



SalMar ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

av

Lovise Nyvoll og Sigurd Lilje

Veileder: Kjell Henry Knivsfå

Selvstendig arbeid innen Strategi og Ledelse og Økonomisk Styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med mastergradutredningen har vært å estimere egenkapitalverdien til SalMar ASA per 02.05.2016. Vi har utført fundamental verdsettelse for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold, samt benyttet oss av multiplikatormodellen som supplerende verdsettelse. Vi har utført strategisk analyse og regnskapsanalyse av SalMar og oppdrettsbransjen, som har gitt innsikt i makroforhold, bransjeforhold og selskapsforhold. Vi konkluderer med at det foreligger en bransjefordel i oppdrettsbransjen grunnet et konsesjonssystem som begrenser konkurransen. SalMar har et konkurransefortrinn ved produksjonsanlegget InnoMar og deres innovasjonsevne, men også en marginal konkurranseulemp ved å være lokalisert i områder med høy konsentrasjon av lakselus.

Med innsikt fra overnevnte analyser har vi utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidskrav for SalMar. På kort sikt forventes den strategiske fordelene å øke på grunn av bransjeforhold; få og mektige aktører kombinert med høye inngangsbarrierer i form av konsesjoner. På mellomlang sikt vil fordelene reduseres noe. Det skyldes en svak reduksjon i bransjefordelen, samtidig som at ressursfordelene til SalMar jevnes mot bransjegjennomsnittet, siden det ikke gir opphav til varige konkurransefortrinn.

På lang sikt forventes en varig, men svak strategisk fordel. Oppmykninger i konsesjonssystemet på grunn av teknologiske eller medisinske løsninger vil øke konkurransen og redusere lønnsomheten. Konsesjonsverdien for oppdrett vil derimot ikke forsvinne, da det fortsatt vil være konsesjonskrav for oppdrett. Oppmykningen gir grunnlag for produksjonsvekst som har positiv innvirkning på lang sikt.

Ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden utledet vi to ulike verdiestimer, som ble konvertert mot et endelig fundamentalt verdiestimat. Forventet verdiestimat ved forutsetning om videre drift er på 20 925 007 000 kr, med tilhørende aksjekurs på 184,7 kr. Det fundamentale pris/bok-forholdet på 4,1 tar høyde for den strategiske fordelene i fremtiden.

Det foreligger usikkerhet i verdiestimatet som ble analysert ved sensitivitetsanalyser og Monte Carlo simuleringer, samt justering for konkurrisiko. Det fundamentale verdiestimatet ble vektet med det supplerende estimatet på 215,6 kr, til en verdi på 194,7 kr per aksje. Kurs per 02.05.2016 var på 199,5 kr. Med 10 % feilmargin utsetter vi en hold-anbefaling for aksjen til SalMar den 02.05.2016.

Forord

Masterutredningen er skrevet som et avsluttende ledd i masterstudiet ved Norges Handelshøyskole.

Vi synes arbeidet med masteroppgaven har vært lærerikt. Det har gitt oss både strategisk innsikt og regnskapsmessig forståelse av SalMar og oppdrettsbransjen. Vi har funnet det interessant å få bruke kunnskaper fra ulike fagområder i masteroppgaven. Vi mener at kombinasjonen med masterprofiler innen strategi og ledelse og økonomisk styring har resultert i en innholdsrik masterutredning.

Vi ønsker spesielt å takke vår veileder Kjell Henry Knivsflå for gode tilbakemeldinger og konstruktive innspill.

Vi ønsker også å takke venner og familie for støtte i studietiden.

