner (MNOK). Vi ser samtidig

et fall i lønnsomheten i 2011, hovedsakelig grunnet investeringer i Innovamar, den hypermoderne produksjonsfasiliteten til Salmar ferdigstilt i 2011, som blir beskrevet i 2.2.4, og fall i laksepriser. Det operasjonelle driftsresultatet i 2012 var svært nært resultatet under finanskrisen i 2008, som i stor grad tilskrives en lav laksepris. 2010 ble et godt år for Salmar med gode resultater, i stor grad takket være en høy laksepris (se avsnitt over om laksepris), samtidig som at selskapet høstet og solgte store deler av sin utestående biomasse i 3. og 4. kvartal da lakseprisene var på det høyeste som resulterte i gode resultater.



Figur 10: Historisk kursutvikling Salmar ASA mai 2007- mai 2013. Kilde: netfonds.com.

Kursutviklingen i Salmar har vært varierende, der selskapet som resten av markedet, hadde relativt svake prestasjoner under finanskrisen, og hadde en dupp som følge av den i årene 2008 og 2009. Vi ser at aksjekursen jevnt over følger prestasjonene til Salmar, der de store investeringskostnadene i 2011, og en fallende aksjepris som fortsatt inn i 2012 resulterte i redusert lønnsomhet, og en lavere kurs. Per i dag, april 2013, er Salmar i en stigende trend. Dette grunnet optimistiske mål framoverer i relasjon til laksepris (reflektert i blant annet forwardpriser i Fish Pool), et fullt ferdigutviklet Innovamar (som vil bli presentert senere), og en ekspansiv investeringsfilosofi som ventes å fortsette.

2.2.3 Oppdretts- prosessen

10-16 måneder

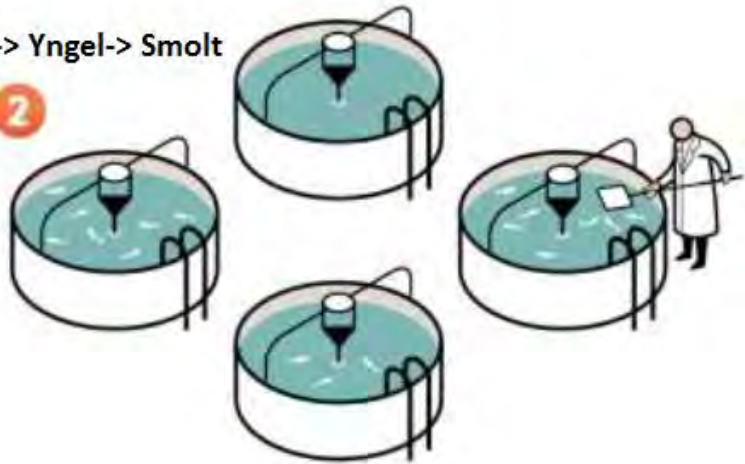
Lakserogn

1



Avkom -> Yngel-> Smolt

2



Figur 11: De første to stadiene i oppdrettsprosessen. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Smolt- stadiet

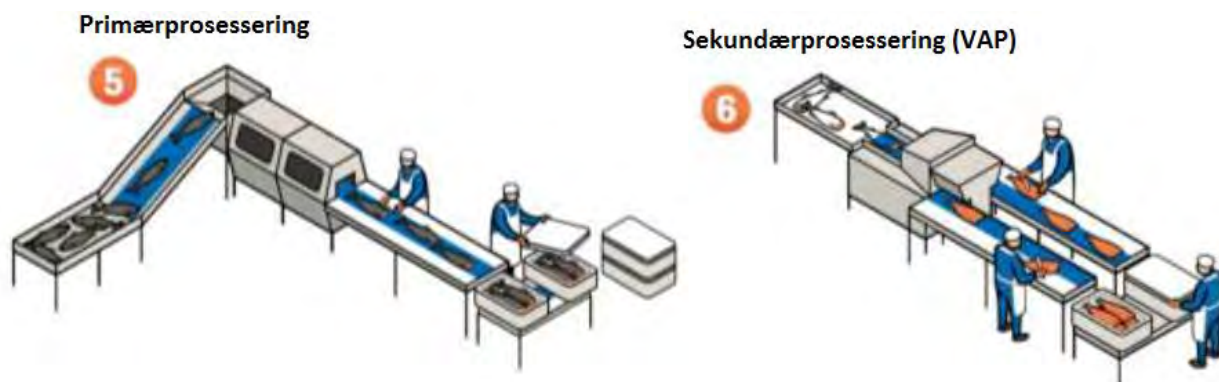
Som flere av de store lakseoppdrettsselskapene (for eksempel Marine Harvest), egenproduserer Salmar sin egen smolt, der smolt er lakseyngel og smoltifisering er en prosess der yngelen går fra et liv i ferskvann og akklimatiseres til en eksistens i sjøvann. Denne prosessen tar som regel 10- 16 måneder. Selskapet anser dette som en absolutt nødvendighet for å operere kostnadseffektivt og fleksibelt og egenproduserer lakseyngel og smolt ved seks separate fasiliteter i Møre- og Romsdal, Sør- Trøndelag, Nord- Trøndelag og Troms. Selskapet har samtidig fem settefiskanlegg i Sentral- Norge segmentet. Disse har adgang til ferskvann som er en nødvendig del av prosessen, og Salmar har investert i resirkuleringsteknologi som muliggjør en høyere smolt- produksjon og mindre bruk av naturlig ferskvann. Tilgang på høykvalitetssmolt er en forutsetning for en kvalitetssikret og effektiv produksjon av laks, og Salmar har per dags dato tilstrekkelig tilgang på smolt for og tilfredestille dagens nivå på lakseproduksjon, ifølge selskapets nettsider. (Salmar.no)

16- 24 måneder



Figur 12: det tredje og fjerde stadiet i oppdrettsprosessen. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Smolten vokser videre i sjøvann, normalt sett over en periode på 16-24 måneder. Men dette avhenger ofte av sjøtemperaturen, der eksempelvis vannet i Chile er i svak grad mer optimalt for oppdrett enn sjøvannet ved kysten av Norge, slik at prosessen i Chile er noe raskere. I denne prosessen ligger store kostnader forbundet ved blant annet fôr, som vil bli diskutert nærmere under den eksterne analysen.



Figur 13: det avsluttende stadiet av oppdrettsprosessen, behandlingen av laksen. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Til slutt utføres innhøsting, og størsteparten av denne finner sted i Sentral- Norge- segmentet, der blant annet Salmars moderne prosesseringsfasilitet Innovamar har sin beliggenhet. Laksen

blir prosessert og solgt etter markedsstandarder som er 4-5 kg HOG laks, og eventuelt videreprosessert med den hensikt å øke verdien per kg solgt laks utover det homogene godet HOG laks. Dette gjøres særlig effektivt ved Innovamar, som blir beskrevet i avsnittet nedenfor.

2.2.4 Innovamar

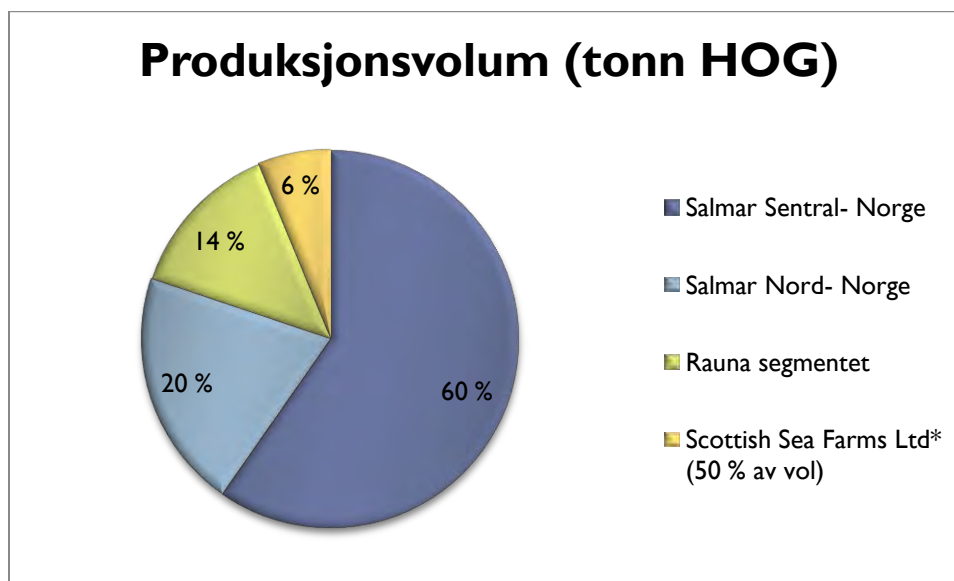
Innovamar er Salmars viktigste fasilitet for innhøsting og viderebehandling av laks. Det er en hypermoderne bygning på 17 500 m², som selskapet omtaler som det mest moderne i sitt slag. Fasiliteten består av to hoveddeler, der den ene enheten har ansvaret for innhøsting av laksen, og der den andre bedriver sekundær prosessering. Kapasiteten ligger rundt en innhøstingsmengde på 70 000 tonn laks. En stor del av dette videreføres, slik at prisen per kg solgt laks er høyere enn hva selskapet ellers ville oppnådd ved salg av HOG laks. Ved innovativ produksjonsteknologi øker kvaliteten på sluttproduktet samt leder til effektivitetsgevinster i produksjonen som videre resulterer i en lavere enhetskostnad per kg produsert laks. Kostnadsbesparelsene begrunnes i hovedsak ved fleksibilitetseffektene ved Innovamar, der det tas bruk av fersk, frossen og filetert laks. Ved parallelle produksjonsaktiviteter reduseres en betydelig andel av produksjonsrisikoen, der det er designet ekstra kontroller for å optimalisere matvaresikkerheten og rengjøringsprosedyrer. 100 % av råmaterialene benyttes i verdiøkende prosesser (VAP), og der anlegget muliggjør direkte prosessering etter innhøsting. Selskapet selv beskriver anlegget som blant de viktigste strategiske fordelene selskapet besitter, og argumenterer for at Innovamar vil hjelpe selskapet til å bli en verdensledende kostnadsleder i årene som kommer. Det er nettopp dette argumentet som fra ledelsens side forsvaret de enorme investeringskostnadene selskapet hadde gjennom store deler av 2011, der prosjektet var planlagt i år i forveien, og kostet rundt 550,00 MNOK i investeringer i bygninger og maskiner. (Salmar Annual Report 2011 & North Atlantic Seafood Conference Report, 2013)

3. Strategisk analyse

En strategisk analytisk del har som formål å kartlegge de muligheter og trusler selskapet står overfor, og å bakte resultatet fra denne analysen inn i prediksjonene om framtidig drift. I denne oppgaven velger jeg å utføre en ekstern analyse ved hjelp av Michael Porters rammeverk,

Porters 5K, samt en internanalyse der jeg benytter meg av SVIMA- metoden slik de presenteres av Krogh, Roos og Fernstrøm i deres *Strategi- en innføring* (2007).

Det er viktig å poengtere at Salmar stort sett har sin virksomhet i Norge, men er i tillegg 50 % eier av Norskott Havbruk som igjen er eier i Scottish Sea Farms Ltd, samt virksomhet på Færøyene.

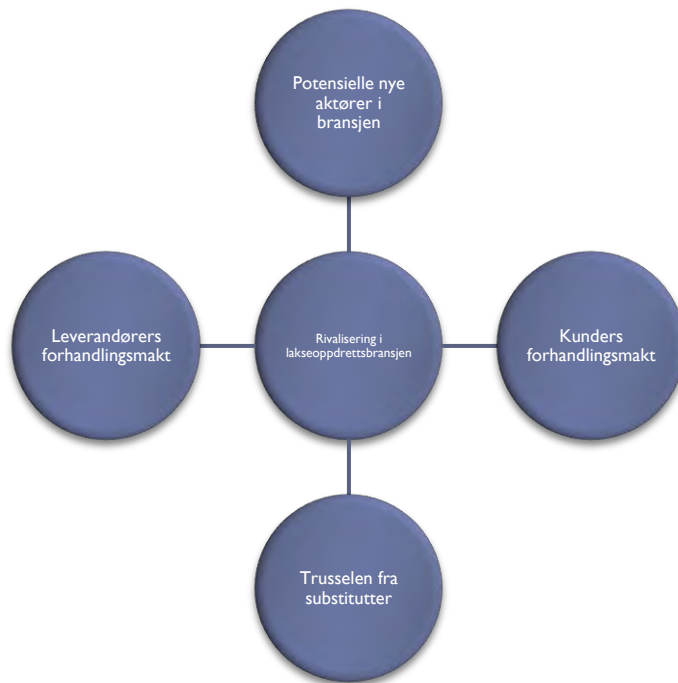


Figur 14: Figuren viser produksjonsvolum i Salmars segmenter målt etter tonn HOG laks. *Her er 50 % av produksjonsvolumet i Scottish Sea Farms Ltd medberegnet. Tallene er hentet fra Salmar Annual Report 2012.

Den eksterne analysen vil derfor fokusere på de norske og skotske utfordringene, selv om kun omtrent 6,0 % av produksjonen foregår i Skottland gjennom Scottish Sea Farms Ltd.

3.1 Ekstern analyse – Porters 5K

Michael Porter definerer i sitt rammeverk 5 faktorer i tilknytning til konkurranseevne, i sin bok *Competitive Strategy*. Disse faktorene, de eksterne elementene, kan benyttes for å forstå dynamikken i den bransjen organisasjonen opererer i, og er essensiell for hvordan et selskap skal posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter. (Roos, Krogh, Roos, Ferntrøm, 2007)



Figur15: Porters 5K

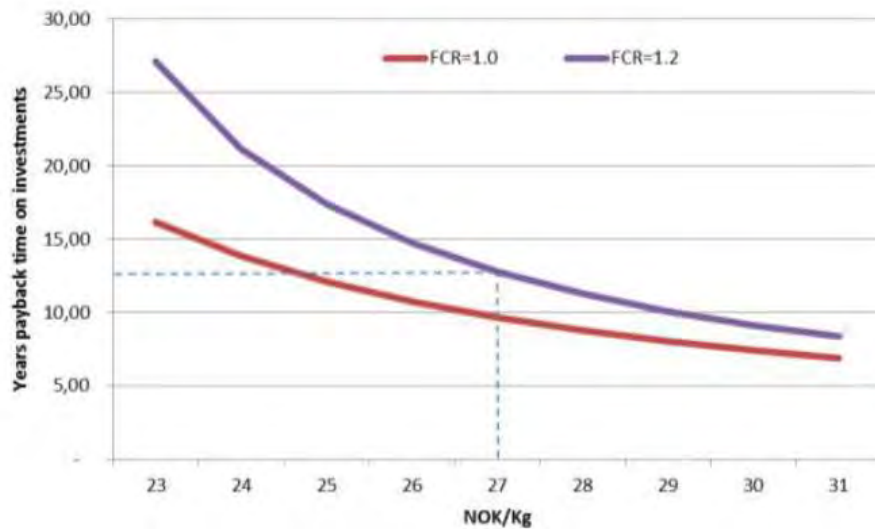
Porters modell består av potensielle nye aktører i bransjen, rivalisering innad i bransjen, kundens forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt og trusselen fra substitutter, som kan sees av figuren over. Hver enkelt av disse vil følgelig bli forklart, og jeg vil videre relatere teorien til Salmars situasjon.

3.1.1 Potensielle aktører i bransjen

Når nye aktører etablerer seg i en bransje ønsker de å kapre markedsandeler, og krever naturlig nok betydelig med ressurser. Dette leder til økt total produksjon og svært ofte resulterer dette i prispress og en generelt mer konkurranseintensiv situasjon, som reduserer lønnsomheten for de eksisterende aktørene i bransjen. Sannsynligheten for slike scenarier kalles ofte graden av etableringshindringer i bransjen. Generelt har vi relativt lav etableringstrussel der det er høye barrierer for at nye aktører, og der man forventer aggressive reaksjoner fra de eksisterende bedriftene ved nyetableringer. Porter behandler syv elementer som sentrale i kartleggingen av en bransjes etableringshindre. (Roos, Krogh, Roos, Fernström, 2007)

Stordriftsfordeler

Det eksisterer stordriftsfordeler dersom enhetskostnadene for et produkt synker med økende produserte volum.



Figur 16: Grafen viser investeringstiden forbundet ved å investere i et oppdrettsanlegg gjenspeilt ved de to grafene FCR, til en laksepris på 27,00 NOK. Analysen er utført av Kontali Analyse, for Marine Harvest Industry Handbook, 2012.

FCR står for *feed conversion ratio* og kan oversettes som fôrfaktor, som vil si antall kilo fôr som anvendes for å produsere én kilo laks. En FCR på 1,17 regnes som *target* for industrien.

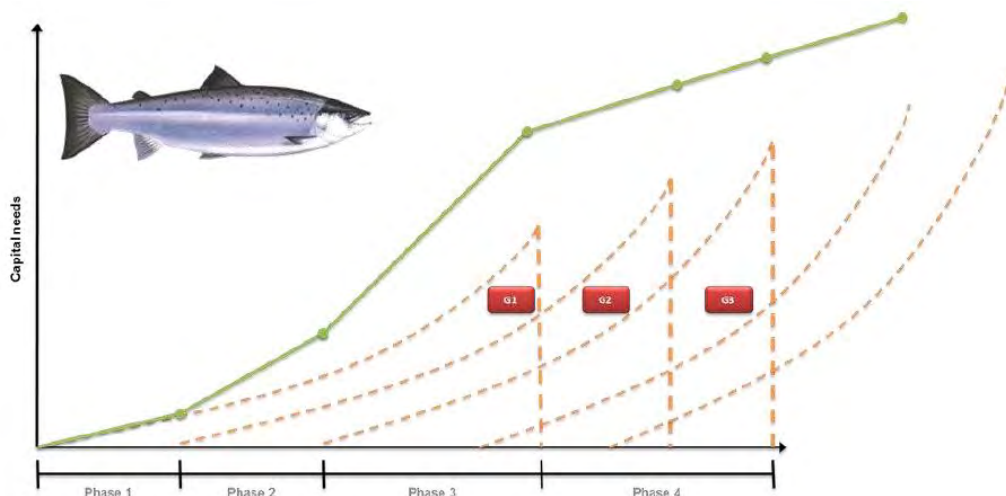
Modellen er en simplifisert versjon av virkeligheten utført av Marine Harvest, men viser at det kreves store investeringskostnader i arbeidskapital ved nyetableringer og at tilbakebetalingstiden kan være så mye som 20-30 år. Med en laksepris på 27,00 NOK som er nær det historiske gjennomsnittet i Norge, tar det 13 år før investeringen er tilbakebetalt. Gjennomsnittlig arbeidskapitalbehov per innhøsting vil da ligge rundt 75,00 MNOK.

Et nystartet selskap vil trolig ha større produksjonskostnader grunnet lavere produksjon og fleksibilitet, der de store selskapene kan dra nytte av skalafordeler og muligheten til å benytte seg av flere oppdrettsanlegg samtidig. Den nyetablerte må trolig finne seg i å ha en høyere FCR, altså en lavere lønnsomhet enn de store selskapene.

Produktdifferensiering

Produktet laks hevdes å være relativt homogent. Salmar leverer dog VAP i tillegg til den ubehandlede HOG- standardiserte fisken, som vil si at den blir videreforedlet, til eksempelvis røkt laks. Laksen som leveres av de ulike oppdrettselskapene er dog ofte svært standardisert, og det virker ikke som det eksisterer noen særlig grad av produktdifferensiering. En kan antakelig hevde at laks bør differensieres i større grad enn andre goder som melk eller mel, da det eksisterer variasjoner slik som størrelse, fôr og geografiske forhold. Disse forskjellene er likevel små, og lakseprisindekser med faste standarder peker mot at ulikhetene er tilnærmet ubetydelige. For en nyetablert aktør vil derfor ikke produktdifferensiering ha stor betydning for mengden solgt fisk.

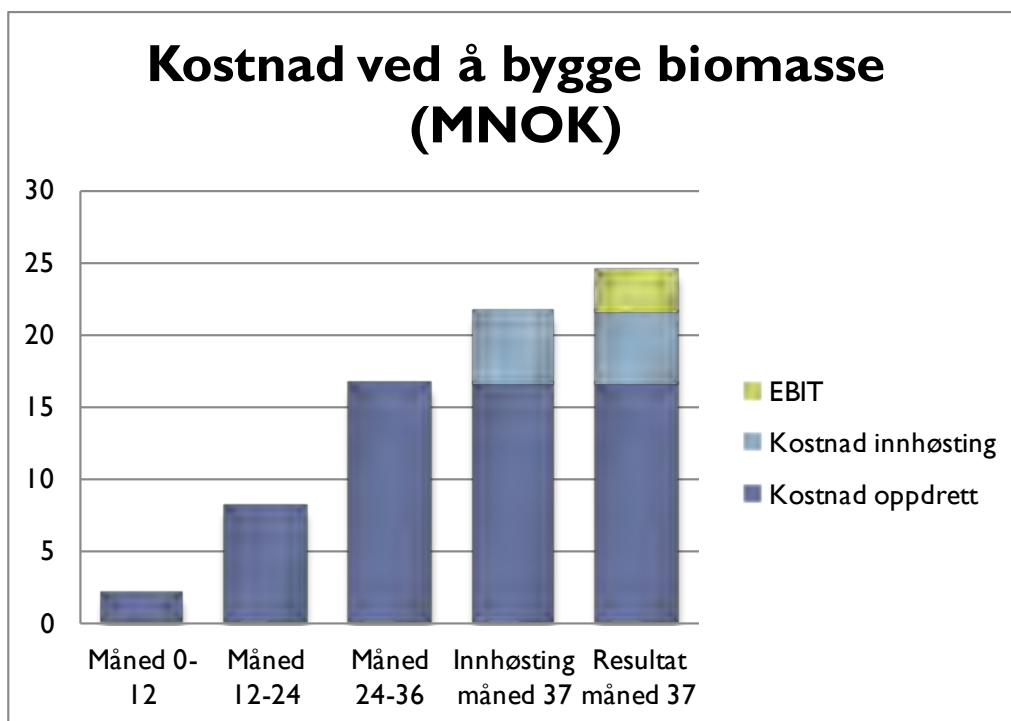
Kapitalbehov



Figur 17: Produksjonsfasene i lakseoppdrettsprosessen. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Figuren illustrerer en av hovedårsakene til at lakseoppdrettsindustrien er så kapitalintensiv, at biomassen må bygges opp over tid i introduksjonsfasen. Den illustrerer at det i fase 1 er den første generasjonen fisk som produseres. I fase 2 produseres den neste generasjon laks der generasjon 1 fortsetter å vokse. Først i slutten av fase 3 høstes laksen fra fase 1. En annen faktor

er at dersom en ønsker voksende produksjon, øker kapitalbehov utover toppnivået i fase 3. Dette illustrerer et økende krav til tilgjengelig kapital.



Figur 18: Arbeidskapitalen forbundet med lakseoppdrett. Tallene er hentet fra Salmon Farming Industry Handbook 2012, og er ment som eksempelverdier.

Lakseoppdrettsindustrien er derfor helt avhengig av betydelige mengder arbeidskapital, både under *steady state* (stabil vekst), men særlig ved etablering eller utvidelse av produksjonen. Her illustrerer den blå fargen investeringer i årene 1- 3, der den lysere blå utgjør kostnader forbundet ved innhøsting, og den grønne EBIT per kg laks. Vi registrerer at det i startfasen må bygges opp biomasse der en stor mengde arbeidskapital er en nødvendighet.

Adgang til distribusjonskanaler

De store aktørene i oppdrettsbransjen har over tid opparbeidet seg gode forbindelser og et godt renommé. Salmar benytter seg i Norge av egne distribusjonskanaler i likhet med blant annet Marine Harvest. Lerøy Seafood er en av få aktører som selger direkte til detaljhandelen. Det vanligste alternativet er dog å benytte seg av veletablerte distribusjonskanaler. For en ny aktør

vil slike avtaler trolig være mindre lukrative enn for de store selskapene, da både forhandlingsmakt og erfaring er skjevfordelt. Betingelsene i en slik avtale vil formodentlig være mindre lukrativ enn for de store selskapene, men læringsverdien og mulighetene til å bygge opp framtidige forbindelser veier opp for dette.

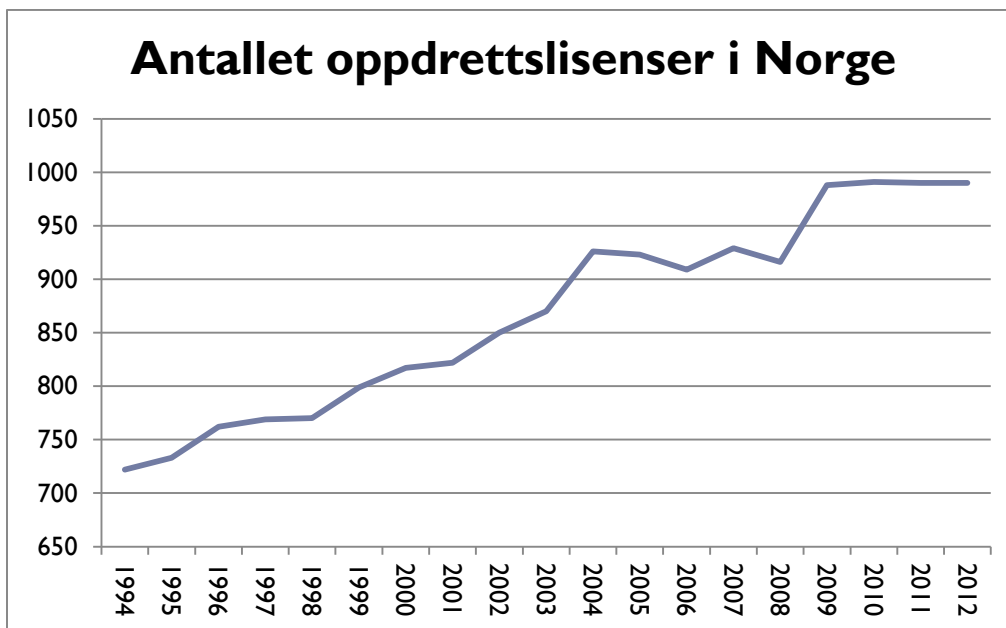
Kostnadsulemper som er uavhengig av størrelsesfaktoren

En kostnadsulempe som ikke avhenger av størrelse, er erfaring, nærmere bestemt læringskurven, et konsept innført av Boston Consulting Group på 1970- tallet. Det er rimelig å forvente at et nystartet oppdrettsselskap uten særlig erfaring vil ha en utfordring sett i forhold til de etablerte selskapene grunnet dette, og vil neppe oppnå samme grad av kostnadseffektivitet. Innsats i forskning og utvikling (FoU) for å oppnå økt kostnadseffektivitet er trolig lav under oppstarten for en nyetablert aktør, der en investering på lik linje med Salmars Innovamar først gjøres etter flere år i bransjen.

En annen potensielt avgjørende faktor er innkjøp av smolt, som i startfasen må gjøres eksternt, da gjerne dyrt dersom man står uten gode leverandørforbindelser.

Myndighetens politikk

I Norge utstedes lisenser fra Fiskeridirektoratet, der en lisens gir retten til å produsere fra fire anlegg, enten i ferskvann eller i havet. Størrelsen på disse anleggene varierer og Fiskeridirektoratet gir muligheten for søknad om utvidelser. En lisens gir muligheten til produksjon på mellom 780- 900 tonn biomasse. Fylkene Troms og Finnmark er de eneste som har utvidet kapasitet utover den satte grensen på 780 tonn. Det har vært begrenset med utstedelser av lisenser siden 1982, men lisenser kan fritt selges aktørene i mellom. I 1993 var en slik lisens solgt for 200 000,00 NOK, men kan i dag selges for mellom 20,00- 70,00 MNOK. En aktør kan dog ikke eie mer enn landets totale utestående biomasse over 15,0 %, uten å søke om tillatelse fra Fiskeridirektoratet. Det er samtidig lovpålagt å ha en maksimal biomasse på 50,0 % innen en gitt region.



Figur 19: Totalt antall oppdrettslisenser i Norge. Maksgrænse per 2012: 990. Tall hentet fra *ssb.no*.

Det kan sees av figuren over at antallet oppdrettslisenser ser ut til å flate ut. Dette er grunnet de norske myndighetenes politikk, som tilsier at mengden sløyd fisk i Norge ikke skal overstige en gitt grænse for å sikre bærekraftig utvikling. Per 2013 tilsvarer denne grænsen omtrent 990 lisenser. Kontali Analyse opplyste *Salmon Farming Industry Handbook 2012* at de estimerte at maksgrænsen etter maksimert tillatte biomasse (MAB) ville brytes i 2012. I Norge vil altså tilgangen på nye lisenser i stor grad avhenge av myndighetenes politikk og en beslutning om og eventuelt øke maksgrænsen på lisenser. I november 2012 ble det ifølge Handelsbanken utstedt 45 nye lisenser, som kommer i effekt i 2014 og 2015, og som vil øke norsk produksjonskapasitet med totalt 1,2 millioner tonn. Framover kan dog løsningen for en potensiell aktør bli å kjøpe lisenser av eksisterende aktører til den gitte markedsprisen, men dette er derfor en viktig inngangsbarriere i Norge.

I Skottland styres slik lisensiering av institusjoner for tillatelser på 25 år av gangen, og det betales en årlig leie. Det må dog søkes om konsesjon der tillatte utestående biomasse varierer mellom 100 og 2500 tonn, avhengig av søkeres eiendom. Her vil potensielle utfordringer for

nyetablerte ligge i eventuelle grenser ved de ulike eiendommene, men de politiske virkemidlene ser ikke ut til å gjøre det vanskeligere for nyetablerte aktører.

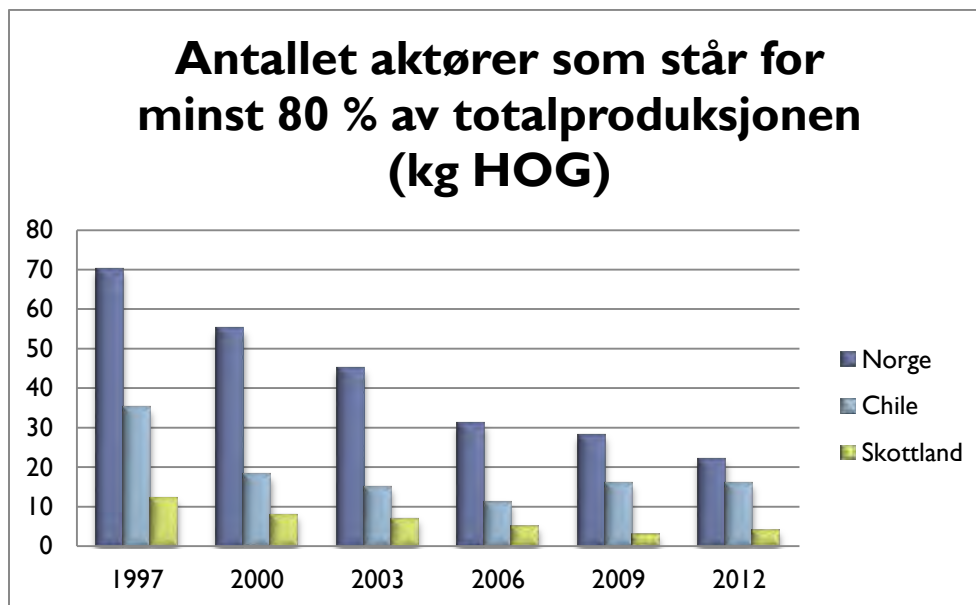
Vi ser altså at det eksisterer flere kilder til etableringshindringer for en potensiell aktør, der stordriftsfordeler, stort kapitalbehov grunnet høyt krav til utestående biomasse, læringskurven med lav grad av FoU samt et tak på antallet lisenser (i Norge) er kilder til etableringshindringer. Priskrig er neppe sannsynlig, grunnet markedsplasser slik som Fish Pool, og markedssammensetningen. Faktorer som distribusjonskanaler og relasjoner til disse kan dog være en ytterlig faktor til at en nyetablert aktør vil ha større utfordringer for å overleve på sikt enn et selskap med erfaring som kan operere mer kostnadseffektivt.

3.1.2 Rivalisering i Lakseoppdrettsbransjen

Micahel Porter definerer graden av konkurranse i et marked som i hvilken grad en rekke strukturelle faktorer griper inni hverandre. Her er eksempelvis mengden konkurrenter, bransjevekst, kostnadsstruktur og utgangsbarrierer sentrale elementer. (Roos, Krogh, Roos, Fernström, 2007)

Antallet konkurrenter

Vi har at dersom antallet konkurrenter i bransjen er betydelig, eller at forholdet mellom konkurrentene er i likevekt, er det større sannsynlighet at enkelte går sine egne veier. Lakseoppdrettsbransjen i Norge har riktignok en rekke aktører, men er dog dominert av svært få store aktører som nevnt i innledningsfasen i denne oppgaven, da bransjen har gått mot en konsolidering de siste årene. Dette har samtidig vært tilfelle i Chile og Skottland, som kan sees av figuren på neste side.



Figur 20: Figuren viser antallet aktører i Norge, Skottland og Chile som står for minst 80 % av totalproduksjonen av HOG laks. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

I Norge står de tre største aktørene Marine Harvest, Lerøy Seafood og Salmar for 54,7 % av all lakseproduksjon, målt mot 47.2 % i 2011.

Markedssammensetning Norge			
År 2012	Topp 4 Norge	Høstet kv. (tonn HOG)	H.kv. in %
	1 Marine Harvest	283700	26,1 %
	2 Lerøy Seafood	140000	12,9 %
	3 Salmar	114000	10,5 %
	4 Cermaq	56700	5,2 %
	Topp 4	594400	54,7 %
	Andre	292200	45 %
	Total	1086800	100 %

Tabell 3: tabellen viser de tre største aktørene i Norge i 2012, målt etter solgt kvantum HOG laks i tonn. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Markedssammensetning Skottland			
År 2012	Topp 4 Skottland	Høstet kv. (tonn HOG)	H.kv. in %
	1 Marine Harvest	50100	4,6 %
	2 The Scottish Salmon Com.	23000	2,1 %
	3 Scottish Seafarms	21800	2,0 %
	4 Morpol	14800	0,0 %
	Topp 4	109700	79 %
	Andre	29500	21 %
	Total	139200	100 %

Tabell 4: tabellen viser de fire største aktørene i Skottland i 2012, målt etter solgt kvantum HOG laks i tonn. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Til sammenligning er bransjen enda mer konsolidert i Skottland, der topp 4 står for hele 79 % av totalproduksjonen. I en slik situasjon der bransjen er dominert av få aktører, er sannsynligheten mindre for at uheldige situasjoner som priskrig og lignende vil kunne oppstå.

Bransjevekst

Videre har vi i situasjoner ved lav bransjevekst, en situasjon der aktørene innad i bransjen kjemper om å ta markedsandeler av hverandre snarere enn å utvikle det totale markedet. Som nevnt innledningsvis i oppgaven under bransjeintroduksjonen er lakseindustrien i sterk vekst, og totalproduksjonen av laks i Norge og Skottland har godt over doblet seg det siste tiåret. Vi aner en fortsatt stigende trend dersom etterspørselen fortsetter og hvis nye lisenser utstedes, slik Handelsbanken predikerer i sin *Salmon Farming Sector Report, April 2013* og Kontali Analyse i *Salmon Farming Industry Handbook 2012*. Det forventes en fortsatt etterspørsel i årene som kommer, men der veksten trolig vil være mindre enn historisk sett, som vist under introduksjonen av bransjen tidligere.

Høye faste kostnader og kostnader ved ledig kapasitet

I industrier karakterisert av høye faste kostnader, legges det press på produsentene for å utnytte kapasiteten og på den måten få ned enhetskostnadene. I lakseindustrien har vi store investeringer forbundet med laksekullene, for å utnytte total kapasitet i de ulike

oppdrettsanleggene. Vi kan på den måten tenke at ledig kapasitet vil være en driver i så måte. Dette vil videre legge press på markedsprisene, særlig når de store produsentene velger å øke sin produksjon nevneverdig etter å ha investert i nye anlegg. Som diskutert tidligere i oppgaven, fant vi en klar sammenheng mellom tilbudt mengde laks i Norge og lakseprisen, som har vært svært volatil de siste årene, til tross for sterk bransjevekst. Kapasitetsfaktorer kan dermed være en driver for økt konkurranseintensitet blant aktørene i lakseoppdrettsmarkedet.

Utgangsbarrierer

I enkelte industrier kan avviklingskostnader kan være betydelige, eksempelvis fordi videresalg er en utfordring eller der store anlegg må fjernes i en kostbar prosess. Her kan samtidig kontraktsbrudd med ansatte og serviceforpliktelser være kilder til ekstra kostnader. Vi har dog sett at i lakseoppdrettsindustrien har antallet aktører konsolidert de siste tiårene, der det tidligere har vært et betydelig antall aktører. Ofte har nemlig tilfellet vært at de store selskapene er mer fleksible og kan produsere mer effektivt enn de mindre aktørene, og de har kjøpt opp virksomheten for i så måte ekspandere sin egen produksjon. Industrien er karakterisert ved anlegg med svært lik infrastruktur, og et bytte av eier er ofte uproblematisk. Utgangsbarrierer er dermed ingen kilde til konkurranseintensitet blant eksisterende aktører, da virksomhet ofte selges videre til en pris tilnærmet lik markedspris.

Lakseoppdrettsbransjen vil være en bransje i vekst, dersom myndighetene fortsetter å utstede lisenser (i Norge) der den globale veksten er sterk, som nevnt innledningsvis. Og det eksisterer lave utgangsbarrierer ved at eksisterende virksomhet ofte kjøpes opp av eksisterende aktører til markedspris. En kilde til rivalisering kan dog være store investeringer i laksekull, som høstes på gitte tider av året, eller kostnader forbundet ved ledig kapasitet som presser opp produksjonen. Vi vet fra kapittel 2.1.3 om prisdannelsen av lakseprisen at forholdet mellom tilbud/pris har en forklaringskraft på omtrent 88 %, som kan peke mot en lavere pris totalt sett for bransjen dersom produksjonsveksten øker mer enn etterspørselsveksten.

3.1.3 Kunders forhandlingsmakt

Michal Porter nevner flere ulike kilder til kunders forhandlingsmakt, der denne forhandlingsmakten er betydelig dersom de er konsentrerte og kjøper store volum. Salmar selger mye av fisken sin til industrielle kunder, som HOG, og er i så måte en av flere oppdrettsselskap som gjør tilsvarende. Antallet kunder kommer ikke klart fram, men mengden er trolig betydelig. Ved salgsplasser slik som Fish Pool, en internasjonal salgsplass for laks, kan produsenter kvitte seg med mye av laksen til gitte spotpriser. I tillegg er det ofte vanlig praksis at store deler av laksen forhåndsselges for å sikre stabile inntekter sett i forhold til en fluktuerende laksepris.

Porter nevner en viktig kilde til kundemakt. Dersom produktet er standardisert eller udifferensiert, men i et åpent marked med en rekke kunder, vil hver enkelts forhandlingsposisjon være av begrenset karakter.

En kunde vil neppe tenkes å integrere bakover, da det normalt sett kreves mye spesialisering og høye investeringskostnader for å starte oppdrettsanlegg. Vi har dog eksempler fra lakseindustrien der laksproduktet er behandlet, og selges videreforedlet til detaljhandelen, for eksempel *Salma laks* produsert av Bremnes Seashore AS. I en slik situasjon vil kjøperen av produktet sitte med begrenset makt, men i lakseoppdrettsindustrien er slike merkevarer få, og anses som unntaket snarere enn regelen. Kundemakten er derfor begrenset.

3.1.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Historisk sett har de viktigste ingrediensene i fôret bestått av fiskemel, produsert fra fisk og fiskebein i fiskeproduksjon, samt fiskeolje. Her har det dog gått mot andre erstatningsprodukter, der fôret produseres av landbruksprodukter slik som soya, solsikkefrø, hvete, mais, bønner samt erter, og der rapsolje har fungert som substitutt for fiskeolje. Geografisk varierer denne sammensetningen ut ifra hvor fisken blir produsert, på bakgrunn av de nasjonale markedene og etterspørselen etter de ulike produktene. Dette er én av grunnene til at kostnadssammenstetningen for produksjon av laks varierer. Den største kostnaden forbundet ved lakseoppdrett er fôrkostnader.

Enhetskostnader per kg laks

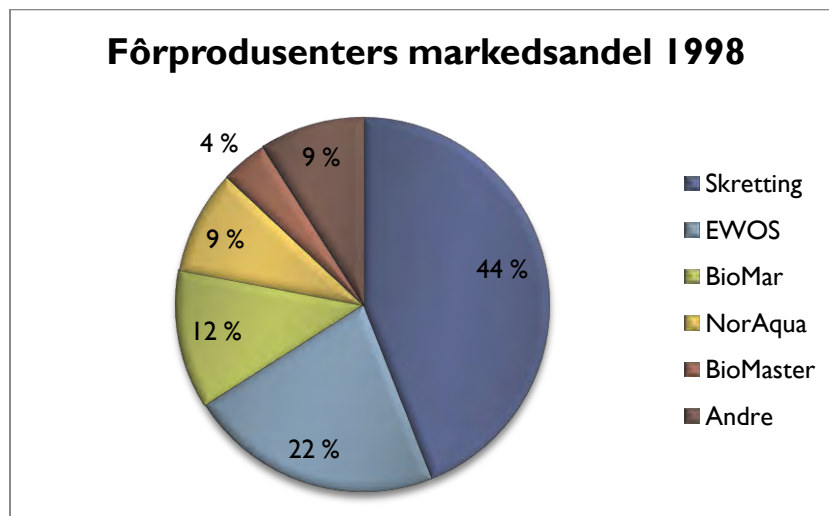
Norge

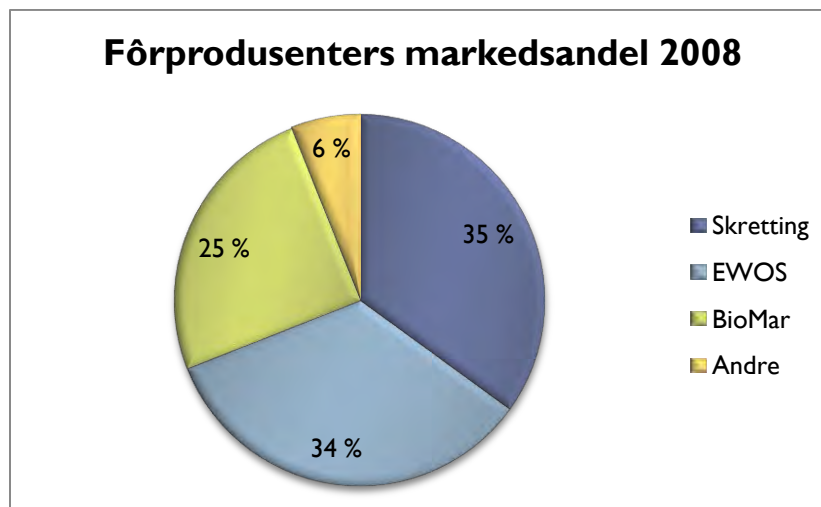
Skottland (GBP)

Per kg HOG (Norge)	I NOK	I% av total	I GBP	I% av total2
Fôr	11,24	49,6 %	1,39	49,6 %
Prossesering	2,30	10,2 %	0,25	8,9 %
Smolt	2,08	9,2 %	0,25	8,9 %
Lønn	1,31	5,8 %	0,14	5,0 %
Vedlikehold	0,70	3,1 %	0,07	2,5 %
Båt	0,92	4,1 %	0,16	5,7 %
Avskrivninger	0,62	2,7 %	0,10	3,6 %
Salg og markedsføring	0,44	1,9 %	0,05	1,8 %
Dødlighet	0,47	2,1 %	0,01	0,4 %
Annet	2,56	11,3 %	0,38	13,6 %
Total	22,64	100,0 %	2,80	100,0 %

Tabell 5: Tabellen viser enhetskostnad per kg produsert HOG laks i Norge og Skottland. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Vi ser i tabellen over at i Norge utgjør fôrkostnaden omtrent 50,0 % av de totale kostnadene. For sammenligning har jeg inkludert Skottland, med den hensikt å støtte opp om forutsetningene gjort i starten av analysen, der vi ser at kostnadsstrukturen er svært lik. I en strategisk analyse som fokuserer på leverandører vil det derfor være sentralt å konsentrere seg om forhandlingsmakten til leverandørene av fôret.





Figur 21: Figurene viser globale markedsandeler for fôrleverandører, for årene 1998 og 2008. Vi ser her at markedet har konsolidert i likhet med oppdrettsbransjen. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

I likhet med oppdrettsindustrien har antallet leverandører av fôr blitt betydelig konsolidert de siste tiårene. Her ser vi blant annet at fra å ha fem store aktører i det globale markedet i 1998, har markedet konsolidert, slik at det globale markedet kun bestod av tre aktører i 2008, der de resterende selskapene kun utgjorde 6 % i 2008, mot 9,0 % i 1998.

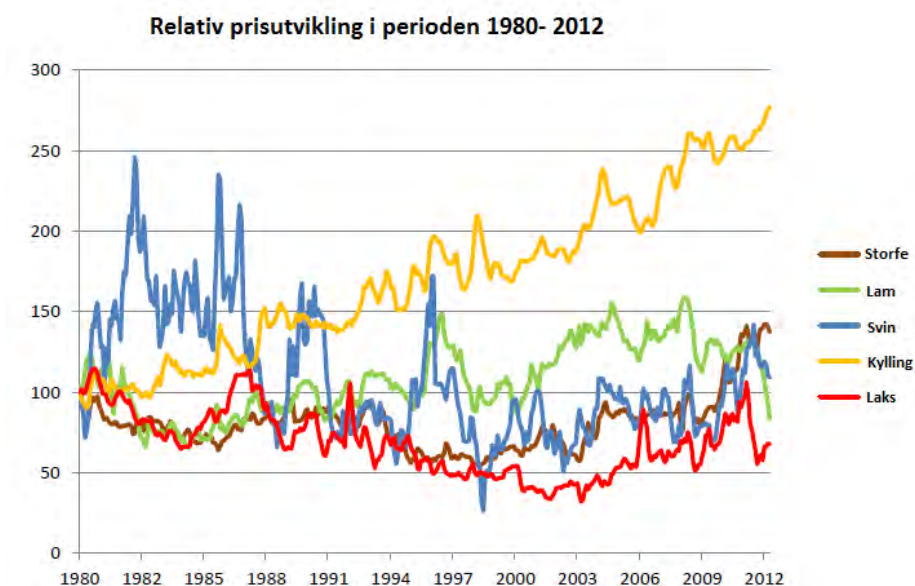
Porter nevner en viktig kilde til leverandørers forhandlingsmakt som at dersom leverandørgruppen er dominert av noen få bedrifter og er mer konsentrert enn bransjen den selger til. De tre store fôrproduzentene Skretting, BioMar og EWOS opererer globalt, og kontrollerer i prinsippet det meste av outputen. Det finnes heller ingen klare substitutter til fôret, og det produseres mest effektivt basert på markedets gitte råvarepriser. Vi ser at det per dags dato er betydelig flere aktører i oppdrettsindustrien, sammenlignet med oppdrettsindustrien, selv om også denne har blitt betydelig konsolidert de siste årene.

Fôret er i tillegg helt essensielt i produksjonen av oppdrettslaks, der den som nevnt utgjør halvparten av kostnadene for aktører i Norge og Skottland. På bakgrunn av dette velger jeg å konkludere med at leverandørene har svært stor forhandlingsmakt overfor lakseoppdrettsselskapene. Dette selv om antallet aktører i lakseoppdrettsindustrien har blitt svært konsolidert de siste årene og i dag er bestående av store ofte internasjonale selskaper slik

som eksempelvis Marine Harvest. Likevel kan lange leverandørrelasjoner, avtaler om betydelige kjøp og konkurranse blant de eksisterende tre leverandørene, være kilder til en grad av forhandling mellom leverandøren av fôret og lakseoppdrettsaktøren.

3.1.5 Trussel fra substitutter

Når det gjelder substitutter for laks går mener enkelte at annen fisk utgjør nærmeste alternativ. I utgangspunktet skulle man tenke seg at dette medførte en viss riktighet, men i de fleste land er laks sett på som mer eksklusiv fisk sammenlignet med andre fiskesorter som eksempelvis torsk. Som annen fisk inneholder laks omega-3 fettsyrer, er en viktig kilde til protein og tilfører konsumenter av fisken vitaminer og mineraler, som blant annet vitamin A og D. Denne økte bevisstheten for ernæring og fokuset på dette har medvirket til at laks anses som et differensiert gode. Historisk har dog gjerne laksen vært ansett som alternativ til biff.



Figur 22: Relativ prisutvikling av ulike proteinkilder i perioden 1980- 2012. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Den relative prisutviklingen i perioden 1980- 2012 kan sees av figuren over. Siden 1980 ser vi at den relative prisen har fluktuert i intervallet 110 til litt under 40. Sett i forhold til kylling har laks gått fra å være omtrent 10 ganger så dyrt til å koste dobbelt så mye.

Relativ prissforskjell			
Land	Laks/biff	Laks/kylling	Laks/svin
Storbr.	0,80	1,40	1,80
USA	1,30	2,40	1,90
Belgia	1,20	1,90	1,60
Japan	1,00	2,20	2,00
Gj.Snitt	1,08	1,98	1,83

Tabell 6: Tabellen viser relativ prissforskjell mellom ulike proteinkilder i de ulike regionene, per 2012. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Vi ser at laks, sammenlignet med de andre dyreproteinkildene, har blitt billigere de siste årene relativt sett. Likevel er laks i dag fortsatt ansett som et eksklusivt gode, der nærmeste substitutt eventuelt vil være biff. Trusselen fra substitutter anser jeg som minimal, og jeg antar forbrukere av laks er mindre prissensitive enn konsumenter av andre goder.