Bergen, Juni 2016

Lovise Nyvoll

Sigurd Lilje

Innhold:

1	Innledning.....	11
1.1	Målsetning	11
1.2	Avgrensning	11
1.3	Struktur.....	11
2	Presentasjon av SalMar og oppdrettsbransjen i Norge	12
2.1	SalMar ASA	12
2.1.1	Nøkkelinformasjon	12
2.1.2	Utvikling	13
2.1.3	Aksjekurs	13
2.1.4	Strategi	14
2.1.5	Produksjonsanlegget InnovaMar	14
2.1.6	Innovasjon i SalMar	15
2.2	Oppdrettsbransjen i Norge	15
2.2.1	Bransjedefinisjon	15
2.2.2	Norsk oppdrett	16
2.2.3	Produksjonsprosess	18
2.2.4	Kostnadsstruktur	19
2.2.5	Eksport av norsk laks	20
2.2.6	Bransjeutsikter og makroforhold	20
2.2.6.1	Politisk påvirkning	20
2.2.6.2	Økonomiske faktorer.....	21
2.2.6.3	Sosiokulturelt	24
2.2.6.4	Teknologi og innovasjon.....	25
2.2.6.5	Miljø.....	25
2.2.6.6	Juridisk	27
2.2.6.7	Innovasjonsevne	28
2.2.7	Presentasjon av sammenliknbare selskaper	29
2.2.7.1	Marine Harvest.....	29
2.2.7.2	Lerøy Seafood Group	30
2.2.7.3	Grieg Seafood.....	30
2.2.7.4	Norway Royal Salmon	31

2.3	SalMar sitt avvik fra gjennomsnittsvirksomheten.....	31
3	Valg av verdsettelsesteknikk.....	35
3.1	Ulike verdsettelsesteknikker	35
3.1.1	Fundamental Verdsettelse.....	35
3.1.2	Komparativ verdsettelse.....	36
3.1.3	Opsjonsbasert verdsettelse	37
3.2	Valg av verdsettelsesteknikk for SalMar	37
3.3	Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	39
4	Strategisk analyse	40
4.1	Rammeverk for strategisk analyse	41
4.2	Ekstern bransjeorientert analyse.....	42
4.2.1	Makroanalyse - PESTEL	42
4.2.1.1	Politiske faktorer	42
4.2.1.2	Økonomiske faktorer.....	43
4.2.1.3	Sosiokulturelle faktorer:.....	45
4.2.1.4	Teknologiske Faktorer.....	45
4.2.1.5	Miljømessige faktorer	46
4.2.1.6	Juridiske faktorer.....	46
4.2.1.7	Oppsummering PESTEL- makroanalyse	47
4.2.2	Bransjespesifikk analyse - Porters femkraftsmodell.....	48
4.2.2.1	Trussel fra nye aktører:	48
4.2.2.2	Substitutter	49
4.2.2.3	Kunder.....	50
4.2.2.4	Leverandører	51
4.2.2.5	Intern rivalisering i bransjen	51
4.2.2.6	Delkonklusjon Porter- bransjeanalyse.....	52
4.3	Intern ressursbasert analyse.....	53
4.3.1	Valg av ressurser.....	55
4.3.1.1	Produksjonsanlegget InnovaMar.....	55
4.3.1.2	Lokasjonsvalg i Norge	55
4.3.1.3	Innovasjonsevne	55
4.3.2	Analyse	55

4.3.2.1	Produksjonsanlegget InnovaMar	55
4.3.2.2	Lokasjonsvalg i Norge	56
4.3.2.3	Innovasjonsevne	57
4.3.3	Delkonklusjon ressursbasert analyse:	59
4.4	Oppsummering strategisk analyse og risikoelementer:.....	59
4.4.1	Oppsummering av strategiske risikofaktorer på kort, mellomlang og lang sikt	61
4.5	Strategisk vekstanalyse	62
5	Regnskapsanalyse	64
5.1	Rammeverk og praktiske valg	64
5.1.1	Valg av analysenivå	64
5.1.2	Valg av analyseperiode	65
5.1.3	Valg av komparative selskaper	65
5.2	Presentasjon av rapporterte tall	66
5.3	Omgruppering av regnskap	68
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet	68
5.3.1.1	Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	68
5.3.1.2	Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat	69
5.3.1.3	Steg 3: Trekk ut det unormale for å finne det normale	70
5.3.1.4	Steg 4: Fordeling av skattekostnaden på alle resultat.	72
5.3.2	Omgruppering av balansen	73
5.3.2.1	Steg 1: Sette eventuelt avsatt utbytte til egenkapital.....	74
5.3.2.2	Steg 2: Klargjør drift og finans i totalbalansen	74
5.3.2.3	Steg 3: Omgruppere totalkapitalen til sysselsatt kapital	77
5.3.2.4	Steg 4: Omgjøre sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	78
5.4	Oversikt over omgruppert resultat og balanse.....	79
5.5	Analyse av målefeil og justering	80
5.5.1	Målefeil	80
5.5.2	Biologiske eiendeler.....	81
5.5.3	Effekt av justeringer i resultatregnskapet	81
5.5.4	Forskning og utvikling (FOU)	81
5.6	Omgruppert og justert resultat og balanse for SalMar	82