3.1.6 Sammendrag ekstern analyse

Lakseoppdrettsindustrien er en kapitalintensiv bransje, og for en potensiell inntrenger vil kapitalkravet utgjøre en av de sentrale utfordringene. Andre faktorer er også læringskurven, samt fleksibilitetsutfordringer, som gjør at en ny aktør ofte opplever større kostnader per kg produsert HOG sett i forhold til en etablert aktør. Kundens makt er minimal grunnet svært åpne markedsplasser, slik som Fish Pool. Vi ser dog at i likhet med laksoppdrettsindustrien, har antallet fôrprodusenter blitt betydelig konsolidert de siste årene. Fôr utgjør omtrent 50 % av kostnadene forbundet ved lakseproduksjon i Norge og Skottland, og de tre store fôrleverandørene nyter derfor trolig stor forhandlingsmakt overfor lakseprodusentene. Den nærmeste substitutten til laks skal sies å være biff, men jeg konkluderer med at konsumenter av laks er relativt lite prissensitive, og at trusselen fra substitutter er lav.

3.2 Intern analyse- SVIMA

SVIMA- analysen er et eksempel på en ressursbasert analyse av konkurransefortrinn, der bedriftens interne fordeler analyseres. SVIMA står for *Sjelden, Viktig, Ikke-imiterbar, Mobilisert og Appropriert*.



Figur 23: SVIMA- modellen.

Dersom en ressurs er sjelden, eksisterer det forskjeller mellom aktørene i bransjen, og dersom den er viktig er disse forskjellene store. Hvis ressursen samtidig er ikke- imiterbar betegnes disse forskjellene som varige, og er den mobilisert har utnyttet ressursene for å skape uvanlig høy økonomisk lønnsomhet. Med begrepet appropriert har bedriften eventuelt lyktes med å beholde lønnsomhetsgevinstene som resulterer fra fordelene ved den interne ressursen, og har en kilde til varig konkurransefortrinn.

En mye benyttet framgangsmåte er å rangere ressurser som på forhånd antas å være strategiske for bedriften, for så og rangere disse etter SVIMA- kriteriene. På lang sikt, da bedriftens ressurs ikke er gitt, vil det være viktig å investere i ressurser som vil bli etterspurt i årene som kommer, og posisjonere seg i attraktive bransjer og segmenter. Dersom man sammenholder ressursene med bedriftens strategiske mål, forretningsidé og oppfatning av omverdenen, kan man få en idé om hvorvidt bedriften har rette type ressurser til rådighet for å nå sine strategiske mål. Dersom bedriften sitter på ressurser som tilfredstiller de fem SVIMA- kravene, kan bruk av disse ressursene være grunnlag for varig konkurransefortrinn for bedriften og potensielt resultere i en

unormalt høy lønnsomhet, sett i forhold til resten av bransjen. (Roos, Krogh, Roos, Fernström, 2007).

3.2.1 Størrelse

Som nevnt i den eksterne analysen over, er lakseoppdrettsindustrien en kapitalintensiv industri. Ved å være blant de største aktørene, har Salmar en styrke i fleksibilitet og effektivitetsprosesser, som blant annet egenproduksjon av smolt. Salmar har samtidig kjøpt opp betydelig virksomhet de siste årene, slik at antallet lisenser har økt. Lisenser i seg selv er nærmest en kilde til konkurransefortrinn, men jeg velger å legge den under størrelsesressursen. Dette begrunner jeg ved at de store oppdrettsselskapene naturlig nok sitter med en større andel lisenser. Størrelsesfaktoren gir også mulighet til større innsats innen innovasjon som i seg selv er en kilde til fortrinn. Salmar er den tredje største aktøren i Norge målt etter markedsandel, like etter Marine Harvest og Lerøy Seafood. Og jeg velger å anta at størrelsesressursen gir tilnærmet likt fortrinn for de største 5 aktørene. På bakgrunn av dette mener jeg størrelsesfaktoren, lisenser inkludert, er en sjelden ressurs i Norge. Den er åpenbart viktig der forskjellene mellom de største aktørene og resten er substansiell. På middels sikt er den ikke- imiterbar, den er klart en kilde til økonomisk verdi ved at den hovedsakelig sørger for fleksibilitet og effektivitetsgevinster, som bedriften har klart å kapre ved økte lønnsomhet de siste årene, og er derfor mobilisert og appropriert.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Sum
Størrelse	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 7: Størrelse

3.2.2 Innovasjon (FoU)

Salmar har høyt fokus på forskning og utvikling (FoU) gjennom deres eksperimentive avdeling Innovamar. Her investeres som nevnt kapital med den hensikt å øke produksjonseffektiviteten. Fra fasilitetene forventes en årlig økning i effektiviteten, der innhøstingen viste 110 fisk i

minuttet i 2012, og man venter 120 fisk i minuttet for 2013. Videreforedlingsprosessene (VAP) er også under utvikling, og i 2012 nådde Innovamar en behandlingstid på 12 fisk i minuttet. I 2013 ligger de tilsvarende forventede målene på 18 fisk i minuttet. Det estimeres generelle kostnadsbesparelser sett i forhold til gjennomsnittskostnaden for industrien på mellom 10-20 % (Salmar Annual Report, 2012). Ressursen er derfor sjelden, ved at kun de største aktørene har stort fokus på innovasjonen. 10- 20 % kostnadsbesparelser er store forskjeller i kostnadseffektivitet og betegnes som viktig, på middels sikt er den ikke- imiterbar da betydelige mengder tid og kapital må investeres for å komme på tilsvarende innovative nivå som Salmar. Besparelsene gir åpenbart økt lønnsomhet, som Salmar selv drar nytte av.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Sum
Innovasjon	Ja	Ja	ja	Ja	ja	Ingen forskjell

Tabell 8: Innovasjon

3.2.3 Lokalisering

Salmar er eier av strategisk viktig eiendom, som er en nødvendig forutsetning for å drive lakseoppdrett på en effektiv måte.



Figur 24: Figuren viser lokalisering av Innovamar og grensen for der kostnadene per kg laks øker i Norge hovedsakelig grunnet ekstrakostnader forbundet med logistikk. Kilde: Salmar ASA: The Salmar Story.

Norges mest ideelle område for lakseoppdrett ligger langs kysten midt i landet. Her har Salmar derfor plassert Innovamar. En fordel ved å ha en plassering i denne delen av landet er at lenger nord øker kostnadene betydelig per kg produsert laks, grunnet økt logistikkostnader. Dette gjør at det for de fleste lakseselskapene er mest attraktivt å ha etablerte anlegg langs vestkysten av Norge. Salmar sitter på en viktig portefølje eiendommer i så måte, og det eksisterer forskjeller sett i forhold til en del av aktørene i markedet. Ressursen må derfor kunne betegnes som sjelden. Disse forskjellene fra de små aktørene er dog ikke alltid stor, da mange av de mindre aktørene fra gammelt av har sittet med gode lokaliserte anlegg. Den er heller ikke vanskelig å imitere, da nye eller eksisterende aktører kan kjøpe opp virksomhet langs de mest populære områdene, og gjennom oppkjøpet tilegnet seg de strategiske eiendommene. Ressursen er dog mobilisert, og Salmar drar nytte av de økonomiske gevinstene fra lokaliseringen ved å ha anleggene sine i næringsrike vann, samt ved logistikkbesparelser.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Sum
Lokalisering	Ja	nei	Nei	Ja	Ja	Ingen forskjell

Tabell 9: Lokalisering

Sammendrag SVIMA- analyse

Vi ser av den ressursbaserte analysen at Salmar har kilder til varige konkurransefortrinn ved størrelse, innovasjon og lokalisering. Disse fortrinnene deler Salmar dog med de største fem aktørene i den norske lakseoppdrettsbransjen, slik at konkurransen fortsatt eksisterer på dette nivået. Vi så videre at lokalisering var en sentral ressurs for oppdrettsselskaper, men at den for Salmar ikke utgjorde en kilde til varige konkurransefortrinn.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Sum
Størrelse	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Innovasjon	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig konkurransefortrinn
Lokalisering	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja	Ingen forskjell

Tabell 10: Sammendrag SVIMA- analyse

4. Verdsettelsesteknikkene

I en verdsettelse benyttes i praksis et vidt spekter av ulike teknikker, der kompleksitetsnivået i modellene er svært varierende. Her gjøres en rekke forskjellige antagelser, men en del av metodene deler et sett av karakteristikk som gjør at de kan klassifiseres.

Aswath Damodaran (2002) beskriver i sin bok *Investment Valuation* tre framgangsmåter for å løse utfordringene ved en verdsettelse. Generelt har vi den første metoden som en *Discounted Future Cash Flow valuation* (DCF) der forventede framtidige kontantstrømmer diskonteres slik at vi får nåverdien av forventet framtidig inntjening. Den andre metoden kalles *komparativ verdsettelse*. Her estimeres nøkkeltall, basert på eksempelvis inntjening, kontantstrømmer eller bokverdier, og dette vurderes mot sammenlignbare tall fra bransjen eller lignende selskaper. Den siste metoden kalles opsjonsverdsettelse og benyttes ved å måle verdien på eiendeler som deler opsjonskarakteristikk. Disse karakteristikkene vil bli kort forklart i avsnittet som omhandler opsjonsmetoden.

I denne oppgaven vil jeg benytte meg av de to førstnevnte metodene, og jeg vil videre utdype de aktuelle teoriene. Her vil jeg kun kort kommentere framgangsmåten for en opsjonsverdsettelse da jeg ikke gjør bruk av metoden i verdsettelsen, men da jeg mener alternativet bør presenteres for leseren for en gi en oversikt over de alternativene som foreligger.

4.1. Discounted Cash Flow (DCF)

DCF- metoden regnes gjerne som grunnlagsmetoden andre verdsettelsesteknikker bygger på. Grunntanken bak en DCF- verdsettelse er at verdien av en eiendel er lik nåverdien av de framtidige kontantstrømmene denne eiendelen forventes å generere.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF}{(1+r)^t}$$

Her er

n = eiendelens gjenværende levetid

CF_t = kontantstrømmer i perioden t

r = diskonteringsrenten som skal reflektere kontantstrømmens risiko

Det eksisterer tusenvis av ulike DCF- modeller, men vi skiller gjerne mellom tre metoder. Den første metoden innebærer å verdsette selskapets egenkapital. Her estimeres *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), og disse kontantstrømmene diskonteres tilbake til nåverdi. Den andre metoden, og den vi vil benytte oss av i vår DCF- verdsettelse er en vurdering av hele selskapet totalt sett, med både dets egenkapital og gjeld. Her er metoden svært lik den første, men vi finner *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) som på samme måte tilbakediskonteres. Man trekker her fra gjeldsforpliktelsene avslutningsvis.

Den siste metoden består av å verdsette selskapet delvis, der verdien av de ulike aktivitetene legges sammen, og man tar for seg både egenkapitalen og gjelden. Denne metoden kalles *Adjusted Present Value*- (APV) metoden.

Selv om metodene er ulike, vil de teoretisk sett komme fram til det samme resultatet dersom man benytter seg av konsistente estimater og antagelser i verdsettelsen.

4.1.1 Free Cash Flow to the Firm (FCFF)

Jeg vil gå dypere inn i forklaringen av FCFF- metoden da det er denne jeg vil legge fokus på i oppgaven. FCFF henger likevel sammen med FCFE ved denne sammenhengen:

$$FCFF = FCFE + \text{rentekostnader}(1-\text{skatt}) + \text{avdrag på gjeld} - \text{ny gjeld utstedt} + \text{dividender}$$

Slik ser vi at FCFE og FCFF logisk skal gi samme løsning, dersom det benyttes like antagelser i modellene. FCFF- metoden egner seg dog bedre enn FCFE i selskaper med høy gjeldsgrad, eller for selskaper som er i en omstrukturingsprosess. Implementering av FCFE- metoden kan i slike tilfeller være vanskelig grunnet volatiliteten i gjeldsinnbetalingene, samt at FCFE er mer sensitiv til forandringer i vekst og risiko.

En vanlig framgangsmåte for å finne FCFF er ved denne formelen:

$$FCFF = EBIT(1-\text{skatt}) + \text{Avskrivninger} - \text{CAPEX} - \Delta \text{Arbeidskapital}$$

Her står CAPEX for kapitalinvesteringer. Når vi har funnet estimerte kontantstrømmer i form av FCFF, vil vi tilbakediskontere dette for å finne nåverdien. Dette kan gjøres ved formelen:

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Her er

$FCFF_t$ = Free Cash Flow to the Firm i år t

WACC = Weighted Average Cost of Capital

Estimering av alle kontantstrømmene framover er dog tungvint og unødvendig. En forenkling som gjerne gjøres er å anta at selskapet etter noen år oppnår det vi kaller for *steady state*, ved en stabil vekstrate på g_n .

Vi kan da skrive formelen slik:

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1 + WACC)^n} \cdot \frac{1}{WACC - g_n}$$

Denne formelen danner grunnlaget for DCF- verdsettelsen av Salmar ASA, og jeg vil benytte den i praksis senere i oppgaven.

4.2 Komparativ verdsettelse

I relativ verdsettelse måles sammenlignbare eiendeler eller selskaper mot hverandre basert på ulike standardmål. Disse målene er eksempelvis bokverdier, inntekter eller kontantstrømmer.

Ved å benytte bransjestandarder for multipler (nøkkeltall) slik som

- Aksjepris/bokverdi per aksje (P/BV)
- Aksjepris/resultat per aksje (P/E)
- Aksjepris/salgsinntekter per aksje (P/S)

som for øvrig er blant de hyppigst benyttede multiplene, kan vi si noe om verdien av selskapet.

For at modellen skal fungere tilfredsstillende, nevner Aswath Damodaran (2002) fire steg som må vurderes ved bruk av komparativ verdsettelse.

1. Multiplene må defineres på en konsistent måte, og ha en uniform målemetode for selskapene som sammenlignes.
2. Man må ha en oppfatning for hvordan multiplene vil tenkes å variere i markedet, altså hva som kjennetegner en høy, lav og middels verdi for den gitte multiplen.
3. Man må identifisere de verdiene som ligger bak multiplen, og identifisere potensielle forandringer i multiple- verdi ved markedsforandringer.
4. Siste punkt understreker at man må sammenligne selskaper hvis risiko, vekst og lønnsomhet er tilnærmet like.

DCF- metoden regnes gjerne som den akademisk riktige måten å verdsette et selskap på. I praksis benyttes dog relativ verdsettelse mye hyppigere. Argumentene for denne metoden er gjerne at den er lettere å utføre, og at enn DCF- metodisk analyse benytter seg av for mange antagelser. En stor fordel ved komparativ verdsettelse er at den benytter seg av markedsstandarder. Vi antar altså at markedet er korrekt i sin gjennomsnittlige prising av aksjene. Vi har flere eksempler på komparativ verdsettelse til det daglige. Et godt eksempel er eiendomsmarkedet, der priser gjerne baseres på hvordan tilsvarende eiendeler er verdsatt.

Multipler er åpenbart et raskt og nyttig verktøy ved verdsettelse der det eksisterer en rekke sammenlignbare selskaper, som markedet i snitt har priset korrekt. En ulempe ved bruken av multipler er dog dersom sammenligningsgrunnlaget er tynt, dersom det eksisterer lite eller ingen inntekter eller dersom selskapet har negativ inntjening. Multipler kan også lettere bli manipulert. Dersom det eksisterer flere like selskaper, både ved risiko og vekst, kan en subjektiv analytiker trekke ut de selskapene som best vil passe hans egen analyse. Denne ulempen eksisterer også ved DCF- verdsettelsen, men her kreves det at analytikeren er mer eksplisitt ved de endelige verdiene. I en multipleanalyse kan slike antagelser utelates.

I denne oppgaven vil jeg legge størst vekt på bruken av en DCF- analyse, men den komparative verdsettelsen vil være et nyttig supplement. Her vil jeg analysere resultatet fra den komparative verdsettelsen og se den i sammenheng med DCF- metodens resultater.

4.2 Opsjons- verdsettelse

Generelt er verdien av en eiendel lik verdien av de framtidige kontantstrømmene denne eiendelen forventes å generere. Under opsjonsverdsettelse har man unntak fra denne forventningen, dersom eiendelen har to karakteristikk:

1. Verdien av eiendelen stammer fra verdien av andre eiendeler.
2. Kontantstrømmene fra eiendelene er betinget av forekomsten av spesifikke hendelser.

Slike eiendeler kalles opsjoner. Det eksisterer call (kjøp)- opsjoner og put (salg)- opsjoner, som henholdsvis gir retten til kjøp av en eiendel på et gitt tidspunkt, men ingen plikt, og der salgsoptionen gir retten til salg av en eiendel på et gitt tidspunkt, men altså ingen plikt. Det skilles mellom europeiske og amerikanske opsjoner, der amerikanske gjerne er dyrere grunnet mulighet for tidlig utøvelse, i motsetning til europeiske som kun kan utøves på et gitt tidspunkt.

Verdsettelsen ved hjelp av opsjonsprisinde- modeller bygger gjerne på Black and Scholes- metoden eller binomial opsjonsprising. Verdien av opsjonen avhenger av seks variabler; verdien av den underliggende eiendelen, variansen i dets verdi, forventede dividendeutbetalinger, utøvelsespris, opsjonens livsløp og risikofri rente. Dette er illustrert i både Black and Scholes og binomial- metoden, der opsjonene verdsettes ved å skape en replikasjonsportefølje, som gjerne er sammensatt av den underliggende eiendelen og ved å låne eller utstede risikofrie lån. Opsjonsmetoden er derfor best benyttet for å verdsette eiendeler og aksjer som har opsjonskarakteristikk. (Damodaran, 2002)

5. Analytikere

Jeg ønsket å sammenligne metodene i akademisk verdsettelseslitteratur med analytikerens framgangsmåte i praksis. Jeg kontaktet derfor et utvalg analytikere som dekket Salmar, i håp om å kunne sammenligne deres metoder med mine egne.

Harald Øyen, Seb Enskilda

For å verdsette oppdrettselskaper, tar han utgangspunkt i EV/kg (selskapsverdi/produksjonsvolum) kombinert med EBIT/kg, som i sum blir en EV/EBIT-betraktning. Her benytter han blant annet laksepris og fôrpris under sentrale forutsetninger. Videre støtter han seg til en DCF- analyse, der han justerer WACC med hensyn til operasjonell og finansiell risiko. Han sammenligner resultatene fra de to nevnte metodene med selskapets verdsettelsehistorikk, der han vurderer forhold som likviditetsrabatter og eierskapsstruktur.

Kjetil Lye, Handelsbanken

Lye fokuserer på EV/EBIT der han i tillegg utfører en detaljert *sum of the parts* (SOTP)-vurdering. Her baserer han seg også på en DCF analyse, der han anslår vekstverdier for Salmar ASA, og benytter DCF- analysen som supplement til den komparative analysen. Her finner han target kurs med bakgrunn i resultatene fra begge metodene.

Kolbjørn Giskeødegård, Nordea Markeds

Giskeødegård legger hovedfokus på en komparativ verdsettelse, der han benytter seg av nøkkeltallene P/E, P/CF (aksjepris/kontantstrømmer) og EV/EBITDA (selskapsverdi/driftsresultat før avskrivninger). Prisprediksjonene han får ved disse metodene støtter han opp om ved en DCF- analyse, der han i tillegg skaper tre scenarier, hvor hovedforskjellen scenariene imellom baserer seg på en 15,0 % forandring i den forutsatte laksespotprisen. Han understreker samtidig viktigheten av EV/kg, som i de seneste årene har blitt en sentral verdsettelsesnorm.

Thomas Lorck, Arctic Securities

Ved å benytte en sammensetning av multipler, som P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, Free Cash Flow yield, og Dividend yield, i kombinasjon med kapasitetsprising, finner Lorck ved hjelp av SOTP verdien av selskapet ved å se på EV/kg som en multiplikator. Han fokuserer altså utelukkende på komparativ analyse i sin framgangsmåte.

Geir Kristiansen, Argo Securities

Kristiansens framgangsmåte har likhetstrekk med Lyes, der han fokuserer på komparativ analyse i kombinasjon med en DCF- analyse. Denne DCF- analysen fokuserer dog i større grad på de ulike segmentene, og detaljert verdsettelse av disse. Han legger samtidig stor vekt på EBIT/kg som multiplikator.

5.1 Refleksjoner

Analytikerne jeg snakket med virket i stor grad å legge hovedfokus på komparativ verdsettelse, der DCF- analysen eventuelt støttet opp om denne analysen. Fokuset lå på multiplene EV/EBIT, EV/kg og EBIT/kg. Dette strider imot mye akademisk litteratur, som argumenterer for en hovedvekt på DCF- analyse, der den komparative støtter opp om denne. Argumenter for komparativ verdsettelse, som diskutert i presentasjon av verdsettelsesteknikkene, var blant annet dets relativt enkle framgangsmåte, samt metodens basis i markedsstandarder uten subjektive framtidsestimat. I praksis ser det altså ut som fordelene ved komparativ analyse veier sterkere enn ulempene nevnt i kapittel 4, som muligheter for manipulasjon og den vanskelige implementeringen av metoden dersom sammenligningsgrunnlaget er tynt.

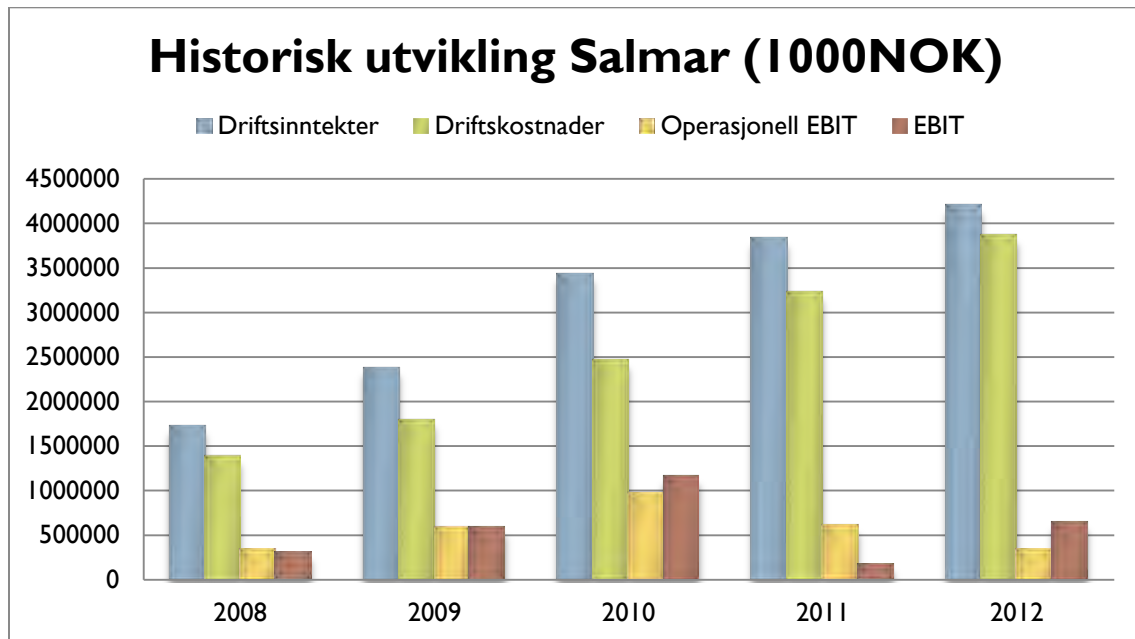
6. Regnskapsanalyse

For en verdsettelse er det essensielt å få et innblikk i selskapets historikk. Trond Kristoffersen (2005) definerer regnskapsanalyse som "alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling". Her vil analysene berøre temaer som lønnsomhet og soliditet. Ved å kartlegge bedriftens tidligere prestasjoner kan vi si noe om fremtiden. Koller, Goedhart og Wessels (2010) presiserer at for å si noe om et selskaps prestasjoner i fremtiden, må man forstå dets historie.

I starten av analysen vil jeg ta en kikk på Salmars nøkkeltall og sammenligne disse med rivaliserende selskaper som Marine Harvest, Lerøy Seafood, Kermac og Grieg Seafood, som utgjør Norges fem største lakseoppdrettsaktører per 2012. Tall hentes benyttet i dette kapittelet hentes fra selskapenes respektive årsrapporter samt Marin Harvests *Salmon Farming Industry Handbook (2012)*.

6.1 Lønnsomhetsmål

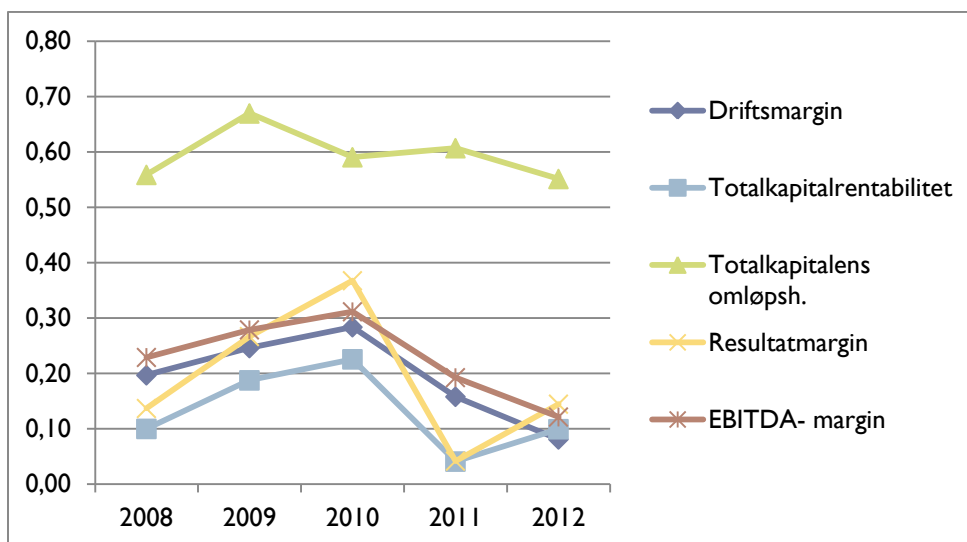
God lønnsomhet er essensielt dersom bedriften skal overleve på lengre sikt.



Figur 25: Figuren viser historisk utvikling Salmar ASA ved driftsinntekter, driftskostnader, operasjonell EBIT og EBIT for årene 2008- 2012.

Den historiske utviklingen indikerer en jevn økning av driftsinntektene og driftskostnadene. Disse størrelsene var i 2012 nærmere hverandre enn noensinne, der DK/DI utgjorde 92 %. Dette grunnet en svært lav laksepris og en økt pris på fôrkostnader, som er kausalt dersom vi tenker tilbake på resultatene fra den eksterne analysen. EBIT og operasjonell EBIT er tilnærmet like og økende i perioden 2008- 2010. I 2011 falt den som følge av store utgifter i forbindelse med Innovamar, samt en redusert laksepris.

I figuren nedenfor ser vi Salmars utvikling i gjennom et utvalg nøkkeltall, i perioden 2008- 2012. Vi registrerer at etter driftsmargin, resultatmargin, EBITDA- margin og total kapitalrentabilitet var 2010 det beste av de fem årene, med henholdsvis nøkkeltall lik 0,28, 0,34, 0,31 og 0,16 (se forklaringer under graf nedenfor). Dette forklares i stor grad av en svært høy laksepotpris (37,26), som muliggjorde unormalt høye marginer. I 2008 var selskapet påvirket av finanskrisen, i likhet med resten av bransjen, der gjennomsnittlig laksepris lå på 26,35.



Figur 26: Figuren viser diverse lønnsomhetsbasert nøkkeltall for årene 2008- 2012. Her er driftsmargin ($DM = DR/DI = \text{driftsresultat}/\text{driftsinntekter}$), resultatmargin ($RM = \text{ordinært resultat før skatt}/\text{driftsinntekter}$), EBITDA- margin ($\text{driftsresultat før avskrivninger}/\text{salgsinntekter}$) og totalkapitalrentabilitet ($TKR = (\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter})/\text{gjennomsnittlig sum eiendeler}$)

Duppen i 2011 forklares i stor grad av økt produksjonsvolum, samt noe reduserte laksepriser, og spesielt store investeringskostnader forbundet ved Innovamar. Samtidig økte driftskostnadene, da særlig forkostnader. Det enormt lave nivået på resultatmarginen og TKR skyldes en nødvendig verdjustering av biologiske eiendeler på omtrent 368,00 MNOK. Det motsatte var tilfelle i 2012, der $RM > DR$, grunnet en oppjustering av verdiene på biomassen. Her fikk Salmar den dårligste driftsmarginen over de fem årene, hovedsakelig grunnet en svært dårlig laksepris, og et høyt nivå på førkostnader. Totalkapitalens omløpshastighet ($\text{driftsinntekter}/\text{gjennomsnittlig sum eiendeler}$) forteller oss hvor effektivt kapitalen som er bundet i bedriften blir utnyttet. Dette gir en indikasjon på aktiviteten i Salmar, og vi ser at sammenhengen mellom inntektene i forhold til kapitalen er tilnærmet konstant, med en høyde i 2009, og en dupp i 2012.

I tabellen under har jeg sammenlignet lakseoppdrettsbransjen, og de største aktørenes respektive lønnsomhetsmål i årene 2011 og 2012. Vi ser med en gang at Grieg Seafood gjør det betraktelig dårligere enn de andre aktørene. Selskapet er samtidig noe mindre enn topp fire etter markedsandel. Jeg unngår dermed å inkludere Grieg Seafood i bransjesnittet, men

beholder selskapet i tabellen for sammenligning. Det skal samtidig nevnes at jeg har unngått å inkludere Salmar i den aritmetiske snittformlen, da snittet naturlig nok vil komme nærmere Salmars egne verdier, og derfor vil gjøre sammenligningsgrunnlaget noe subjektivt.

Lønnsomhet							
2011	Formel	MHG	Lerøy S.	Carmac	Grieg S.	Salmar	BRANSJE
Driftsmargin	DR/DI	0,17	0,13	0,12	0,10	0,16	0,14
Resultatmargin	Ord res/DI	0,09	0,06	0,09	0,10	0,04	0,08
Totalkapitalrentabilitet	(Ord Res.+RK)/TK	0,07	0,06	0,10	0,06	0,04	0,08
Totalkapitalens omløpsh	DI/TK	0,71	0,80	1,12	0,49	0,61	0,88
EBITDA- margin	EBITDA/DI	0,21	0,16	0,14	0,17	0,19	0,17

2012	Formel	MHG	Lerøy S.	Carmac	Grieg S.	Salmar	BRANSJE
Driftsmargin	DR/DI	0,04	0,05	0,04	-0,09	0,08	0,04
Resultatmargin	Ord res/DI	0,05	0,07	0,03	0,10	0,14	0,05
Totalkapitalrentabilitet	(Ord Res.+RK)/TK	0,05	0,07	0,03	0,08	0,10	0,05
Totalkapitalens omløpsh	DI/TK	0,66	0,77	0,77	0,50	0,55	0,74
EBITDA- margin	EBITDA/DI	0,09	0,09	0,09	-0,01	0,12	0,09

Tabell 11: Lønnsomhet i den norske oppdrettsbransjen.

Vi ser at i nedgangsåret 2011 underpresterer Salmar i forhold til bransjen, unntatt ved driftsmarginen og EBITDA- marginen. Dette er grunnet den store verdinedskrivningen som inkluderes i de andre resultatmålene samt investeringskostnader i Innovamar. Vi ser dog at Salmar har lavere omløpshastighet på totalkapitalen enn snittet, som indikerer en ineffektiv bruk av kapitalen bundet i bedriften. I 2012 gjør Salmar det bedre enn alle sine konkurrenter, igjen med unntak av omløpshastigheten på totalkapitalen. Totalt sett ser det altså ut til at Salmar er vel så profitabel som sine konkurrenter her betegnet som bransjen, spesielt dersom operasjonelle størrelser benyttes, der man utelukker ekstraordinære opp- og nedskrivninger.

5.2 Soliditet

Soliditeten uttrykker bedriftens evne til å tåle tap. Fra tabellen under ser vi sentrale nøkkeltall som gir en indikasjon på situasjonen i Salmar.

Soliditet						
SALMAR	Formel	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapitalandel	EK/TK	0,43	0,48	0,43	0,35	0,39
Gjeldsgrad	G/EK	1,33	1,09	1,35	1,85	1,57
Rentedekningsgrad	(ord res+RK)/RK	4,25	20,77	26,42	2,62	5,05

Tabell 12: Soliditet Salmar

Vi registrerer at gjeldsandelen øker fram mot 2011, men synker igjen mot 2012. Forholdet gjeld til egenkapital virker fornuftig, egenkapitalandelen ligger dog noe under snittet for norske børsnoterte foretak på 42,6 % i årene 2011 og 2012, ifølge statistikk fra SSB. Det kan sees at rentedekningsgraden svinger stort grunnet varierende resultater, men den holder seg over tommelfingerregelen på 3 med unntak av nedgangsåret 2011.

Soliditet						
2011	MHG	Lerøy S.	Carmac	Grieg S.	Salmar	BRANSJE
Egenkapitalandel	0,48	0,51	0,59	0,40	0,35	0,53
Gjeldsgrad	1,10	0,98	0,68	1,47	1,85	0,92
Rentedekningsgrad	4,41	5,23	15,68	4,15	2,62	8,44
2012	MHG	Lerøy S.	Carmac	Grieg S.	Salmar	BRANSJE
Egenkapitalandel	0,50	0,51	0,47	0,37	0,39	0,49
Gjeldsgrad	0,99	0,97	1,12	1,69	1,57	1,03
Rentedekningsgrad	3,06	6,11	4,01	2,81	5,05	4,39

Tabell 13: Soliditet i den norske oppdrettsbransjen

Dersom vi sammenligner med bransjen, ser vi at egenkapitalandelen (og derfor også gjeldsgrad), er lavere (høyere) for Salmar enn de resterende lakseoppdrettsselskapene, med unntak av Grieg Seafood i 2012. Vi registrerer samtidig at rentedekningsgraden ligger godt under bransjesnittet i nedgangsåret 2011 dels grunnet Cermaqs ekstremt gode rentedekningsgrad som drar opp gjennomsnittet. I 2012 ligger den godt over samtlige selskapers rentedekningsgrad, sett bort i fra Lerøy Seafood. Det opplyses dog at Salmar har *covenants* (lånevilkår) som dikterer at gruppens egenkapitalandel ikke skal ligge under 35 %, og som sikrer at gruppen trolig vil holde oppe en fornuftig kapitalstruktur framover.

6.3 Risiko

Analyse av risiko er kritisk for å forstå de utfordringene Salmar står overfor framover og jeg vil vie mye av regnskapsanalysen for å kartlegge de ulike risikoelementene, der jeg samtidig vil nevne grepene selskapet har tatt for å sikre seg mot risikoen. Første vil jeg ta en kikk på risikorelaterte nøkkeltall i forbindelse med konkurrisiko og likviditet.

Likviditet						
SALMAR	Formel	2008	2009	2010	2011	2012
Likviditetsgrad 1	OM/KG	2,88	2,99	3,35	2,02	2,08
Likviditetsgrad 2	Lkv.OM/KG	0,47	0,89	0,93	0,60	0,62

Tabell 14: Likviditet Salmar

Under likviditetsgrad 1 er alle omløpsmidler og kortsiktig gjeld inkludert. Tommelfingerregelen sier at denne bør ligge over 2, og vi ser det kravet møtes i alle årene. Under likviditetsgrad 2 er kun de mest likvide omløpsmidlene inkludert, her bestående av fordringer og kontanter. Et poeng er at biologiske eiendeler ikke er inkludert, og de utgjør en betydelig del av omløpsmidlene. Man kan argumentere for at disse kan selges unna til gitte spotpriser, slik at de er tilnærmet like likvide som eksempelvis fordringer. Ved å ikke inkludere laksen, ser vi likviditetsgrad 2 blir liggende godt under tommelfingerregelen på rundt 1. Det skulle likevel være liten grunn til bekymring da laksen kan betegnes som relativt likvid, og det kan argumenteres for at likviditetsgrad 2 burde ligge svært nær likviditetsgrad 1. Vi ser at utviklingen av likviditetsgradene var positiv i årene 2009/2010, men i 2011 fikk vi se en synkende tendens. Grunnen ligger trolig i større investeringer i Innovamar enn planlagt, samt økt kostnads/inntektsforhold som ga lavere marginer.

Lividitet						
2011	MHG	Lerøy S.	Carmac	Grieg S.	Salmar	BRANSJE
Likviditetsgrad 1	3,4	2,5	2,7	1,6	2,0	2,9
Likviditetsgrad 2	1,0	1,3	1,1	0,4	0,6	1,1

2012	MHG	Lerøy S.	Carmac	Grieg S.	Salmar	BRANSJE
Likviditetsgrad 1	2,9	2,5	2,8	1,8	2,1	2,7
Likviditetsgrad 2	0,8	1,1	1,2	0,4	0,6	1,0

Tabell 15: Likviditet i oppdrettsbransjen

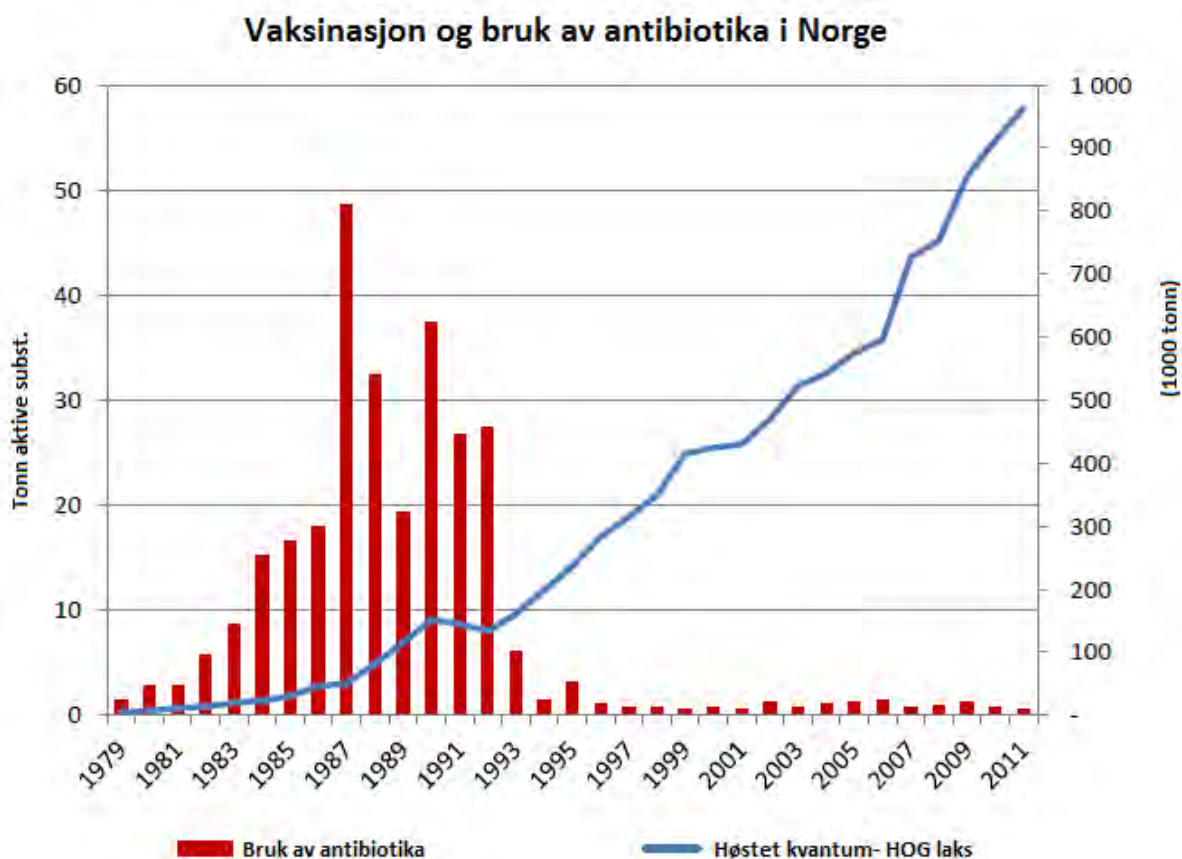
Vi ser at sammenlignet med de andre selskapene i bransjen, er Salmar mindre likvid ved begge likviditetsgrader, sett bort fra Grieg Seafood. Jeg føler dog at det er liten grunn til panikk, spesielt om vi antar at laksen kan inkluderes under likviditetsgrad 2- vurderingen. Vi registrerer likevel utviklingen, og potensielle investorer vil trolig følge med på likviditetsutviklingen i årene framover. Det opplyses at rullerende kontantstrøms- *forecasts* benyttes på hyppig basis, der regnskapsavdelingen har ansvaret for å sikre at selskapet møter sine kortsiktige betalingsforpliktelser.

Salmar beskriver selv de viktigste risikofaktorene som finansiell risiko bestående av valuta risiko, kreditt og renterisiko, biologisk risiko relatert til sykdom og dødelighet i de ulike anleggene, samt lakserømming.

6.4 Operasjonell risiko

Den største risikoen forbundet ved Salmar ASA relaterer seg til utviklingen av fiskebestanden (Salmar Annual Report, 2012). En stor utfordring for lakseindustrien er lakselus, som i enkelte år kan gjøre enorme skader. Lakselus er en parasitt som lever av slim, skinn og blod fra laksefisk (Bellona). Det er per dags dato den parasitten som utgjør den største trusselen for norsk havbruk. Andre vanlige alvorlige trusler er sykdommer som *Infectious Pancreatic Necrosis* (IPN) som er en svært smittsom sykdom for smolt, lakseyngel og voksne laks med en høy dødelighetsprosent, og *Infectious Salmon Anemia* (ISA), et virus som leder til slapphet og blodmangel også med en høy dødelighetsprosent. På 1980- tallet oppstod det en enorm

dødelighetsgrad i lakseoppdrettsindustrien, som medførte et økt fokus på antibiotika og vaksinasjon av laksebeholdningen.



Figur 27: Vaksinasjon og bruk av antibiotika samt høstet kvantum HOG laks i Norge i perioden 1979-2011. Her symboliserer de røde stolpene vaksinasjonsbruk og høstet kvantum den blå linjen. Kilde: Salmon Farming Industry Handbook 2012.

Grunnet mangelen på effektive vaksiner, ble det benyttet så mye som 50 tonn antibiotika i Norge i 1987. Dette resulterte i økt fokus på forskning og utvikling på området, som ledet til en synkende utvikling i mengde benyttet antibiotika fra 1994 og framover. I 2012 opplevde selskapet et tilfelle av *Pancreas Disease* (PD), en sykdom som blant annet leder til redusert appetitt, skader i muskel- og bukspyttkjertler og økt dødelighet blant laksebestanden ved et anlegg. Det var dog et relativt lite alvorlig tilfelle, og ble snarlig tatt hånd om.

Lakselus er fortsatt et eksisterende problem, men Salmar spiller en aktiv rolle i bekjempelsen av dette risikoelementet. Her samarbeides det med norske myndigheter, rivaliserende oppdrettselskaper og forskningspartnerskap med Sintef og VESO for å redusere den biologiske risikoen. Et viktig våpen i kampen mot lakselusen er en såkalt *leppefisk*, som i 2012 ble satt ut i Salmars oppdrettsanlegg. Leppefisken livnærer seg av lakselus og lever fredelig ved siden av oppdrettslaksen i merdene, det flytende rammeverket som omkranser laksen, og Salmar vil i tiden framover egenprodusere leppefisken. Det nevnes i Salmars årsrapport (2012) at mengden lakselus har falt som resultat av den utsatte leppefisken. Biologisk risiko er dog et eksisterende problem, og per 2011 utgjorde dødelighet i snitt 2,1 % av driftskostnadene.

Et annet problem er lakserømming, der Salmar i 2011 hadde tre signifikante rømminger. Det ble som resultat av dette utført vurderinger på de negative effektene som resulterte fra dette, og videre investert i økt sikring ved de aktuelle anleggene, som blant annet gjorde de ytterligere robuste mot vær og vind. I 2012 intraff to små rømminger, som ga relativt liten effekt på resultatet.

6.5 Finansiell risiko

Gruppen er eksponert mot finansiell risiko gjennom selskapets dag til dag aktiviteter ved markedsrisiko, kredittrisiko og valutarisiko (Salmar Annual Report, 2012).

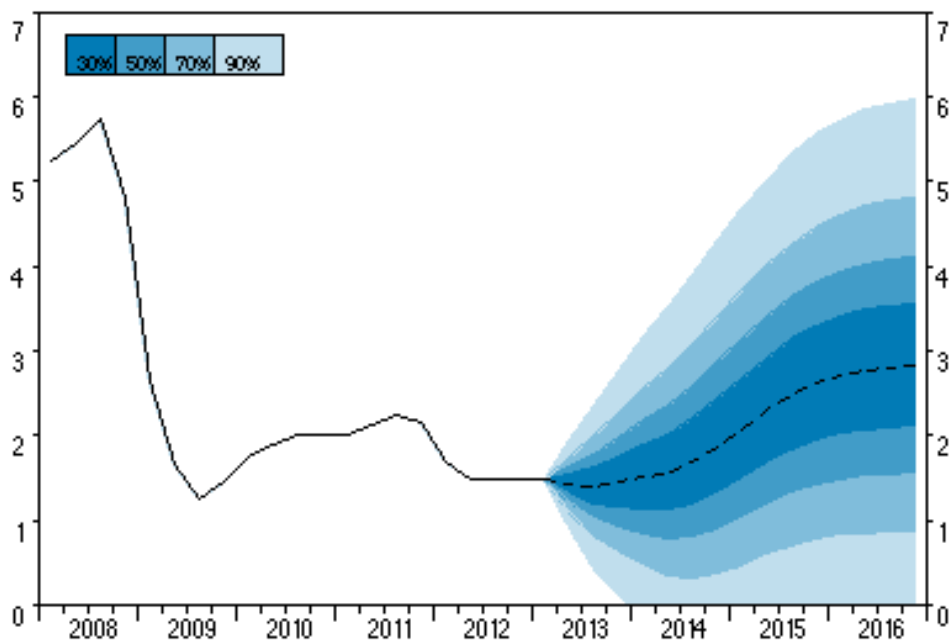
Markedsrisiko

Salmar har per dags dato en flytende rente på sin gjeldsportefølje. Selskapet er derfor eksponert mot markedsrisiko ved skift i den gitte renten. Forskjellen mellom markedsverdi og bokført verdi av lånene opplyses som minimale, og jeg forutsetter de derfor like hverandre. Vi kan antyde den effektive renten ved å dele rentekostnaden på netto rentebærende gjeld.

Effektiv rente					
1000NOK	2008	2009	2010	2011	2012
Rentekostnader	72178	32078	49597	98791	150224
Netto rentebærende gje	805240	984393	783790	1813542	2656130
Effektiv rente	8,96 %	3,26 %	6,33 %	5,45 %	5,66 %
Styringsrente	5,32 %	1,75 %	1,92 %	2,14 %	1,55 %
Premium	3,64 %	1,51 %	4,41 %	3,31 %	4,11 %

Tabell 16: Effektiv rente

Tabellen viser den Salmars effektive rente, og Norges Banks styringsrente i årene 2008- 2012. Dersom vi for enkelthetens skyld sammenligner de to størrelsene, og definerer forskjellen som en risikopremie får vi en indikasjon på rentekostnaden Salmar står overfor framover. Vi ser at i 2010 hadde selskapet sin hittil maksimale premie på omtrent 4.4 %.



Figur 28: Styringsrenten i prosent i perioden 2008- 2012, med estimat for 2013-2016 av Norges Bank, ved ulike scenarier. Kilde: Norgesbank.no.

Figuren viser styringsrenten i prosent, fram mot 2012 og anslag framover utført av Norges Bank i sin pengepolitiske rapport med vurdering av finansiell stabilitet (2013). Vi registrerer at det verste scenarioet omtrentlig anses som 2008- rentenivået. I 2008 fant vi tidligere i analysen av soliditeten at Salmar hadde en rentedekningsgrad, på 4,25 som anses som en solid verdi gitt det høye rentenivået. Gitt de finansielle instrumentene i effekt per 31.12.12, og alle andre variabler holdt konstant, vil en 0,5 % økning i rentenivået redusere selskapets årsresultat med omtrent 14,10 MNOK. Tilsvarende tall for 2011 viste 13,50 MNOK. (Salmar Annual Report, 2012)

En annen markedsrisiko er laksespotprisen og prisen på fôr, som utgjør en stor del av driftskostnadene. Effekten av disse på selskapets profitabilitet er enorm, og dette kan sees av sensitivitetsanalysen i kapittel 10. Salmar sikrer seg delvis mot fluktuasjoner i denne, ved å selge unna deler av laksen til betingelser avtalt i forwardkontrakter, gjerne et år i forveien.

Kredittrisiko

Kredittrisiko i forbindelse med kundefordringer anses lav, og begrunnes ved at realiserte tap i den forbindelse historisk sett har vært relativt lav.

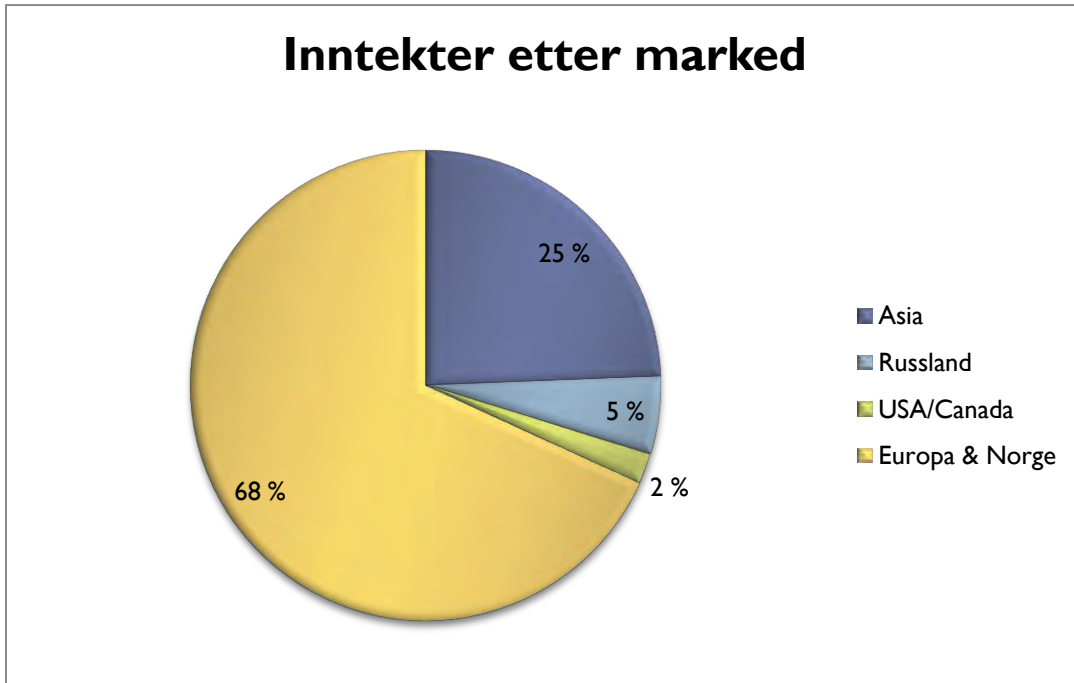
Tap på kundefordringer		
I 000NOK	2011	2012
Kundefordringer	509945	664944
Avsetninger tap fordringer	4665	4000
Realiserte tap	1521	3298
Realiserte tap i % av fordringer	0,3 %	0,5 %

Tabell 17: Tap på kundefordringer

Det er etablert rutiner og reglementer som sikrer at Salmar kun selger til kunder som har unngått betalingsproblemer tidligere, og selskapet utfører hyppige kredittvurderinger av kundene sine, i tillegg er deler av kundefordringene forsikret.