5.7	Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	84
6	Analyse av risiko.....	85
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse.....	85
6.1.1	Likviditetsgrad 1	85
6.1.2	Likviditetsgrad 2	86
6.1.3	Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	87
6.1.4	Analyse av rentedekningsgrad	88
6.1.5	Fri kontantstrøm til egenkapital	89
6.1.6	Oppsummering likviditetsanalyse.....	89
6.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse.....	90
6.2.1	Egenkapitalprosent.....	90
6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	91
6.2.3	Finansieringsstruktur.....	92
6.2.4	Oppsummering soliditetsanalyse	93
6.3	Syntetisk rating.....	93
7	Avkastningskrav	97
7.1	Egenkapitalavkastningskrav	97
7.1.1	Risikofri rente	97
7.1.2	Risikopremie	98
7.1.3	Egenkapitalbeta.....	99
7.1.4	Illikviditetspremie	101
7.2	Gjeldskrav til netto finansiell gjeld	101
7.2.1	Krav til avkastning på finansiell gjeld:	102
7.2.2	Krav til avkastning på finansielle eiendeler.....	102
7.2.3	Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	103
7.2.4	Beta til finansiell gjeld	103
7.2.5	Beta til finansielle eiendeler.....	104
7.2.6	Netto finansiell gjeldsbeta.....	104
7.3	Krav til netto driftskapital	105
8	Analyse av lønnsomhet.....	107
8.1	Strategisk fordel	107

8.2	Strategisk fordel dekomponert drift og finansiering	108
8.3	Dekomponering av driftsfordel	109
8.3.1	Bransjefordel.....	109
8.3.2	Ressursfordel.....	110
8.3.2.1	Marginfordel.....	110
8.3.2.2	Omløpsfordel.....	111
8.3.3	Gearingfordel	112
8.4	Finansieringsfordel – superrente og gearing	113
8.5	Oppsummering – historisk superrentabilitet	114
9	Fremtidsregnskap.....	116
9.1	Rammeverk for fremtidsregneskap	116
9.2	Valg av budsjetthorisont og detaljnivå.....	116
9.3	Analyse og budsjettering av driftsinntekstvekst.....	118
9.3.1	Strategisk vekstanalyse	118
9.3.2	Laksepris	119
9.3.3	Produksjonsvolum.....	119
9.3.4	Endelig estimat av fremtidig driftsinntekstvekst	119
9.4	Analyse og budsjettering av andre budsjett drivere	120
9.4.1	Omløpet til netto driftseiendeler	120
9.4.2	Netto driftsresultatet.....	121
9.4.3	Finansiell gjeldsdel	122
9.4.4	Finansiell eiendelsdel.....	123
9.4.5	Netto finanskostnad og netto finansinntekt.....	123
9.4.6	Minoritetsdel	124
9.4.7	Minoritetsrentabilitet.....	125
9.5	Fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fri kontantstrøm.....	126
9.6	Analyse av fremtidsregnskap	127
10	Fremtidskrav og strategisk fordel.....	128
10.1	Egenkapitalkrav og minoritetskrav	128
10.1.1	Risikofri rente etter skatt.....	128
10.1.2	Markedsrisikopremien	128