Valutarisiko

Salmar opererer internasjonalt, og er til daglig eksponert mot valutasingninger. Eksportert laks per geografisk marked kan sees av figuren nedenfor.



Figur 29: Figuren viser Salmars eksporterte mengde laks per geografisk marked. Kilde: Salmar Annual Report (2012).

Vi legger merke til at en stor del av eksporten går til Europa, men samtidig eksporteres mye til asiatiske land der eksempelvis Japan er storimportør av fersk laks. Særlig fire valutaer og deres forhold til den norske kronen er sentral; amerikansk dollar (USD), euro (EUR), britisk pund (GBP) og japansk yen (JPY). Valutarisiko stammer fra kilder som future trading- transaksjoner, kapitaliserte eiendeler og gjeld, og nettoinvesteringer i utenlandske selskaper.

Salmar har delvis hedget eiendeler og inntekter i utenlandsk valuta ved bruk av forwardvalutakontrakter til bokført verdi 31.12.2012 til 14,76 MNOK.

Forwardkontrakter						
Produkt	Type	Valuta	Valutamengde	Tidsrom	Intervall	Bokverdi (1000NOK)
Forward	Salg	EUR	32263	(kv1)2013- (kv2)2014	7,3169-7,7670	2468
Forward	Salg	JPY	1133270	(kv1)2013- (kv3)2013	0,0663-0,0789	10450
Forward	Salg	GBP	1258	(kv1)2013	9,0524-9,1885	100
Forward	Salg	USD	22694	(kv1)2013	5,5480-5,7967	1741
Total						14759

Tabell 18: Forwardkontrakter (valuta)

Gitt gruppens finansielle instrumenter i effekt per 31.12.2012 vil en 5 % depresiering av NOK mot utenlandsk valuta redusere gruppens profitt med 24,69 MNOK. Tilsvarende tall for 2011 viste 14,17 MNOK.

6.6 Oppsummering regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen viser at lønnsomheten i Salmar er stigende. Dog er selskapet enkelte år vært preget av tilbakegang i utviklingen, som i 2011 der fall i laksepriser og høye investeringskostnader gjorde utslag i resultatene, men hadde i 2012 jevnt over bedre resultatmarginer enn resten av bransjen. Soliditetsanalysen og den påfølgende likviditetsanalysen viste en sunn kapitalstruktur og rentedekningsgrad, samt tilstrekkelig likviditet for å betjene kortsiktige betalingsforpliktelser. Den operasjonelle risikoen er uunngåelig, med risikofaktorer som sykdom, lakselus og lakserømming. Tiltak har blitt utført på dette området, med blant annet forsterkede fasiliteter for å hindre rømming, vaksinerings av laksen, samt utsetting av leppefisk. Fluktuasjoner i lakseprisen er også en kritisk faktor for lønnsomheten, og Salmar har delvis sikret seg mot fall i dette ved kjøp av forwardkontrakter. Når det gjelder finansiell risiko har Salmar en flytende rente på lånene sine, og er derfor utsatt for skift i rentekurven. Renten antas å være lav i tiden som kommer, men vi vet fra tidligere i analysen at Salmar kan takle et økt rentenivå, slik renten var under finanskrisen i 2008. Det er samtidig forbundet risiko ved at kunder ikke er betalingsdyktige. Salmar har løst dette ved en streng betalingspolicy der de kun handler med kunder uten betalingsanmerkninger, samtidig som de har avsetninger til tap på fordringer. Fordi Salmar handler internasjonalt er risiko forbundet ved risiko sentralt, og denne reduseres også her ved bruk av forwardkontrakter.

7. Avkastningskrav

I verdsettelsen av Salmar ASA har vi et behov for å estimere et rimelig avkastningskrav som vil diskontere de framtidige kontantstrømmene. Det normale er derfor å benytte seg av et veid avkastningskrav som tar hensyn til egenkapital- og gjeldskostnaden.

7.1 WACC

$$WACC = \frac{E}{E + G} \cdot k_e + \frac{G}{E + G} \cdot k_g \cdot (1 - s)$$

Her er

k_e = egenkapitalkostnaden

k_d = gjeldskostnaden

$(1-s)$ = skatteskjoldet

E = egenkapital

G = gjeld

Kapitalkostnaden er altså et vektet snitt av disse verdiene som vi ser av formelen for WACC.

Verdiene som benyttes er markedsverdier av henholdsvis egenkapitalen og gjelden.

7.2 Egenkapitalkostnaden

Egenkapitalkostnaden er renten investorer i egenkapitalen til Salmar krever og inneholder en rentefri alternativrente + en risikopremie for å investere i det gitte selskapet. Vi finner renten ved å benytte oss av kapitalverdimodellen.

$$k_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Der

k_e = egenkapitalkostnaden

r_f = risikofri rente

$[E(r_m) - r_f]$ er markedets risikopremie

7.2.1 Egenkapitalbeta

Betaen er den ekstra risikoen en investering har utover markedsporteføljen. Den viser en aksjes systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko. Den kan defineres som kovariansen mellom aksje j , marked m , delt på variansen til markedet.

$$\beta_j = \frac{\rho_{jm}}{\sigma_m^2}$$

Der

β_j = aksjebetaen

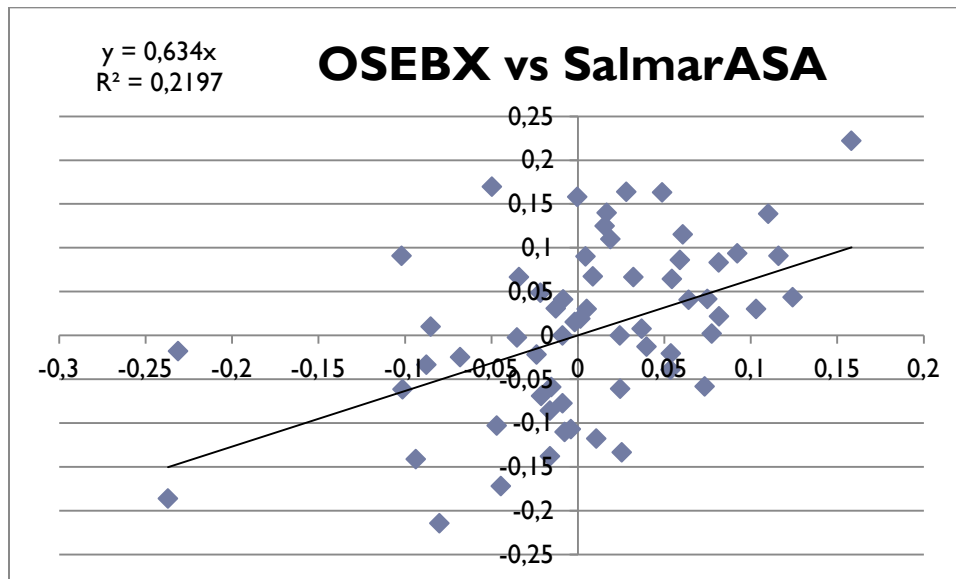
ρ_{jm} = kovariansen mellom aksjen og markedet

σ_m^2 = markedsvariansen

Markedsporteføljen har en beta lik 1, og en risikofri investering har en beta lik 0. Jo større betaen er, desto større relevant risiko er det forbundet med investeringsalternativet.

Den konvensjonelle metoden for å finne egenkapitalbetaen til en aksje, og den jeg velger å benytte meg av i denne oppgaven, er betaestimering ved hjelp av OLS- regresjon, regresjon ved bruk av minste kvadraters metode (Koller, Goedhart, Wessels, 2010). Her måles variasjoner i aksjekursen sett i forhold til en referanseindeks, for eksempel OSEBX (Oslo Børs markedsindeks), som skal inneholde et representativt utvalg av alle aksjer på Oslo Børs. Bøhren og Michalsen har som en tommelfingerregel at for at OLS- regresjons- metoden skal fungere tilfredsstillende, er det nødvendig med minimum 50- 60 observasjoner. Jeg foretar derfor en regresjon basert på avkastningsvariasjonen til SALM (Salmar ASA) sett i forhold til OSEBX (Oslo Børs), der jeg benytter 60 månedlige observasjoner over 5 år. Dette er tilsvarende metode beskrevet av Boye og Koekebakker (2006) i deres *Kapitalverdi modellen: tips til praktisk implementering*. Jeg velger månedlige observasjoner på bakgrunn av empirisk forskning utført av Koeller, Goedhart og Wessels (2010) der empirien på området tilsier at framgangsmåtene i

praksis benytter seg av nettopp månedlige observasjoner og minimum 60 måneder. De hevder i den sammenheng at hyppigere målinger, som daglige eller ukentlige data leder til systematisk skjevhet. Resultatene framkommer av regresjonen nedenfor.



Figur 30: Figuren viser resultatene fra OLS regresjon basert på ukentlige data av Salmar- aksjen mot OSEBX- indeksen i perioden april 2008- april 2013. Regresjonen peker mot en egenkapitalbeta på 0,634 for Salmar ASA.

Vi ser følgende at Salmar korrelerer i svak grad med markedsindeksen (OSEBX) med en beta på 0,63. Dette må klassifiseres som en svært lav egenkapitalbeta, men er nær den egenkapitalbetaen Reuters finner (0,66), og betaen funnet i lignende oppgaver blant annet av Stokke, Abelsen og Johnsen (2012) på 0,674. Analysen forteller oss videre at modellen har en forklaringsgrad på 22 %, og 78 % forklares dermed av variasjonen i feilledet. R^2 representerer andelen systematisk risiko. Den usystematiske risikoen er altså feilleddsvariasjonen på 78 %, og utgjør den selskappsspesifikke risikoen.

Bransjebeta		
Selskap	Beta	R²
Salmar	0,634	0,2197
MHG	1,2452	0,2816
Lerøy Seafoods	0,7535	0,1813
Cermaq	0,8652	0,2794
Grieg Seafoods	1,3023	0,2011
Bransje	0,96	

Tabell 19: Bransjebeta

Ved å utføre tilsvarende målinger for MHG, Lerøy Seafood, Cermaq og Grieg Seafood, kan vi måle Salmars beta mot bransjebetaen. Vi ser i tabellen over at bransjebetaen er svært lik markedsporteføljens beta på 1. Her ser vi også at Salmar er det selskapet med lavest beta, og har dermed lavest systematisk risiko av de ulike lakseselskapene. Videre ser vi at avkastningsvariasjonen til selskapene Marine Harvest og Grieg Seafood svinger betraktelig mer enn de resterende aktørenes avkastningsvariasjon, og med lik kapitalstruktur vil altså investorer kreve høyere avkastning fra de resterende selskapene. Dels på bakgrunn av at bransjebetaen er en del høyere enn den målte betaen i regresjonen, vil jeg benytte meg av en beta-justering.

Det anbefales ofte å benytte seg av en forbedring av beta-estimatet, omtalt som *smoothing*. Smoothing demper ekstreme observasjoner, og lar betaen gå mot markedsnittet over tid. Smoothing-prosessen benyttet av Bloomberg, ble først introdusert av Marshall Blume der han i sin *Betas and Their Regression Tendencies* (1975) fant at betaen nærmer seg gjennomsnittet over tid (Koller, Goedhart, Wessels, 2010).

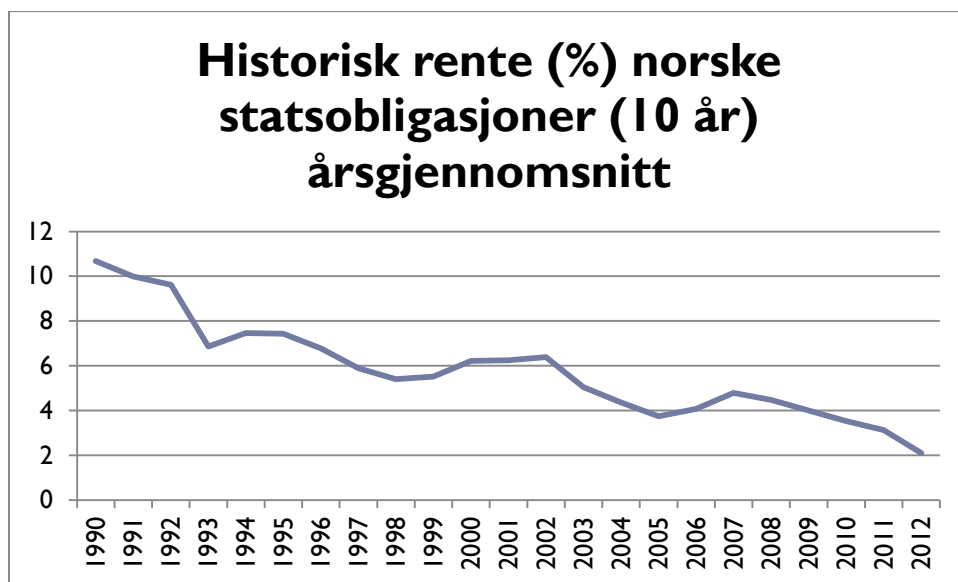
Her har vi formelen:

$$\beta_{justert} = \frac{1}{3}(1) + \frac{2}{3}(\beta_{ujustert})$$

Ved å benytte denne metoden får vi en egenkapitalbeta på 0,76.

7.2.3 Risikofri rente

Svært mange *risk vs reward*-modeller i finansteori tar utgangspunktet i en risikofri eiendel. Renten på denne eiendelen blir da utgangspunktet for den risikofrie renten. Vi snakker gjerne om at denne eiendelen er *tilnærmet* risikofri. Aswath Damodaran (2002) argumenterer for at den eneste eiendelen som med trygghet kan kalles risikofri, er verdipapirer utstedt av myndighetene betegnet som statsobligasjoner. Under normale omstendigheter vil altså myndighetene oppfylle investors krav om innløsning av obligasjonene, da de styrer utstedelsen av ny valuta. Her eksisterer det dog problemer som at dagens myndigheter ikke holder løftene gjort tidligere av andre ved makten. Vi har samtidig tilfellet der finanskriser dramatisk øker risikoen ved enkelte lands statsobligasjoner. Likevel er denne eiendelen mest brukt som basis for den risikofrie renten, og da særlig i verdsettelsessammenheng.



Figur 31: Figuren viser historisk gjennomsnittlig årsrente i prosent på norske 10-årige statsobligasjoner i perioden 1990-2012. Kilde: Norgesbank.no.

Jeg velger å benytte meg av en rente lik den for 10-årige norske statsobligasjoner da det anbefales å benytte lengste tilgjengelige rente dersom man forventer investering over sikt (Koller, Goedhart, Wessels, 2010) Dagens rente er dog svært lav historisk sett der perioden 1990-2012 gir et aritmetisk snitt på 5,8 %, der eksempelvis den 10-årige renten for 2011 sto i over 3,0 %. Enkelte analytikere argumenterer derfor for at det burde benyttes en høyere rente i

utarbeidelsen av avkastningskravet, blant andre Kjetil Lye fra Handelsbanken. På bakgrunn av dette setter jeg renten lik 2011- nivået på 3,12 %.

7.2.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som

$$E(r_m) - r_f \cdot (1 - s)$$

Der

$E(r_m)$ = markedsavkastningen

r_f = risikofri rente

$(1 - s)$ = skattejustering

Når kapitalverdimodellen brukes i praksis til å beregne kapitalkostnaden for et nytt prosjekt, er den historiske risikopremien det vanligste utgangspunktet for å fastlegge den framtidige (Bøhren og Michalsen, 2010).

Bøhren og Michalsen (2010) refererer til forskning fra nærmere 20 land, og nevner at risikopremien de siste hundre år har ligget rundt 7,0 %, med variasjoner mellom 4,0 og 10,0 %. Her har man hatt en fallende tendens de siste årene, der premien har ligget rundt 4,0 %. Argumentet for å benytte seg av internasjonale størrelser, uten eksplisitt fokus på den norske historikken, forklares ved at det i løpet av estimeringsperioden har blitt vesentlig lettere å handle på tvers av nasjonale finansmarkeder.

En forskningsrapport fra 2004 peker mot en framtidig internasjonal risikopremie på 5,0 %. Koeller, Goedhart og Wessels (2010) hevder i sin bok *Valuation* at svært få modeller berregner markedets risikopremie med høy presisjon, men de argumenterer for at den burde ligge et sted mellom 4,5 og 5,5 %.

Jeg velger på bakgrunn av dette å benytte meg av en 5,5 % risikopremie i denne oppgaven.

7.2.5 Utregning CAPM

Vi kan nå regne ut egenkapitalkostnaden ved hjelp av CAPM.

$$k_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

$$k_e = 0,0312 + 0,76 \cdot [0,055] = 7,28 \%$$

7.3 Gjeldskostnad

Aswath Damodaran (2002) definerer en mulig framgangsmåte for beregning av gjelden som:

Gjeldskostnad = risikofri rente + landets standardvariasjon + selskapets standard variasjon

Et argument mot en slik framgangsmåte er at et selskap kan være tryggere enn landene de selv opererer i, og at de derfor kun bærer en liten andel av den gitte nasjonale risikoen. Jeg vil samtidig nevne en annen mye brukt metode, nemlig en metode basert på *kredittrating* som videre indikerer en teoretisk gjeldskostnadsrente. Normalt sett leverer *Standard and Poor's* og *Moody's* slike ratinger på en rekke selskaper, men Salmar er ikke dekket av selskapene. En mulighet er da å beregne en teoretisk syntetisk rating, der Koller, Goedhart og Wessels viser til empirisk forskning som tilsier at særlig et selskaps størrelse og rentedekningsgrad basert på EBITA er mye benyttet ved utarbeidelsen av en syntetisk rating (Koeller, Goedhart, Wessels, 2010). Knivsfå (2009) anbefaler bruk av en syntetisk rating som en tilnærming til en slik gjeldsrente. Her benytter han seg av standverdier, og tildeler selskapet en syntetisk rating basert på nøkkeltall. Disse nøkkeltallene er likviditetsgrad 1, egenkapitalprosent, rentedekningsgrad og driftsrentabilitet. Vi finner sistnevnte ved formelen (driftsresultat-operasjonell skatt)/gjennomsnittlig arbeidskapital) Arbeidskapitalen er utregnet i kapittel 8.

Driftsrentabilitet				
Hva	Formel	2011	2012	
Driftsresultat	DI- DK	177 629	638 859	
Op skatt		132 993	43 568	
Arb kap	(Arb kap år1 + arb kap år2)/2	1 621 651	1 935 640	
Driftsrentabilitet	(DR-op.skatt)/(gj.sn. Arb. Kap)	0,028	0,308	

Tabell 20: Driftsrentabilitet

Standardverdier for utarbeidelse av syntetisk rating						
Rating	LGI	RG	EK %	Driftsrentabilitet	Konkurssannsynlighet	Risikopremie
AAA	8,90	11,60	0,90	0,31	0,00	0,10
AA	4,60	4,83	0,76	0,22	0,00	0,15
A	2,35	3,76	0,55	0,13	0,00	0,25
BBB	1,45	1,69	0,38	0,08	0,00	0,40
BB	1,05	1,06	0,27	0,05	0,01	0,60
B	0,75	0,49	0,18	0,03	0,61	1,00
CCC	0,55	-0,35	0,11	-0,02	0,31	3,00
CC	0,45	-1,17	0,03	-0,03	0,54	9,00
C	0,35	-2,00	-0,10	-0,06	0,78	27,00
D	0,30	-2,41	-0,18	-0,07	1,00	1000,00

Tabell 21: Standardverdier syntetisk rating

Knivsflå (2009) opererer med følgende standarder for de ulike nøkkeltallene. Vi setter inn for årene 2011 og 2012 og får:

Syntetisk rating Salmar				
Nøkkeltall	2011	2012	Gjennomsnitt	Syntetisk rating
Likviditetsgrad I	2,02	2,08	2,05	A-
Rentedekningsgrad	2,62	5,05	3,84	A+
Egenkapitalprosent	0,35	0,39	0,37	BBB
Driftsrentabilitet	0,03	0,31	0,17	A+
Rating				A-

Tabell 22: Syntetisk rating Salmar

I følge Knivsflå (2009) kan en tilnærming til kredittpremien være

Kredittrisikopremie = risikofri rente · risikopremie som ved en A – rating skulle gi en premie på 0,8 %. Dette anser jeg som noe lavt. Fra regnskapsanalysen fant vi at gjennomsnittlig effektiv rente har ligget på omtrent 5,66 % de siste årene. En kredittrisikopremie på 0,8 % skulle tilsvare omtrent en 3,9 % effektiv rente ved den forutsatte risikofrie renten på 3,1 %. Det rettes ofte kritikk mot denne metoden grunnet vanskelighetene ved utarbeidelsen av ratingen og

implementeringen til faktisk rente i praksis (Koeller, Goedhart, Wessels 2010). Et alternativ til en slik framgangsmåte, en mye benyttet metode av analytikere i praksis, finnes ved formelen rentekostnader/total rentebærende gjeld (NIBD), og gir ofte en bedre indikasjon på selskapets faktiske gjeldskostnad.

$$NIBD_{2012} = 2764,40 \text{ MNOK}$$

$$\text{Rentekostnader}_{2012} = 150,22 \text{ MNOK}$$

Da har vi en implisert rente lik:

$$r_g = 150,22/2764,4 \text{ MNOK} = 5,43 \%$$

En rente på 5,43 % tilsvarer omtrent et 2,1 % risikopåslag på den risikofrie renten, som virker plausibelt.

7.3.1 Gjeld

Bøhren og Michaelsen (2010) presiserer at et viktig poeng ved WACC, er at kun rentebærende gjeld i nevneren når kapitalkostnaden beregnes. Dette grunnet at kapitalkostnader primært benyttes i nåverdberegninger for å verdsette selskaper og enkeltstående prosjekter. Her inkluderes arbeidskapitalen i kontantstrømmen, og i dets nevner har vi kun kortsiktig rentefri gjeld, slik som leverandørgjeld, skyldige avgifter og betalbar skatt. For å unngå overlapping benyttes altså kun rentebærende gjeld i utarbeidelsen av WACC.

Da gjelden ikke omsettes fritt i markedet i form av obligasjoner, er en god tilnærming til verdien av gjelden bokført verdi av netto rentebærende gjeld. Dette opplyses det også om i Salmars årsrapport (2012), der bokverdien av gjelden oppgis å være tilnærmet den samme som virkelig verdi.

7.4 Estimering avkastningskrav

Vi har nå verdiene vi trenger for å beregne totalkapitalkravet etter skatt for Salmar ASA.

$$WACC = \frac{E}{E + G} \cdot k_e + \frac{G}{E + G} \cdot k_g \cdot (1 - s)$$

Her vektes egenkapitalen og gjelden med henholdsvis egenkapitalkravet og gjeldskravet, der vi samtidig inkluderer verdien av skatteskjoldet. Vi får dermed en WACC = 6,3 %.

WACC	
Ant utestående aksjer (mill)	1 13
Verdi per aksje (29.04)	58,00
Markedsverdi EK (MNOK)	6 571
Gjeld	2 764
Egenkapitalkostnad	7,28 %
Gjeldskostnad	5,4 %
Skatt 28%	72,0 %
β	3,0 %
Beta_justert	0,76
Risikofri rente	3,1 %
Markeds risikopremie	5,5 %
WACC	6,3 %

Tabell 23: Beregning av WACC.

8. Reorganisering av resultatet

Generelt ser vi at balansestørrelser plukket direkte fra årsrapporter ikke er ideelle for verdsettelse. Det kombineres ofte operasjonelle og ikke- operasjonelle størrelser. Det er derfor nyttig med en reorganisering av tallene. Ofte inkluderes det som omtales som *dirty surplus* i selskapets årsrapporter. Netto inntekt uten uvanlige inntekts- eller kostnadsposter omtales gjerne som *clean surplus nettoresultat*. Vi har *dirty surplus* dersom det eksisterer ekstraordinære poster eller elementer som summa summarum vil påvirke selskapets tilbakeholdte overskudd (Investopedia.com).

Slike poster er for det første gjerne korrigeringer til virkelig verdi, for urealiserte tap eller gevinster. I denne verdsettelsen har jeg lagt vekt på å fjerne korreksjoner i form av opp- og nedjusteringer av verdien på varelageret grunnet periodiseringseffekter som resultat av en

volatil laksepris. Med antagelsen normal drift vil i så måte slike justeringer være unødvendig på sikt, dersom antagelsene om lakseprisen holder. Jeg velger da å motpostere disse verdijusteringene i resultatet, samt justere skatten slik at den utgjør skatt på operasjonelt resultat. Her forutsetter jeg en skattesats på 28,00 %. Begrunnelsen for dette vil bli diskutert kort under kapittel 8, *forecast og antagelser*.

Andre kilder til *dirty surplus* er der selskapene korrigerer resultatet for valutaforskjeller dersom det er deleier i utenlandsk virksomhet, som jo er tilfellet for Salmar. Slike valutakorreksjoner er ofte vanskelige, og krever en kyndig regnskapsfører, men det oppstår ofte feil og gjerne i selskapets favør. Ifølge FASB er selskaper pliktet til å opplyse tap og gevinster i forbindelse med derivater med hedgings- formål. Her oppstår det ofte målingsproblematikk, ved vurderingen av virkelig verdi for hver periode. Da disse gevinstene eller tapene er urealiserte, kan inkluderingen av disse elementene i resultatregnskapet være misvisende fra en analytikers eller investors synspunkt. I årsregnskapet til Salmar er dog disse korreksjonene opplyst utenfor det generelle resultatregnskapet, og jeg velger derfor å utelate disse og motpostere dem, slik det er vanlig å gjøre i praksis. Begrunnelsen for å gjøre dette er å få en renere vurdering av selskapets operasjonelle prestasjoner.

Korreksjoner					
1000 NOK	2008	2009	2010	2011	2012
<i>ANNEN COMPREHENSIVE INCOME</i>					
Verdijusteringer av investeringer i	-15 953	-20 384	-27 546	-1 519	-42 044
Verdijusteringer av investeringer i	1 023	-658	416	398	-719
Egenkapitalsoverføring i tilknyttede	-3 121	4 076	158		
Forandring virkelig verdi hedgingsinstrumenter		2 205			
Reklassifisering hedging instrumenter			-6 899		
Sum	-18 051	-14 761	-33 871	-1 121	-42 763
Total comprehensive income	150 777	456 124	924 247	146 250	438 679
korreksjon (+/-)	18 051	14 761	33 871	1 121	42 763
Årsresultat	168 828	470 885	958 118	147 371	481 442

Tabell 24: Korrigeringer og omorgansiering av resultatet

Bunnlinjen vil da bli kalt *net operating profit less adjusted taxes* (NOPLAT), som substitutt for EBIT(1-s), slik den presenteres av Koller, Goedhart og Wessels (2010). NOPLAT er en svakt modifisert versjon av EBIT(1-t), og fjerner inntekter og kostnader som ikke anses som operasjonelle, og som påvirker EBIT.

NOPLAT					
1000 NOK	2008	2009	2010	2011	2012
Salgsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791
Volum (tonn HOG)	65 000	77 000	79 000	104 000	116 100
COGS	922 016	1 162 445	1 898 698	2 373 168	2 715 056
Lønnskostnader	240 393	265 517	313 290	391 745	483 215
Andre Driftskostnader	253 701	311 973	517 067	705 891	885 983
Avskrivninger	55225	66578	93962	132000	169621
Nedskrivninger	-	11 600	1 668	543	547
Operasjonell EBIT	242 921	559 191	604 747	230 156	-49 631
Andre tap/gevinster	-32 996	-4 624	181 024	-428 168	298 193
EBIT	209 925	554 567	785 771	-198 012	248 562
Skatt	65 874	163 217	302 667	13 106	127 062
Motposterer skatt	-65 874	-163 217	-302 667	-13 106	-127 062
Motposterer andre tap/gevinster	32 996	4 624	-181 024	428 168	-298 193
Operasjonell skatt	75 113	164 512	251 980	132 993	43 568
NOPLAT (opr.EBIT-opr.skatt)	167 808	394 679	352 767	97 163	-93 199

Tabell 25: NOPLAT, her er operasjonell skatt funnet som forskjellen mellom EBIT og operasjonell EBIT ganget med den forutsatte skattesatsen på 28,00 %, pluss den opprinnelige skatten.

9. Forecast og antagelser

DCF- metoden baserer seg på *forecasted free cash flows*. Ved å bygge et ekstra regneark med nye poster, kan vi omstrukturere framstillingen i finansregnskapet til Salmar. Koeller, Goedhart og Wessels (2010) mener argumentene for dette ligger i at for mange poster lettere vil lede til forvirring, feil og gjøre modellen uhåndterlig. I forcasting er det særlig kritisk og predikere inntektene. Grunnen til dette er at mange poster avhenger direkte av inntektene, som eksempelvis COGS (cost of goods sold), og vil i så måte være bundet til det gitte inntektsnivået.

For mange poster vil framgangsmåten i prediksjonen være slik:

- En fastsettelse av postens verdidrivere, ved dets økonomiske forhold til andre poster.
- Estimere *forecast ratio*
- Multiplisere *forecast ratio* med et estimat av driveren.

Tall benyttet i dette kapittelet baseres på Salmar års- og kvartalsrapporter, og leseren henvises til appendix for en sammenfatning av balanse og resultatregnskap for årene 2008-2012.

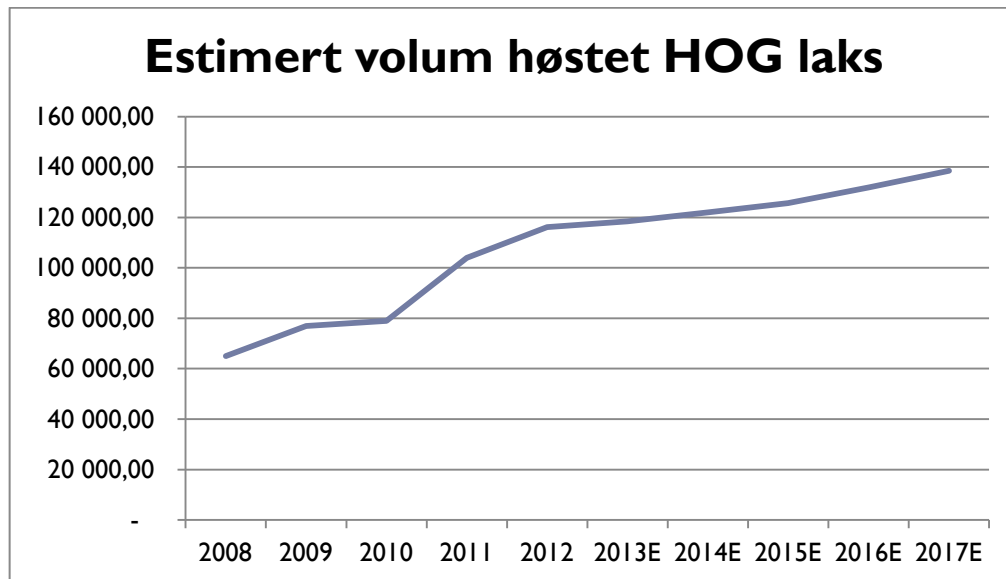
Inntekter

Inntektene til Salmar vil avhenge i stor grad av nivået på lakseprisene, som nevnt innledningsvis. Yngve Myhre, president og CEO i Salmar, nevner at forventningene om produksjonsnivået forklarer mye av prisutviklingen i 2013 så langt, som har vært positiv. Han forklarer at interne analyser indikerer at det globale nivået vil fortsette å øke med omtrent 2,0 %, men at det norske markedet forventer en reduksjon i lakseprisen med en output på 3,0 %. Som vi så i kapittel 2.1.3 har prisen stor korrelasjonen med produksjonsvolumet.

Kjetil Lye i Handelsbanken finner i sin rapport om lakseindustrien, estimat for volum i 2014, basert på veksten hittil i 2013. Lav laksepris de siste 18 månedene har økt den globale etterspørselen etter laks. I 1. kvartal 2013 droppet dog etterspørselen til en estimert 4 % vekst, og den har klarsammenheng med den økte lakseprisen. De nevner dog at etterspørselen er relativ uelastisk i sentrale markeder, men markedsføringsaktiviteter av laksen har falt, samt produksjonskapasiteten har økt minimalt, slik at vekst i produksjonsvolumet på middels lang sikt trolig ikke vil nå opp mot den historiske på rundt 6,0 - 8,0 %. I Norge presenterte Stortinget nylig et forslag om økt kapasitet for den norske sjømatindustrien, slik at det på lang sikt kan bli en løsning som resulterer i økt volum produsert laks utover den maksgrensen som er etablert per dags dato. Hittil er dog grensen kun utvidet med 45 lisenser, som nevnt under den eksterne analysen.

På bakgrunn av dette, velger Handelsbanken i sin rapport å benytte seg av vekstestimer i mellom på 0- 5,0 % vekst i perioden 2013- 2017, da de ser dette som svært sannsynlig i tiden

framover. For 2015- 2016 estimerer de lav til middels vekst. Jeg velger å benytte vekstestimer på 2,0 % vekst i årene 2013 og 2014, og med en videre vekst på 3,0 % etter dette. Disse estimatene virker rimelig med tanke på lærdommen fra innledningen om at bransjen er i fortsatt vekst, og at etterspørselen øker årlig. Dette sammenfalt med lisensrestriksjonen i Norge som vi fant i den eksterne analysen som indikerer en mer forsiktig vekst enn den globale veksten grunnet myndighetenes politikk. Jeg antar Salmar følger den norske produksjonsutviklingen, og benytter de norske vekstestimatene som basis for Salmars output.



Figur 32: Figuren viser volum høstet laks i perioden 2008- 2012, samt vekstestimer for 2013- 2017 basert på anslått intervall fra Handelsbanken samt resonnement fra den eksterne analysen.

Et annet sentralt moment er lakseprisen. Her benytter jeg meg av forwardpriser fra Fishpool, samt estimer fra Handelsbanken og benytter en pris på 31,00 NOK/kg framover. Dersom vi tar en titt på den historiske oppnådde spotprisen, og selskapets salgsinntekter, ser vi at det i de siste årene oppstår et avvik.

Inntekter (historiske)					
1000 NOK	2008	2009	2010	2011	2012
Salgsinntekter	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 800 204	4 180 414
Volum høstet (tonn)	65 000	77 000	79 000	104 000	116 100
Snitt spotpris	26,35	30,87	37,26	31,99	26,58
Salgsinntekter (teoretisk)	1 712 750	2 376 990	2 943 540	3 326 960	3 085 938
Avvik	-8 508	-728	456 328	473 244	1 094 476
I prosent av salgsinntekter	-0,5 %	0,0 %	13,4 %	12,5 %	26,2 %

Tabell 26: Historiske inntekter

Dette er grunnet et økt fokus på VAP, der selskapet oppnår ekstraintekter ved viderebehandling av fisken utover HOG, og bruk av forwardkontrakter som til tider har sikret selskapet økt oppnådd pris utover spotprisen ifølge Myhre. Ved å ta hensyn til dette avviket, og benytte oss av 2012- nivået, som best reflekterer den gitte inntektsstrukturen grunnet det økte fokuset på VAP gjennom eksempelvis Innovamar, kan vi estimere inntektene framover basert på laksepris.

Inntekter (framtidige)					
1000 NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Volum høstet (tonn)	118 422	120 790	124 414	128 147	131 991
Vekst Volum	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %
Snitt spotpris	33,50	35,00	34,00	31,00	31,00
Salgsinntekter (base)	3 967 137	4 227 665	4 230 081	3 972 544	4 091 720
Inntekter VAP	991 784	1 056 916	1 057 520	993 136	1 022 930
Totale Salgsinntekter	4 958 921	5 284 582	5 287 602	4 965 680	5 114 650

Tabell 27: Framtidige inntekter

Materialkostnader

Materialkostnader, eller COGS (Cost of Goods Sold), beregner vi på bakgrunnen av nivået på volumet. Det argumenteres ofte at materialkostnadene burde baseres på driftsinntektene, som en prosentandel av disse. Jeg føler dog at volumnivået bedre reflekterer kostnadene for de solgte varene, der volum produsert laks og ikke inntektene (som i stor grad styres av lakseprisene) er avgjørende. Vi fant i den eksterne analysen at førkostnader utgjorde omtrent 50,0 % av COGS, og der dødelighet sto for 2,0 %. Jeg beregner derfor disse størrelsene som NOK per tonn laks, og setter samlesekken *annet* for å dekke de resterende 48,0 %.

Driftskostnader (historiske)						
1000 NOK	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Volum (tonn HOG)	65 000	77 000	79 000	104 000	116 100	
Materialkostnad	922 016	1 162 445	1 898 698	2 373 168	2 715 056	
Materialkostnad pr tonn HOG	14,185	15,097	24,034	22,819	23,385	19,90
Forkostnad per tonn (50%)	7,09	7,55	12,02	11,41	11,69	9,85
Dødelighet per tonn (2%)	0,28	0,30	0,48	0,46	0,47	0,40
Annet per tonn (48%)	6,81	7,25	11,54	10,95	11,23	9,55

Tabell 28: Historiske driftskostnader

Som vi fant i den eksterne analysen, har fôrleverandørene stor markedsmakt, og Salmar kan gjøre lite for å påvirke prisene til sin fordel. Jeg setter derfor prisen per tonn som gjennomsnittsnivået i 2013, der den øker med 1,0 % til 2014 og holder denne prisen i 2015 grunnet forventninger om redusert laksepris. Framtidig etter dette setter jeg veksten som 1,0 % årlig. Dødeligheten la vi merke til i regnskapsanalysen er fallende, og jeg forutsetter at denne utviklingen vil fortsette og at lakseoppdrettsselskapene inkludert Salmar vil opprettholde og øke de biologiske standardene med fortsatt stort fokus på FoU. Jeg antar derfor 2012- nivået i 2013 med en årlig reduksjon i disse kostnadene på 2,0 %. Jeg tror samtidig investeringene i Innovamar og lignende effektivitetsfremmende aktiviteter vil redusere andre materialkostnader med 3,0 % årlig, basert på resultatene fra den SVIMA- analysen.

Driftskostnader (framtidige)						
1000 NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Δ%
Volum (tonn HOG)	118422	120790,44	124414,1532	128146,5778	131990,9751	
Forkostnad per tonn (50%)	9,85	9,95	9,95	10,05	10,15	1 %
Forkostnad	1166457	1201865	1237796	1287680	1339573	
Dødlighet per tonn (2%)	0,40	0,39	0,38	0,38	0,37	-2 %
Dødlighet	47369	47350	47795	48244	48698	
Annet per tonn (48%)	9,55	9,26	8,99	8,72	8,45	-3 %
Annet	1130930	1118942	1117935	1116929	1115924	
Materialkostnad pr tonn HOG	19,80	19,61	19,32	19,14	18,97	
Materialkostnad	2344756	2368157	2403527	2452853	2504195	

Tabell 29: Framtidige driftskostnader

Lønnskostnader og andre driftskostnader

Koeller, Goedhart og Wessels (2010) argumenterer for at lønnskostnader og andre driftskostnader burde settes som andel av driftsinntektene.

Kostnader (historiske)						
1000 NOK	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Lønnskostnader	240 393	265 517	313 290	391 745	483 215	
Lønnskostnader i % av DI	14,0 %	11,2 %	9,1 %	10,2 %	11,5 %	10,3 %
Andre Driftskostnader	253 701	311 973	517 067	705 891	885 983	
Andre DK i % av DI	14,8 %	13,1 %	15,1 %	18,4 %	21,1 %	16,5 %

Tabell 30: Historiske lønns- og andre kostnader

Jeg mener de tre siste årene representerer lønnsnivået bedre ved dagens selskapsstruktur grunnet uvanlige forhold rundt finanskrisen med en unormal høy prosent i 2008, og snittet for lønn er utarbeidet på bakgrunn av de siste tre årene. Vi ser samtidig at driftskostnadene har hatt høy korrelasjon med salgsinntektene de siste fem årene. På bakgrunn av dette setter jeg framtidige lønns- og andre kostnader som gjennomsnittet de siste årene.

Kostnader (framtidige)					
1000 NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Lønnskostnader	509 882	543 366	543 677	510 577	525 894
Lønnskostnader i % av DI	10,3 %	10,3 %	10,3 %	10,3 %	10,3 %
Andre Driftskostnader	818 067	871 790	872 288	819 182	843 757
Andre DK i % av DI	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %

Tabell 31: Framtidige lønns- og andre kostnader

Skatt

Selskapet skatter til Norge, og det benytter seg av 28,0 % prosent- sats blant annet ved utregningen av utsatt skatt. Den effektive skattesatsen har i prinsippet vært lavere enn dette, grunnet uforutsette tap. Jeg har uansett svakt grunnlag for å si noe om den faktiske effektive skattesatsen framover på bakgrunn av historien, og velger å benytte meg av den norske selskapsskatten på 28,0 % da selskapet selv benytter seg av denne i sin årsrapport (2012).

Tap og gevinster på biomassen og andre verdjusteringer

Denne posten symboliser opp- og nedskrivning av verdien av biomassen til virkelig verdi. Dette representerer ingen kontantstrømmer, og jeg motposterer denne i regnskapet, som vi gjorde under reorganisering av resultatet. I forecast- perioden er denne lik null, da vi antar at faktisk laksespotpris blir lik forventet og eventuelle tap og gevinster som oppveid av hverandre på sikt. Jeg inkluderer heller ingen poster for valutafor skjeller der Salmar er deleier i utenlandsk virksomhet eller i datterselskaper, og setter samtidig forventet verdiforandringer i derivater ment for hegding lik 0. Slik oppnår vi en mest mulig ren vurdering av selskapets prestasjoner, som ble kort diskutert under reorganisering av resultatet.

Avskrivninger

Koller, Goedhart og Wessels (2010) nevner to anbefalte metoder for estimering av avskrivningene for eksterne analytikere. Den første baserer seg på avskrivninger på basis av inntektsnivå, den andre relaterer seg til størrelsen på balanseposten eiendom, anlegg og utstyr

(PP&E). De årlige avskrivningene setter jeg på basis av den historiske andelen etter sistenevnte metode, basert på PP&E, da jeg mener dette bedre reflekterer korrekte avskrivninger da de gjøres på basis av disse anleggsmidlene.

Avskrivninger (historisk)						
1000NOK	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Total PP&E	416 085	533 287	872 035	1 126 445	1 268 803	
Forskjell i %		28 %	64 %	29 %	13 %	20,9 %
Avskrivninger	55 225	66 578	93 962	132 000	169 621	
1 % av PP & E	13,3 %	12,5 %	10,8 %	11,7 %	13,4 %	12,3 %

Tabell 32: Historiske avskrivninger

Under estimeringen benytter jeg derfor den gjennomsnittlige prosentandelen for avskrivninger som vi ser har vært jevn, og har høy korrelasjonen med PP&E. Investeringer i PP&E har variert i stor grad, særlig preget av de store investeringene i 2010. Snittet på 21,0 % er basert på økningen i PP&E i årene 2011 og 2012, og jeg benytter meg av denne andelen for prediksjon av framtidig PP&E.

Avskrivninger (framtidig)					
1000NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Total PP&E	1 535 252	1 857 654	2 247 762	2 719 792	3 290 948
forskjell i %	21 %	21 %	21 %	21 %	21 %
Avskrivninger	189 201	228 933	277 009	335 181	405 569
1 % av PP & E	12,3 %	12,3 %	12,3 %	12,3 %	12,3 %

Tabell 33: Framtidige avskrivninger

Årlige nedskrivninger har vært en lav størrelse i resultatregnskapet (se appendix). Jeg velger å sette nedskrivningene til konstant lik 0, og forutsetter totale avskrivninger lik forventede avskrivninger.

Arbeidskapital

Vi fant under den eksterne analysen at lakseoppdrettsindustrien er en kapitalkrevende bransje, med behov for mye arbeidskapital. Arbeidskapitalen består av forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, der gjelden utgjør den *rentefrie* kortsiktige gjelden i selskapet. Det ble forklart under avkastningskravutarbeidelsen at den rentebærende gjelden utelates fordi den allerede er kalkulert inn i avkastningskravet, slik at vi unngår å telle den dobbelt.

Arbeidskapital (historisk)						
1000NOK	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Total kortsiktig gjeld	442 266	532 097	705 429	1 160 130	1 562 768	
Rentefri kortsiktig gjeld	258 267	414 024	653 999	657 576	966 480	
I % av kortsiktig gjeld	58 %	78 %	93 %	57 %	62 %	69 %
Totale omløpsmidler	1 251 974	1 440 096	2 255 880	2 298 996	3 196 340	
Δ Rentefri kortsiktig gjeld		89 831	173 332	454 701	402 638	
Δ Omløpsmidler		188 122	815 784	43 116	897 344	
Δ "noncash" Arb Kap		98 291,0	642 452,0	-411 585,0	494 706,0	

Tabell 34: Historisk arbeidskapital

Ved å estimere samtlige kortsiktige gjeldsposter i balansen, og omløpsmidler som prosent av salgsinntekter, som anbefalt av Koller, Goedhart og Wessels (2010), finner vi forskjell i *noncash*-arbeidskapitalen. Noncash- arbeidskapitalen er arbeidskapitalen, ekskludert kontantbeholdningen. Fullstendig prediksjon av balansepostene kan sees i appendix.

Arbeidskapital (framtidig)					
1000NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Total kortsiktig gjeld	1 951 143	2 079 278	2 080 466	1 953 802	2 012 416
Rentefri kortsiktig gjeld	1 355 814	1 444 852	1 445 678	1 357 662	1 398 392
I % av kortsiktig gjeld	69 %	69 %	69 %	69 %	69 %
Totale omløpsmidler	3 372 066	3 593 516	3 595 569	3 376 662	3 477 962
Δ Rentefri kortsiktig gjeld	389 334	89 039	826	-88 016	40 730
Δ Omløpsmidler	175 726	221 449	2 053	-218 907	101 300
Δ "noncash" Arb Kap	-213 607,4	132 410,6	1 227,8	-130 890,4	60 570,0

Tabell 35: Framtidig arbeidskapital

Kapitalinvesteringer

Kapitalinvesteringene (CAPEX) er midler som benyttes av et selskap for å anskaffe eller oppgradere fysiske aktiva som eiendom, industribygg eller utstyr (Investopedia.com). Salmar informerer i sin årsrapport at de vil opprettholde det gitte nivået på kapitalinvesteringene. Vi finner årlige kapitalinvesteringer som kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter – avskrivninger.

CAPEX (historisk)						
1000NOK	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Driftsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791	
Cash flow fra investerings	192 367	201 375	1 212 914	501 877	509 442	
Avskrivninger	55 225	78 178	95 630	132 543	170 168	
Netto kapitalinvesteringer	137 142	123 197	1 117 284	369 334	339 274	snitt
I % av DI	8,0 %	5,2 %	32,9 %	9,7 %	8,1 %	8,1 %

Tabell 36: Historisk CAPEX

Kapitalinvesteringene som andel av driftsinntektene kan observeres som varierende. 2010 innebar unormalt høye investeringer i Innovamar, og jeg benytter meg av siste års investeringsandel på 8,1 %.

CAPEX (framtidig)					
1000NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Driftsinntekter	4 958 921	5 284 582	5 287 602	4 965 680	5 114 650
Netto kapitalinvesteringer	401 673	428 051	428 296	402 220	414 287
I % av DI	8,1 %	8,1 %	8,1 %	8,1 %	8,1 %

Tabell 37: Framtidig CAPEX

NOPLAT

De frie kontantstrømmene til totalkapitalen er summen av kontantstrømmene til alle eiere i bedriften, låneutstedere og aksjeeiere. Teorien ble beskrevet tidligere i oppgaven, og jeg setter den nå i praksis. Vi finner de frie kontantstrømmene ved formelen:

$$FCFF = NOPLAT(1 - s) + \text{avskrivning} - CAPEX - \Delta\text{Arbeidskapital}$$

Oppsummert har vi

NOPLAT					
1000 NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	4 958 921	5 284 582	5 287 602	4 965 680	5 114 650
Volum (tonn HOG)	118 422	120 790	124 414	128 147	131 991
COGS	2 344 756	2 368 157	2 403 527	2 452 853	2 504 195
Lønnskostnader	509 882	543 366	543 677	510 577	525 894
Andre Driftskostnader	818 067	871 790	872 288	819 182	843 757
Avskrivninger	189201	228933	277009	335181	405569
Nedskrivninger	-	-	-	-	-
Operasjonell EBIT	1 097 016	1 272 335	1 191 100	847 888	835 236
Andre tap/gevinster	-	-	-	-	-
EBIT	1 097 016	1 272 335	1 191 100	847 888	835 236
Operasjonell skatt	307 165	356 254	333 508	237 409	233 866
NOPLAT (opr.EBIT-opr.skatt)	789 852	916 081	857 592	610 479	601 370

Tabell 38: Framtidig NOPLAT. Her er som forutsatt andre tap og gevinster satt lik 0 da de oppveies av hverandre på sikt samt for å gi oss en renere vurdering av selskapets operasjonelle prestasjoner, i likhet med nedskrivningene da de antas inkludert i avskrivningene.

10. Verdsettelse

I verdsettelsen av Salmar ASA vil jeg benytte meg av en todelt forecast- modell. Her predikeres balanse og resultat for en eksplisitt periode på fem år, for så å bruke en *terminalverdi*. Her er en

viktig forutsetning at selskapet oppnår *steady state* etter den eksplisitte perioden, som karakteriseres ved at:

- Selskapet har konstant vekst ved årlig å reinvestere en konstant relativ andel av overskuddet.

$$\text{Reinvestering i stabil vekst} = \frac{\text{Vekstrate}}{\text{avkastning på kapitalen}}$$

- Selskapet har en konstant avkastning på eksisterende kapital samt ny kapital investert.

Koeller, Goedhart og Wessels (2010) argumenterer for at å benytte seg av en kortere eksplisitt periode lik fem år ofte undervurderer verdien av selskapet. Det oppstår likevel økt usikkerhet rundt størrelser og vekst ettersom estimeringsperioden vokser, slik at det i praksis er vanlig å begrense perioden til fem år. Etter dette forutsetter jeg en *steady state*, med en stabil årlig vekstrate på 3,0 %.

Vi tilbakediskonterer kontantstrømmene ved hjelp av avkastningskravet på 6,3 %, trekker fra den rentebærende gjelden, markedsverdien av assosierte selskaper og minoriteter (hentet fra april- rapporten til Handelsbanken) og får (se neste side):

Enterprise DCF				
Forecast	FCF	Diskonteringsfaktor NPV FCF		
År	1000NOK	6,3 %	1000NOK	
2013	771 408	0,941	725 812	
2014	544 820	0,885	482 318	
2015	657 002	0,833	547 252	
2016	616 159	0,784	482 896	
2017	461 694	0,737	340 452	
Terminal verdi	14 069 593	0,737	10 374 876	
NPV kontantstrøm			12 953 607	
Selskapsverdi			12 953 607	
g	3,0 % Gjeld	-2 764 380		
Wacc	6,3 % MV assosierte selskaper	-970 000		
	Mv minoriteter	-136		
Verdi egenkapital			9 219 091	
Ant utestående aksjer			113 299 999	
Verdi per aksje			81,37	
NPV terminalverdi i %			80 %	

Tabell 39: Enterprise DCF

Vi ser her at vi får en teoretisk aksjekurs på 81,37 NOK, En stor del av verdien stammer fra terminalverdien (80 %). Dette representerer en høyere kurs enn dagens (den 29.4.12) på 58,00 NOK.

11. Sensitivitetsanalyse

Modellen er avhengig av flere variabler i estimeringen av aksjekursen ved hjelp av DCF-metoden. Jeg vil nå ta en nærmere kikk på enkelte faktorer som har betydningen for Salmars prestasjon reflektert gjennom variasjoner i aksjekursen.

Marius Gaard ved Carnegie presiserte at det var helt sentralt å utføre en ekstensiv sensitivitetsanalyse, og da særlig med andre variabler enn kun den klassiske vurderingen av WACC og vekst. Jeg vil derfor bruke en del tid på sensitivitetsanalysen, for å kartlegge den risikoen som foreligger dersom variablene og forutsetningene i modellen vår slår ut annerledes enn antatt. Her velger jeg å sammenligne to faktorer sammen og ser hvordan forandringer i disse påvirker aksjekursen i Salmar ASA. Særlig ønsker jeg å fokusere på de resulterende negative effektene fra forandringer i antagelsene i modellen. Først vil jeg se på effekten på aksjekursen når WACC og vekst forandrer seg.

		Årlig vekstrate etter eksplisitt periode							
		81,37	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %
WACC	5,0 %		57	65	75	88	105	131	170
	5,5 %		55	63	73	85	102	127	165
	6,0 %		54	61	70	83	99	123	161
	6,3 %		53	60	69	81	98	122	158
	7,0 %		50	57	66	78	94	117	152
	7,5 %		48	55	64	76	91	114	148
	8,4 %		46	52	61	72	87	108	141

Tabell 40: Vekst/WACC

Tabellen viser at med en vekst og WACC som antatt i DCF- modellen, på henholdsvis 2,5 % og 6,3 % har vi omtrent 81,00 NOK som aksjeverdi. Vi ser videre at i det ekstreme ytterpunktet sett ut ifra de verdiene jeg har valgt å teste, ser vi at ved en konstant vekst på kun 1,5 % og med et avkastningskrav lik 8,5 % framover, får vi en aksjekurs på 57,00 NOK. I det mest positive scenarioet, med en vekst på 4,5 % og en WACC på 5,0 % får vi en kurs på 170,00. En så lav WACC er dog urealistisk, da dette ikke er langt over den risikofrie antatte renten i oppgaven (se kapittel 7). Videre er det verdt å legge merke til WACC- en på 8,4 %, testet for den antatte veksten på 3,0 %. Dette er nemlig avkastningskravet Lye fra Handelsbanken benytter seg av, og vi har altså her en teoretisk kurs på omtrent 72,00 NOK (se kapittel 13).

Jeg vil videre teste lakseprisen, da vi vet fra tidligere at modellen er svært avhengig av nivået på denne.

		Laksepris							
		81,37	-15,0 %	-10,0 %	-5,0 %	0,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %
WACC	5,0 %		43	58	73	88	103	118	133
	5,5 %		41	56	71	85	100	115	129
	6,0 %		40	54	68	83	97	111	126
	6,3 %		39	53	67	81	96	110	124
	7,0 %		37	50	64	78	92	105	119
	7,5 %		35	49	62	76	89	103	116
	8,4 %		33	46	59	72	85	97	110

Tabell 41: Laksepris/WACC: Isolert sett fører en reduksjon i lakseprisen med +/- 15,0 % til en forandring i aksjekursen i intervallet 33,00- 133,00 NOK per aksje.

Vi registrerer at dersom lakseprisen blir liggende 15,0 % under antatt pris i all tid framover, og med en WACC på 8,4 % får Salmar en aksjekurs på 33,00 NOK. Vi ser videre at ved det samme nivået på avkastningskravet som antatt, får vi en kurs på 124,00 NOK ved 15 % høyere laksepriser.

		Laksepris							
		81,37	-15,0 %	-10,0 %	-5,0 %	0,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %
Volum	15,0 %		69	93	117	141	165	189	213
	10,0 %		58	78	98	119	139	159	179
	5,0 %		48	65	82	99	116	133	150
	0,0 %		39	53	67	81	96	110	124
	-5,0 %		31	43	55	66	78	90	102
	-10,0 %		25	34	44	53	63	73	82
	-15,0 %		19	27	35	42	50	58	66

Tabell 42: Laksepris/Volum: Isolert sett fører en reduksjon i volumet med +/- 15,0 % til en forandring i aksjekursen i intervallet 42,00- 141,00 NOK per aksje.

Dersom vi ser effekten av forandringer i forutsetningene om volum og laks, ser vi at ved en prisreduksjon på 15,0 %, og med økt volum, ligger aksjekursen på 19,00 NOK. Dette skjer da kostnadene > inntektene, marginene er negative, slik at en økning i output reduserer resultatet. I beste fall har vi en 15,0 % økning i antatt volum og laksepris på 15,0 %. Her oppnår selskapet en aksjekurs på 213,00 NOK, og det kan sees at dette utgjør det beste kursscenarioet vi finner i sensitivitetsanalysen basert på alle de testede variablene.

Fôrkostnader er samtidig sentralt i modellen vår, og en økning i denne kostnaden er ikke urealistisk på bakgrunn av resultatene fra den eksterne analysen der vi fant at markedsmakten til fôrleverandørene var betydelig, og der fôrkostnadene utgjorde omtrent 50,0 % av kostnadene av COGS.

		Laksepris							
		81,37	-15,0 %	-10,0 %	-5,0 %	0,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %
Fôrkostnad	-15,0 %		68	83	97	111	125	139	154
	-10,0 %		59	73	87	101	115	130	144
	-5,0 %		49	63	77	91	105	120	134
	0,0 %		39	53	67	81	96	110	124
	5,0 %		29	43	57	71	86	100	114
	10,0 %		19	33	47	62	76	90	104
	15,0 %		9	23	38	52	66	80	94

Tabell 43: Laksepris/Fôrkostnad: Isolert sett fører en reduksjon i fôrkostnaden med +/- 15,0 % til en forandring i aksjekursen i intervallet 52,00- 111,00 NOK per aksje.

Vi ser her at en reduksjon i antatt laksepris, samt en økning i fôrkostnadene framover, er katastrofalt for Salmar. En reduksjon i laksespottpris på 15,0 %, samt en økning i kostnadene på 15 % gir selskapet en aksjekurs på kun 9,00 NOK. En ren økning i fôrkostnadene på 15,0 %, alt annet likt, skulle resultere i en kurs på 52,00 NOK.

		Valuta							
		81,37	-15,0 %	-10,0 %	-5,0 %	0,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %
Fôrkostnad	-15,0 %		79	90	100	111	122	132	143
	-10,0 %		71	81	91	101	111	121	132
	-5,0 %		62	72	82	91	101	111	120
	0,0 %		54	63	72	81	91	100	109
	5,0 %		45	54	63	71	80	89	98
	10,0 %		37	45	53	62	70	78	86
	15,0 %		29	36	44	52	59	67	75

Tabell 44: Valuta/Fôrkostnad: Isolert sett fører en reduksjon i valutaen med +/- 15,0 % en forandring i kursen i intervallet 54,00- 109,00 NOK per aksje.

Den norske valutaens verdi mot de fire valutaene, som inngår i store deler i selskapets kjøp og salg, var som nevnt under regnskapsanalysen sentralt for selskapet. En generell depresiering av

norsk valuta mot de fire mest sentrale valutaene på 15,0 %, sender aksjekursen ned til 52,00 NOK per aksje. Jeg har forutsatt at en depresiering/appresiering av valuta påvirker inntektene til Salmar ved salg og førkostnader ved innkjøp fra de store internasjonale aktørene, der andre poster er uforandret. Her vil en depresiering på 15,0 %, samt økning i førkostnader på 15,0 % peke mot en potensiell kurs på 29,00 NOK. I beste fall har vi en appresiering på 15,0 % med en tilsvarende kostnadsreduksjon på 15,0 % som gir en potensiell kurs på 143,00 NOK.

Til slutt vil jeg se på sammenhengen mellom lakseprisen og valuta.

		Laksepris							
		81,37	-15,0 %	-10,0 %	-5,0 %	0,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %
Valuta	15,0 %		58	75	92	109	126	143	160
	10,0 %		51	68	84	100	116	132	148
	5,0 %		45	60	75	91	106	121	136
	0,0 %		39	53	67	81	96	110	124
	-5,0 %		32	46	59	72	85	99	112
	-10,0 %		26	38	51	63	75	88	100
	-15,0 %		20	31	42	54	65	77	88

Tabell 45: Laksepris/Valuta

Her ser vi at selskapet ved en 15,0 % lavere laksepris enn forventet i modellen samt en depresiering av NOK mot de andre valutaene på 15,0 %, får en kurs på 20,00 NOK. Vi legger samtidig merke til at forandringer i lakseprisen gir større utslag i selskapets verdi og derfor aksjekursen enn førkostnader.

11.1 Sammendrag sensitivitetsanalyse

Vi ser av sensitivitetsanalysen at en rekke faktorer i modellen er kritiske for den totale verdien av Salmar ASA, og dets aksjekurs. Viktige funn var særlig forandringer i laksepriser og førkostnader, og i verste fall forandringer til det verre i begge faktorene. Dersom disse i tiden framover blir +/- 15,0 % forskjellig fra antatt nivå i modellen, har selskapet en teoretisk aksjekurs på 9,00 NOK, alt annet likt, dersom forutsetningene i modellen holder. Isolert sett vil en ren økning/reduksjon i volumet gi utslag kurs- intervall på 42,00- 141,00 NOK, og er derfor isolert sett den mest sensitive faktoren i modellen. Da vi testet volum sammen med lakseprisen

fant vi en teoretisk kurs 19,00 NOK per aksje som mest pessimistiske scenario. Omtrent den samme effekten ble resultatet av like store forandringer i valuta og laksepriser, med en kurs på omtrent 20,00 NOK. Modellen ser altså ut til å være svært sensitiv til forandringer i disse faktorene og særlig grad lakseprisen, som sammen med reduksjoner/økninger i andre variabler i stor grad påvirker totalverdien av selskapet og aksjekursen. Det er dog viktig å huske på at vi forutsetter disse forandringene til evig tid og om dette er helt realistisk kan diskuteres. Et poeng i denne sammenhengen kan være at dersom lakseprisene forventes å ligge et stykke under antagelsene fra markedets side, vil trolig andre faktorer som fôrkostnader ligge på et lavere nivå. Bakgrunnen for at jeg hevder dette, er at mange av de store lakseoppdrettsselskaper i dag har lønnsomhetsmarginer på nivå, eller lavere enn Salmar, som vi fant i regnskapsanalysen. En stor permanent reduksjon i laksepriser og økning i fôrkostnader vil resultere i at store deler av bransjen går konkurs. Dette tjener ingen, der fôrleverandørene vil miste store deler av sin kundeportefølje. Isolerte forandringer i de gitte forutsetningene er dog en god pekepinn på de forandringene vi kan vente oss i kursen til Salmar, og er et signal på hvor sensitiv modellen er for forandringer i de testede faktorene. I tillegg husker vi den kausale sammenhengen mellom laksepris/volum under kapittelet om lakseprisen i innledningen, som fant at med et høyt tilbud ble det en lav laksepris og vica versa. Dette tilsier at over tid vil trolig ikke scenarioet med -15,0 % i antatt volum og -15,0 % lavere laksepris inntreffe, dersom antagelsene i modellen er noenlunde korrekte.

WACC og vekst ga jevnt over mindre utslag enn forandringer i de andre variablene i sensitivitetsanalysen, der 1,5 % vekst og en WACC på 8,4 % ga en forventet kurs på 46,00 NOK. Appresiering/depresiering av valuta virker samtidig avgjørende, under forutsetningene om at kun postene salgsinntekter og COGS forandres. Sammen med en forandring på +/- 15,0 % i fôrkostnader og laksepriser vil potensiell aksjekurs ligge i intervallet på henholdsvis 29,00-143,00 NOK og 20,00- 160,00 NOK.

11.2 Scenarioanalyse

Som tipset av Kolbjørn Giskeødegård ved Nordea Markets, vil jeg skape to scenarier der jeg tester forandringer i forutsetningene i lakseprisen ved +/- 15,0 %. Jeg vil dog anta forandringer i

et utvalg av de andre faktorene for å så måte se effekten av forandringer i fem faktorer på samme tid. Her velger jeg å skape to scenarier, der forandringer i predikert laksepris antas å påvirke de andre variabler. Vi forutsetter forandringer i de andre variablene ved forandringer i lakseprisen. Vi tester altså med utgangspunkt i at forutsetningene i modellen er tilnærmet riktige, og hva som kan tenkes å skje dersom forandringer oppstår i lakseprisen. Her vil det være naturlig å tenke seg at en økning i laksepris vil lede til et redusert etterspurt volum grunnet sammenhengen vi fant i innledningen i delkapittel 2.1.3. Tilsvarende vil en økt pris lede til bedre marginer, som muliggjør økt pris på fôr fra fôrproducentenes side. Selskapet sitter dog med bedre marginer, og gjør det bedre stilt til å møte kortsiktige betalingsforpliktelser og mindre risiko for egenkapitaleierne, som leder til et lavere avkastningskrav. Bedre marginer muliggjør samtidig større reinvesteringer og økt vekst på sikt. Vi kan tenke oss motsatte sammenhenger ved en reduksjon i lakseprisen. Dette gir oss:

Best case

En økning i lakseprisen med 15,0 % antas å gi følgende forandringer:

- Redusert etterspurt volum med 7,5 %
- Økte fôrkostnader med 5,0 %
- Redusert WACC med 1,0 %
- Økt vekst med 0,5 %

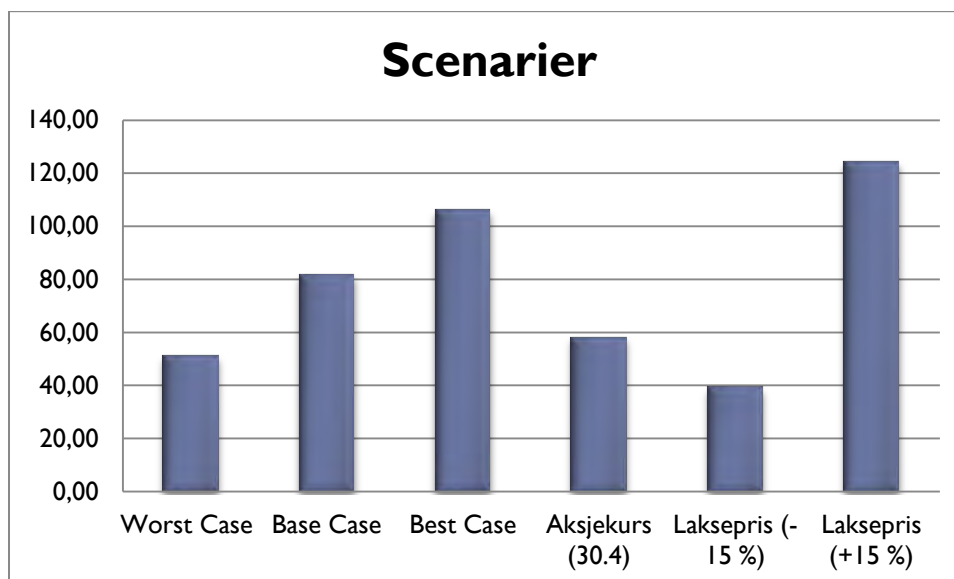
Dette gir en verdi av egenkapitalen på omtrent 12,00 MNOK og en aksjekurs på 106,07 NOK.

Worst case

En reduksjon i lakseprisen med 15,0 % antas å gi følgende forandringer:

- Økt etterspurt volum med 7,5 %
- Reduserte fôrkostnader med 5,0 %
- Økt WACC med 1,0 %
- Redusert vekst med 0,5 %

Dette gir en verdi av egenkapitalen på omtrent 5,80 MNOK og en aksjekurs på 50,87 NOK.



Figur 33: Viser aksjekursen i NOK ved ulike scenarier, dagens kurs samt kursforandring ved isolerte forandringer i laksespotpris.

Vi ser at en +/- 15,0 % økning i lakseprisen, gir selskapet en aksjekurs på 106,07 NOK ved en 15,0 % økning, og en kurs på 50,87 NOK ved en tilsvarende reduksjon, med nevnte forandringer i de fire andre variablene. Vi husker fra sensitivetsanalysen at isolert sett varierte aksjekursen i intervallet 39,00- 124,00 NOK per aksje ved samme prisøkning/reduksjon i lakseprisen, og det peker derfor mot at naturlige forandringer i de andre utvalgte variablene kan tenkes å dempe de ekstreme variasjonene i aksjekursen på bakgrunn av forandringer i de predikerte lakseprisene.

12. Komparativ analyse

Den komparative verdsettelsen ble beskrevet i kapittel 4. Her ble det forklart blant annet at sammenlignbare selskaper burde være tilnærmet like i risiko, vekst og lønnsomhet. Det vil i praksis likevel eksistere forskjeller, og man vil ende opp med selskaper som kun er tilnærmet like hverandre på dette området. I regnskapsanalysen fikk vi dog en følelse for situasjonen av de

nevnte faktorene. På bakgrunn av denne analysen vil jeg utelukke Grieg Seafood, da dette selskapet skiller seg ut fra de andre fire, med negativ lønnsomhet og vekst og en større risiko.

En svakhet ved denne komparative analysen blir derfor, som nevnt i kapittel 4, en mangel på sammenlignbare selskaper. Da de fire nevnte selskapene, Marine Harvest, Lerøy Seafood, Cermaq og Salmar alle er blant de fem største aktørene i Norge, og er betydelig større enn resten av markedet, ønsker jeg ikke å inkludere flere selskaper da kvaliteten på sammenligningsgrunnlaget vil falle, selv om antallet (N) observasjoner i analysen øker.

I den komparative analysen vil jeg benytte meg av multiplene:

- $\frac{\textit{Pris}}{\textit{Aksjeavkastning per aksje}}$ (P/E)
- $\frac{\textit{Pris}}{\textit{Bokverdi per aksje}}$ (P/BV)
- $\frac{\textit{Pris}}{\textit{Salg per aksje}}$ (P/S)
- $\frac{\textit{Selskapsverdi}}{\textit{EBIT}}$ (EV/EBIT)
- $\frac{\textit{Selskapsverdi}}{\textit{EBITDA}}$ (EV/EBITDA)
- $\frac{\textit{Selskapsverdi}}{\textit{Sløyd volum}}$ (EV/kg)

Som nevnt i Damodarans rammeverk, er det viktig at vi er konsistente i bruken av disse variablene. Eksempelvis benyttes EBIT og ikke operasjonell EBIT jevnt over. Pris er aksjekurs per 30/4-13 for de nevnte selskapene. Salg er selskapenes salgsinntekter. Tallene hentes fra de respektive selskapenes årsrapporter av 2012, med unntak av aksjekursinformasjonen, som hentes fra oslobors.no. For å finne EV, kjører jeg en forenkling der jeg finner verdien av egenkapitalen (antallet aksjer · aksjekurs) + bokverdien av gjelden, som for alle selskapene er tilnærmet lik markedsverdi. Det viktigste, som vi husker fra kapittel 4, er at vi er konsekvente i beregningen av multiplene.

Selskapstall				
Basis for multipler	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	Salmar
Aksjekurs 30.4	6,00	180,00	86,00	58,00
Antall aksjer (1000)	3 748 342	54 577	92 500	113 300
Volum sløyd vekt (1000kg)	392 306	153 403	119 600	116 100
1000 NOK				
Årsresultat (E)	412 600	491 760	240 347	481 442
Verdi EK	22 490 050	9 823 926	7 955 000	6 571 400
Netto rentebærende gjeld	5 381 000	2 231 860	2 999 855	2 764 380
Selskapsverdi (EV)	27 871 050	12 055 786	10 954 855	9 335 780
Bokverdi (BV)	23 317 400	11 774 419	12 081 170	7 626 835
EBITDA	1 320 600	774 866	910 822	510 834
EBIT	968 700	744 832	326 066	638 859
Salginntekter	15 463 500	9 102 141	11 781 921	4 204 791
Kontantstrøm fra drift (CF)	1 552 900	443 614	-527 763	186 794

Tabell 46: Selskapstall for de nevnte selskapene for året 2012.

Ved å benytte formlene over, basert på tallene i tabellen, får vi regnet ut bransjemultiplene lik snittet av selskapenes multipler.

Multipler					
Selskap	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	Salmar	Snitt
P/E	54,51	19,98	33,10	13,65	30,31
P/BV	0,96	0,83	0,66	0,86	0,83
P/S	1,45	1,08	0,68	1,56	1,19
EV/EBIT	28,77	16,19	33,60	14,61	23,29
EV/EBITDA	21,10	15,56	12,03	18,28	16,74
EV/kg	71,04	78,59	91,60	80,41	80,41

Tabell 47: Bransjemultipler for de fire oppdrettsselskapene.

Vi kan videre benytte de gitte multiplene som multiplikatorer, og finne omtrentlige aksjekurser for Salmar.

Multiplikator		
Salmar	MV (1000nok)	Aksjekurs
P/E	14 591 614	128,79
P/BV	6 328 254	55,85
P/S	5 016 019	44,27
EV/EBIT	12 115 887	106,94
EV/EBITDA	5 787 797	51,08
EV/kg	6 571 234	58,00
Gjennomsnitt	8 401 801	74,16

Tabell 48: Multipler ganget opp med bransjesnitt for å finne resulterende aksjekurs.

Her er eksempelvis aksjekursen ved EV/EBIT funnet ved å gange bransjesnittet med Salmars EBIT slik at vi har EV. Deretter trekker vi fra gjelden og deler med antallet aksjer for å finne aksjekursen. Tilsvarende metode er benyttet for EV/EBITDA.

Fra resultatene kan vi trekke at flere av multiplene tyder på at Salmars kurs burde ligge rundt der den er per dags dato, eventuelt lavere. Hvis vi husker tilbake til analytikernes forklaringer på deres framgangsmåter i praksis, vet vi at flere av disse la stor vekt på EV/EBIT, EV/kg og P/E som samlet peker mot at Salmar er underpriset. Videre ligger det aritmetiske gjennomsnittet av multiplene over dagens kurs ($58,00 < 74,16$), og støtter opp om DCF- analysen som indikerer at kursen burde ligge over dagens kurs på 58,00 NOK per aksje. Jeg velger å ikke legge for mye vekt på selve tall- informasjonen av resultatet fra den komparative analysen, men vi kan ane retningen kursen burde ta ut ifra dagens nivå. Den komparative analysen bekrefter i så måte resultatene fra DCF- modellen.

13. Analytikernes resultater

Kjetil Lye fra Handelsbanken var så vennlig å sende meg sin rapport per 29.4.13, der Handelsbanken utførte en verdsettelse av Salmar ASA. Jeg har fra denne rapport dratt ut noen elementer for sammenligningsformål.

DCF model

NOKm	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Sales	4,202	4,959	5,178	5,226	4,954

NOKm	2010	2011	2012	2013e	2014e
Sales	3,429	3,829	4,202	4,959	5,178
Sales growth (%)	44.2	11.7	9.7	18.0	4.4
EBIT adj	973	541	284	1,024	1,288

Figur 34: DCF resultater, hentet fra Handelsbankens Salmar Report April 2013.

I denne rapporten er kun et begrenset antall år vist spesifikt for EBIT justert (2013 og 2014). I tabellen over ser vi at Lye estimerer driftsinntekter til omtrent det samme som jeg har gjort i min modell, og nokså likt justert EBIT som er tilnærmet samme størrelse som den operasjonelle jeg benytter meg av.

Min modell					
Mill NOK	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Driftsinntekter	4 958 921	5 284 582	5 287 602	4 965 680	5 114 650
Operasjonell EBIT	1 097 016	1 272 335	1 191 100	847 888	835 236

Tabell 49: Estimerte driftsinntekter og operasjonell EBIT i min modell.

Videre benytter han seg av en svært ulik avkastningskostnad fra meg. Her opererer han med en egenkapitalbeta på 1. Dette står for meg ikke klart. Jeg finner selv en beta på 0,634 (0,76 justert) og Reuters opererer med en beta på 0,66, og Stokke, Abelsen og Johnsen (2012) finner en beta på 0,674 i 2012 ved månedlig OLS- regresjon.

WACC assumptions, %		Calculation of DCF, NOKm	
Risk-free interest rate	3.4	DCF/share (NOK)	74.7
Equity market risk premium	5.5	DCF checkpoints, %	
Equity beta (x)	1.00	Sustainable growth	3.0
Cost of equity	9.9		
Pre-tax cost of debt	5.0		
Equity weight	76.0		
WACC	8.4		

Figur 35: WACC og antagelser for Handelsbankens DCF- analyse, samt resulterende aksjekurs basert på denne analysen, hentet fra Handelsbankens Salmar Report April 2013.

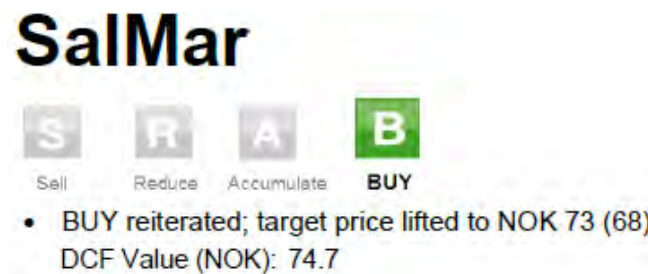
Her utfører han kanskje OLS- regresjon basert på daglige eller ukentlige observasjoner, som vi husker fra avsnittet om beta kan gi skjevheter i målingene ifølge Koller, Goedhart og Wessel. En annen forklaring kan være at han benytter seg av bransjebetaen som vi husker ligger nær 1 fra kapittel 7.

WACC	
Ant utestående aksjer (mill)	113
Verdi per aksje (29.04)	58,00
Markedsverdi EK (MNOK)	6 571
Gjeld	2 764
Egenkapitalkostnad	7,28 %
Gjeldskostnad	5,4 %
Skatt 28%	72,0 %
g	3,0 %
Beta_justert	0,76
Risikofri rente	3,1 %
Markeds risikopremie	5,5 %
WACC	6,3 %

Tabell 50: WACC med forutsetninger.

Han benytter seg samtidig av en risikofri rente på 3,4 %, som er nært den 10- årlige risikofrie renten fra 2011, ikke langt fra den jeg selv benytter meg av på 3,1 %. Denne er som nevnt svært lav per dags dato historisk sett, og Lye argumenterer derfor for at det burde benyttes en høyere rente i utarbeidelsen av avkastningskravet. I markedets risikopremie er det ingen forskjell. Dette gir følgelig en total egenkapitalkostnad høyere enn den jeg fant (9,9 % > 7,28 %). Antagelsene virker totalt sett noe simplifiserte i det at han benytter seg av svært runde tall for beta (lik 1) og gjeldskostnad (lik 5,0 %), men det argumenteres ofte at estimering av WACC ikke er en eksakt vitenskap, der skjønn og kunnskap om markedet er sentralt. Kanskje har Lye erfaring som gjør at han mener egenkapitalkostnaden rettmessig burde ligge på det gitte nivået, der vi fant en svært

lav total kapitalkostnad på 6,3 % som jo er svært lavt. Vi legger samtidig merke til at vi begge forutsetter en vekst etter eksplisitt periode på 3,0 %.



Figur 36: Target pris og resultat fra DCF analysen hentet fra Handelsbankens Salmar Report April 2013.

Vi kommer begge fram til at aksjekursen skal opp fra dagens nivå der Lye kjører en DCF-vurdering på 74,70 NOK per aksje. Når det gjelder den totale vurderingen kjører Lye som sagt et hovedfokus på den komparative analysen (SOTP- analyse), og kjører en vurdering av denne sammen med resultatene fra DCF- verdsettelsen og får en kjøpsanbefaling med kurs 73,00 NOK..

Sammenlignet fikk jeg selv en pris på 81,37 NOK basert på DCF- modellen og 74,16 NOK fra den komparative analysen. Vi fikk noe forskjellig resultat basert på ulike forutsetninger. Her ligger hovedforskjellen i modellene våre på avkastningskravet. Som vi husker fra sensitivitetsanalysen, testet vi ut DCF- modellen med varierende avkastningskrav og fant at med en WACC på 8,4 %, alt annet likt, kom kursen nær 72,00 NOK. Dette er svært nært kursen Lye finner i sin DCF-analyse per april 2013. Sammenfattet har vi:

Sammenligning resultater			
Aksjekurs (NOK) 30.3.13	Meg	Handelsbanken (Lye)	Kurs 30.4
DCF (6,3 %)	81,37		
Komparativ analyse	74,16		
DCF (8,4 %)	72,00	74,70	
Aksjekurs	81,37	73,00	58,00

Tabell 51: Tabellen viser resultatene mine fra DCF- og den komparative analysen sammenfattet med Kjetil Lyes fra Handelsbanken. Vi registrerer at ved samme avkastningskrav som Lye (8,4 %) får vi svært like teoretiske kurser ($74,70 > 72,00$), begge over dagens kurs på 58,00.

Anbefalninger	
Reuters.com	Antall analytikere
BUY	5
OUTPERFORM	4
HOLD	1
UNDERPERFORM	0
SELL	0

Tabell 52: Et utvalg analytikers kjøps- og salgsanbefalninger med hensyn til Salmar ASA- aksjen, hentet fra reuters.com.

Den generelle markedsoppfatningen er at aksjen skal opp fra dagens nivå på 58,00 NOK per aksje, der 10 utvalgte analytikere i en måling på reuters.com per april 2012 mener at utsiktene er positive og har kjøps- eller holdsanbefalninger.

14. Konklusjon

Målet ved denne oppgaven har vært å finne en teoretisk markedsverdi på egenkapitalen til Salmar ASA. Gjennom arbeidet av oppgaven har jeg fått forståelse for at store deler av verdsettelsesfaget ikke er en eksakt vitenskap, men er bygget på skjønn og forutsetninger. Ved å benytte meg av en strategisk analyse som legger en basis for disse forutsetningene og ved kontakt med analytikere, har jeg forsøkt å begrense risikoen relatert til disse skjønnsmessige vurderingene. Jeg har lært at det er en nødvendighet å fokusere på flere metoder enn eksempelvis kun en DCF- analyse, der en eventuell komparativ analyse kan støtte opp om resultatene fra hovedanalysen. I praksis fant jeg dog ut at de fleste analytikerne benyttet en komparativ SOTP- analyse basert på multipler som grunnleggende verdsettelsesmetode, trolig grunnet metodens utgangspunkt i observerbare markedsstørrelser. Her virket DCF- analysen å fungere som supplement til den komparative analysen.

Regnskapsanalysen viste at Salmar hadde lønnsomhetsmål på linje med, eller bedre enn bransjen, der soliditets- og likviditetsanalysene viste hittil sunne tilstander. Sentrale risikomomenter som sykdom og prisfluktuasjoner i valuta og laksepris ble håndtert ved henholdsvis vaksinasjon og derivatbruk.

Viktige funn fra den eksterne analysen gikk på etableringshindre for nye aktører ved høye investeringskostnader, en lang læringskurve samt fleksibilitetsutfordringer som generelt ledet mot mindre fleksibel produksjon enn for de store og etablerte aktørene. Bransjen hadde i de siste årene blitt betydelig konsolidert, der fôrproducentene opplevde betydelig markedsmakt på bakgrunn av en større konsolidering enn lakseoppdrettsbransjen. Den påfølgende ressursbaserte analysen viste at Salmar hadde interne fordeler som innovasjon grunnet anlegg som Innovamar, og størrelse, som ga kilder til varig konkurransefortrinn og ekstraordinær lønnsomhet. Resultatene fra den strategiske analysen ble benyttet i prediksjon av selskapets framtidige prestasjoner for DCF- analysen. Her ble det på bakgrunn av bransjerepresentasjonen og den strategiske analysen blant annet predikert årlig vekst i produksjonsvolum, økte fôrkostnader og årlig reduksjon i andre kostnader grunnet en mer effektiv produksjon i kapittelet forecast og antagelser.

Ved å utarbeide WACC kunne framtidige kontantstrømmer tilbakediskonteres ved DCF- modellen til en aksjekurs 30.04.13 på 81,37 NOK. Dette lå over dagens verdi av aksjen på 58,00 NOK. Jeg testet etter anbefaling fra Marius Gaard sensitiviteten i modellen for forandringer i sentrale faktorer, der jeg fant at særlig lakse- og fôrpris, volum og nivå på valutaen var sentrale for aksjekursen. Den komparative analysen støttet opp om resultatene fra DCF- modellen om at kursen burde ligge over dagens nivå, med en teoretisk verdi rundt 74,16 NOK. Dette ble videre bekreftet av Kjetil Lye fra Handelsbanken der han i sin rapport fikk en kursanbefaling på 73,00 NOK, på bakgrunn av en DCF- og en komparativ analyse. Her benyttet han seg dog av et høyere avkastningskrav, der jeg med tilsvarende diskonteringsrate på 8,4 % ville fått en kurs lik omtrent 72,00 NOK, en kurs svært nær Lyes.

15. Begrensninger ved oppgaven

En begrensning ved denne utredningen er at jeg opererer fra et eksternt ståsted, med mangel på primærdata. Dette er likevel tilfellet for de fleste analytikere og studenter med verdsettelse som valgte utredning. I et forsøk på å begrense denne ulempen, har jeg hatt kontakt med analytikere, som jevnt over har hatt større innsikt i bransjen og selskapet enn meg. Det eksisterer samtidig et usikkerhetsmoment knyttet til DCF- analysen. Som vi så i sensitivitetsanalysen er verdien sensitiv til forandringer i de ulike nøkkelvariablene som lakse- og fôrpris, volum og nivå på valutaen. I tillegg vil et potensielt annet avkastningskrav påvirke total verdi. Vi så at Lye fra Handelsbanken benyttet seg av en WACC på 8,4 %, og jeg selv tok bruk av et krav på 6,3 %. Vi husker her at med Lyes avkastningskrav ville potensiell kurs ligge på omtrent 72,00 NOK.

Kildeliste

BELLONA: Bellona.no – *"Lakselus"*,

http://www.bellona.no/Havbruksweb/Tema_havbruk/Lakselus

BOYE, Knut, KOEKEBAKKER, Steen (2006) – *"Kapitalverdimodellen- tips til praktisk implementering"*.

BØHREN, Øyvind, GJÆRUM, Per Ivar (2009) - *"Prosjektanalyse: Investering og finansiering"*, Fagbokforlaget

BØHREN, Øyvind, MICHALSEN, Dag (2010) - *"Finansiell økonomi: teori og praksis"*, 3.utg., Fagbokforlaget

CERMAQ (2012) – *"Cermaq Annual Report 2012"*,

<http://www.cermaq.com/portal/wps/wcm/connect/cermagen/home/investor/financial+reports/Annual+reports>

DAMODARAN, Aswath (2002) - *"Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset"*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc.

FISH POOL: Fishpool.no- *"Spot- og forwardprisstatistikk"*,
<http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=forwardone.asp&pagelid=45>

GRIEG SEAFOOD (2012) – *"Grieg Seafood 2012 Annual Report"*,
http://www.griegseafood.no/financial_english.aspx?pagelid=71

HANDELSBANKEN CAPITAL MARKETS (2013) - *"Salmar Report April 2013"*

HANDELSBANKEN CAPITAL MARKETS (2013) – *"Salmon Farming Sector Report, April 2013"*

INVESTOPEDIA: Investopedia.com - *"Cleaning up Dirty Surplus Items on the Income Statement"*,
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/09/accounting-for-dirty-surplus.asp> , hentet 5. mai 2013

KNIVSFLÅ, Kjell Henry (2009)- *"Forelesningsnotater: likviditetsrisiko og konkursrisiko, Regnskapsanalyse og nøkkeltall, Regnskapsanalyse, Forholdstallsanalyse, Avkastningskrav, Analyse av lønnsomhet"*, Strategisk Regnskapsanalyse, Norges Handelshøyskole

KOLLER, Tim, GOEDHART Marc, WESSELS David (2010) - *"Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies"*, 5thed., McKinsey & Company

KRISTOFFERSEN, Trond (2005) - *"Årsregnskapet: en grunnleggende innføring"*, 2.utg., Fagbokforlaget

LERØY SEAFOOD (2012)- *"Lerøy Seafood Annual Report 2012"*,
<http://www.leroyseafood.com/en/Investor/Reports/Annual-reports/>

MARINE HARVEST (2012) - *"Marine Harvest Group 2012 Annual Report"*,
<http://www.marineharvest.com/en/Investor1/Reports/>

MARINE HARVEST (2012) *"Salmon Farming Industry Handbook 2012"*,
<http://www.marineharvest.com/en/Investor1/Industry-Handbook-/>

MARINE HARVEST (2012) *"Salmon Farming Industry Handbook 2013"*,
<http://www.marineharvest.com/en/Investor1/Industry-Handbook-/>

NETFONDS: Netfonds.com – “Aksjekurshistorikk OSEBX og Salmar ASA”,

<http://www.netfonds.no/quotes/ppaper.php?paper=OSEBX.OSE>

<http://www.netfonds.no/quotes/ppaper.php?paper=SALM.OSE>, hentet 30.april 2013

NORGES BANK: [Norges- bank.no](http://www.norges-bank.no) - “Rentestatistikk”, [http://www.norges-](http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/)

[bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/](http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/), hentet 10. April.2013

NORGES BANK (2013) – “Pengepolitisk rapport: med vurdering av finansiell stabilitet”,

http://www.norges-bank.no/pages/93632/PPR_1_13.pdf

OSLO BØRS: Oslobors.no - “Aksjekurshistorikk OSEBX og Salmar ASA”,

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?newt_ticker=OSEBX

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=SALM

REUTERS: Reuters.com – “Financials Salmar ASA”,

<http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=SALM.OL>, hentet 5.

mai2013

ROOS, Göran, KROGH, Georg Von, ROOS, Johan, FERNSTRÖM, Lisa (2007) - “Strategi: en innføring”, 4.utg., Fagbokforlaget

SALMAR (2008) – “Salmar Annual Report 2008”, <http://salmar.no/Investor/Reports/Annual-reports>

SALMAR (2009) – “Salmar Annual Report 2009”, <http://salmar.no/Investor/Reports/Annual-reports>

SALMAR (2010) – “Salmar Annual Report 2010”, <http://salmar.no/Investor/Reports/Annual-reports>

SALMAR (2011) – “Salmar Annual Report 2011”, <http://salmar.no/Investor/Reports/Annual-reports>

SALMAR (2012) – “*Salmar Annual Report 2012*”, <http://salmar.no/Investor/Reports/Annual-reports>

SALMAR (2007- 2012) – “*Salmar Quarterly report 2007-2012*”, (Hentet fra Q1 2007 til og med Q4 2012), <http://salmar.no/Investor/Reports/Quarterly-reports>

SALMAR (2012) - “*Salmar ASA: The Salmar Story, September Outlook*”, <http://salmar.no/Investor/Presentations>, hentet 25. februar 2013.

SALMAR (2013) – “*Salmar ASA: North Atlantic Seafood Conference*”, <http://salmar.no/Investor/Presentations>, hentet 20.mars 2013

STOKKE Eirik, ABELSEN, Mats S., JOHNSEN, Kristian W. (2012), “*Verdsettelse av Salmar ASA*”

WRIGHT, Brian (2011) – “*Computing tutorials 1,3,4,5,6,7, M & A and Valuation, FIE437*”, Norges Handelshøyskole

Appendix

Sammenheng pris/volum

Sammenheng pris/volum		
År	Global tilbudsvekst	Forandring i gj.sn. pris FCA
00-01	13 %	-27 %
01-02	7 %	-8 %
02-03	8 %	-4 %
03-04	6 %	11 %
04-05	4 %	18 %
05-06	2 %	24 %
06-07	10 %	-21 %
07-08	7 %	3 %
08-09	-2 %	18 %
09-10	-1 %	24 %
10-11	12 %	-19 %

Arbeidskapital

Kortsiktig gjeld og omløpsmidler											
1000NOK	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791		4 958 921	5 284 582	5 287 602	4 965 680	5 114 650
COGS	922 016	1 162 445	1 898 698	2 373 168	2 715 056		2 344 756	2 368 157	2 403 527	2 452 853	2 504 195
Kortsiktig banklån	183 999	118 073	51 431	501 754	596 288		703 232	749 415	749 843	704 191	725 317
l % av DI	11 %	5 %	1 %	13 %	14 %	9 %	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %
Leverandørgjeld	133 022	204 394	351 042	412 802	762 765		892 606	951 225	951 768	893 822	920 637
l % av DI	8 %	9 %	10 %	11 %	18 %	11 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %
Betalbar skatt og avgift	65 408	166 003	196 111	119 379	50 200		206 537	220 101	220 226	206 819	213 023
l % av DI	4 %	7 %	6 %	3 %	1 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Annen kortsiktig gjeld	59 837	43 627	106 845	126 195	153 515		148 768	158 537	158 628	148 970	153 440
l % av DI	3 %	2 %	3 %	3 %	4 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Inventar	1069222	1114694	1709907	1648723	2289895		2529050	2695137	2696677	2532497	2608472
l % av DI	62,4 %	46,9 %	49,9 %	43,0 %	54,5 %	51 %	51 %	51 %	51 %	51 %	51 %
Fordringer	182752	325402	545973	650273	906445		843017	898379	898892	844166	869491
l % av DI	11 %	14 %	16 %	17 %	22 %	16 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %

Resultatregnskap

Resultatregnskap Salmar ASA

1000 NOK	2008	2009	2010	2011	2012
Salgsinntekter	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 800 204	4 180 414
Andre driftsinntekter	10 014	1 042	29 564	33 299	24 377
Totale driftsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791
Forandringer inventar og biologiske eiendeler	-103 844	-25 567	-401 629	-395 900	-390 297
Merverdi varelager (fra oppkjøp)	9 303	-	33 587	20 259	-
Materialkostnader	922 016	1 162 445	1 898 698	2 373 168	2 715 056
Lønn og personalkostnader	240 393	265 517	313 290	391 745	483 215
Avskrivninger	55 225	66 578	93 962	132 000	169 621
Nedskrivninger	-	11 600	1 668	543	547
Andre driftskostnader	253 701	311 973	517 067	705 891	885 983
Totale driftskostnader	1 376 794	1 792 546	2 456 643	3 227 705	3 864 125
Operasjonell EBIT	337 462	584 758	972 789	605 797	340 666
Verdijustering biomasse	-32 996	-4 624	184 659	-368 098	290 417
Tapskontrakter	-	-	-3 635	-	-
Ekstraordinære biologiske el.	-	-	-	-60 070	-54 614
Ekstraordinære verdijusteringer	-	-	-	-	62 390
EBIT	304 466	580 134	1 153 813	177 629	638 859
FIANSIELLE INNTEKTER OG KOSTNADER					
Inntekt på investering i tilknyt. selskaper	12 248	56 769	147 365	97 999	93 909
Renteinntekter	3 485	330	5 639	5 276	2 956
Finansinntekter	364	30 066	18 495	2 774	50 177
Renteutgifter	72 178	32 078	49 597	98 791	150 224
Finansutgifter	13 683	1 119	14 931	24 410	27 173
Netto finansposter	-69 764	53 968	106 972	-17 152	-30 355
EBT	234 702	634 102	1 260 785	160 477	608 504
Skatt	65 874	163 217	302 667	13 106	127 062
Årsresultat	168 828	470 885	958 118	147 371	481 442

Balanse Salmar

Balanse	Salmar					
1000 NOK - EIENDELER	2007	2008	2009	2010	2011	2012
LANGSIKTIGE EIENDELER						
Immaterielle eiendeler						
Lisenser patenter etc	845 178	914 116	935 916,00	1 315 218,00	1 483 752,00	1 702 152,00
Goodwill	197 965	196 932	205 458	372 710	433 348	433 348,00
Totale Immaterielle eiendeler	1 043 143	1 111 048	1 141 374	1 687 928	1 917 100	2 135 500
PP&E						
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	58 342	66 864	102 624	179 364	206 409	233 732,00
Maskiner, anlegg og biler	273 569	319 847	403 979	636 720	845 581	947 824,00
Annet PP&E	16 311	29 374	26 684	55 951	74 455	87 247,00
Total PP&E	348 222	416 085	533 287	872 035	1 126 445	1 268 803
LANGSIKTIGE FINANSIELLE EIENDELER						
Investeringer i tilknyt. Selskaper	258 203	257 615	268 508	866 809	918 868	948 575,00
Investeringer i verdipapirer	1 001	975	1 025	1 426	762	15 760,00
Pensjonsfond	1 766	1 637	4 904	3 901	2 023	2 492,00
Andre fordringer	5 316	5 485	12 720	12 276	4 609	4 029
Totale langsiktige finansielle eiendeler	266 286	265 712	287 157	884 412	926 262	970 856
Totale langsiktige eiendeler	1 657 651	1 792 845	1 961 818	3 444 375	3 969 807	4 375 159
OMLØPSMIDLER						
Biologiske eiendeler	905 675	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788	1 986 213
Inventar	63 979	97 768	103 176	128 973	227 935	303 682
Totalt inventar	969 654	1 069 222	1 114 694	1 709 907	1 648 723	2 289 895
FORDRINGER						
Kundefordringer	147 193	148 596	252 155	409 707	505 280	660 944
Moderselskap fordringer	165	552	84			
Andre fordringer	37 785	33 604	73 163	136 266	144 993	245 501
Totale fordringer	185 143	182 752	325 402	545 973	650 273	906 445
Kontanter og kontantekvivalenter	47 809	23 541	148 424	107 062	47 621	55 336
Total omløpsmidler	1 202 606	1 275 515	1 588 520	2 362 942	2 346 617	3 251 676
TOTALE EIENDELER	2 860 257	3 068 360	3 550 338	5 807 317	6 316 424	7 626 835

1000 NOK - EGENKAPITAL OG GJELD	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EGENKAPITAL						
INNBETALT EGENKAPITAL						
Aksjekapital	25 750	25 750	25 750	25 750	25 750	28 325
Egne aksjer	-	-150	-350	-350	-325	-325
Overkursfond	112 880	112 880	112 880	112 880	112 880	415 286
Annen innbetalt egenkapital	6 547	15 550	20 454	25 685	38 337	49 957
Totalt innbetalt egenkapital	145 177	154 030	158 734	163 965	176 642	493 243
OPPTJENT EGENKAPITAL						
Disposisjonsfond	1 141 501	1 160 184	1 540 158	2 187 391	1 915 741	2 338 170
Totalt opptjent egenkapital	1 141 501	1 160 184	1 540 158	2 187 391	1 915 741	2 338 170
Ikke kontrollerende interesser	649	898	914	118 011	122 228	136 300
TOTAL EGENKAPITAL	1 287 327	1 315 112	1 699 806	2 469 367	2 214 611	2 967 713
GJELD						
Langsiktig gjeld						
Pensjonsforpliktelser	4 507	5 233	5 784	1 714	1 213	528
Utsatt skatt	460 067	481 813	498 508	761 633	738 475	872 398
Banklån	687 336	758 171	746 071	1 760 567	2 028 537	2 098 240
Finansielle leieforpliktelser	77 319	65 764	68 070	108 606	173 460	125 188
Total langsiktig gjeld	1 229 229	1 310 981	1 318 433	2 632 520	2 941 685	3 096 354
KORTSIKTIG GJELD						
Kortsiktig banklån	88 394	183 999	118 073	51 431	501 754	596 288
Leverandørgjeld	98 713	133 022	204 394	351 042	412 802	762 765
Betalbar skatt	89 867	46 271	146 293	148 088	66 399	7 008
Betalbare offentlige avgifter	22 076	19 137	19 710	48 023	52 980	43 192
Annen kortsiktig gjeld	44 652	59 837	43 627	106 845	126 195	153 515
Total kortsiktig gjeld	343 702	442 266	532 097	705 429	1 160 130	1 562 768
TOTAL GJELD	1 572 931	1 753 247	1 850 530	3 337 949	4 101 815	4 659 122
TOTAL EGENKAPITAL OG GJELD	2 860 258	3 068 359	3 550 336	5 807 316	6 316 426	7 626 835
Netto rentebærende gjeld						
<i>Netto rentebærende gjeld</i>	805240	984 393	783 790	1 813 542	2 656 130	2 764 380
<i>Langs. Rentebærende gjeld</i>	764655	823 935	814 141	1 869 174	2 201 197	2 223 428
<i>Kontant og kontantekvivalenter</i>	47809	23 541	148 424	107 062	47 621	55336
Korts Rentebærende gjeld	88 394	183 999	118 073	51 430	502 554	596 288