10.1.3	Finansielle betaverdier	129
10.1.3.1	Finansiell gjeldsbeta	129
10.1.3.2	Finansiell eiendelsbeta.....	129
10.1.3.3	Netto finansiell gjeldsbeta	130
10.1.4	Netto driftsbeta.....	130
10.1.5	Oppsummering av egenkapitalkrav og minoritetskrav	131
10.2	Krav til netto driftskapital - WACC.....	131
10.2.1	Finansielt gjeldskrav	131
10.2.2	Finansielt eiendelskrav.....	132
10.2.3	Netto finansielt gjeldskrav	132
10.2.4	Netto driftskrav, WACC	132
10.3	Analyse av strategisk fordel	133
11	Fundamental verdsettelse	135
11.1	Fundamental verdsettelse	135
11.2	Egenkapitalmetoden	136
11.2.1	Fri kontantstrøm til egenkapitalen-modellen	136
11.2.2	Superprofittmodellen	136
11.3	Selskapskapitalmetoden	137
11.3.1	Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen.....	137
11.3.2	Superprofittmodellen	138
11.4	Konvergeringsprosess	139
11.5	Analyse av usikkerhet	139
11.5.1	Konkurssannsynlighet.....	140
11.5.2	Sensitivitetsanalyse	140
11.5.3	Simulering.....	141
11.5.4	Fundamentalt Pris/Bok-forhold og Pris/fortjeneste-forhold	146
11.6	Oppsummering av fundamental verdsettelse	147
12	Supplerende verdsettelse.....	148
12.1	Komparativ verdsettelse	148
12.1.1	Multiplikatormodellen	148
12.1.1.1	Pris/Bok	149

12.1.1.2	Pris/Fortjeneste	149
12.1.1.3	EV/EBITDA	149
12.1.1.4	EV/Slaktet volum	150
12.2	Utregning av multiplikatorer	151
12.3	Verdi av egenkapital, VEK	152
12.4	Komparativ handlingsstrategi	153
12.5	Vektet estimat av fundamental verdi og komparativ verdi	153
13	Oppsummering og handlingsstrategi.....	154
13.1	Oppsummering	154
13.2	Handlingsstrategi.....	156
14	Tabelloversikt.....	157
15	Figurliste.....	159
16	Referanser	161

1 Innledning

1.1 Målsetning

Målsetningen med mastergradsutredelsen er å beregne egenkapitalverdien til SalMar ASA per 02.05.2016. Vi vil sammenligne vårt verdiestimat med børskursen, og konkludere om SalMar ASA er under- eller overpriset. Verdiestimatet vil være grunnlaget for vår anbefalte handlingsstrategi. Verdiestimatet vil være preget av usikkerhet som følge av signifikante risikoelementer.

1.2 Avgrensning

Informasjonsinnhenting begrenses til offentlig tilgjengelig informasjon, da vi utfører utredningen fra en investororientert synsvinkel. Første kvartalsrapport blir tilgjengelig 11.05.2016, og våre analyser baseres dermed på årsrapporter til og med 2015 og markedsinformasjon per 02.05.2016. Det utføres dermed ikke «trailing».

1.3 Struktur

Opgaven deles inn i tre deler. I første del inngår kapitlene to til fire. I kapittel to presenteres fakta om SalMar, oppdrettsbransjen og relevante makroforhold. I kapittel tre presenteres teori om verdsettelsesteknikker, samt vårt valg av verdsettelsesteknikk.

Kapittel fire er en strategisk analyse av eksterne- og interne forhold. For å presisere skillet mellom fakta og våre subjektive analyser, er kapittel to og tre faktabasert. Kapittel fire er subjektive analyser basert på faktagrunnlaget i kapittel to og tre.

Den andre delen omhandler kapitlene fem til syv. I kapittel fem utføres regnskapsanalyse, mens det i de påfølgende kapitlene utføres analyse av risiko, historisk avkastningskrav og analyse av lønnsomhet.

Den tredje delen inkluderer kapitlene 9 til 12. I kapittel 9 utredes fremtidsregnskap og fremtidsbudsjett, mens kapittel 10 redegjør for fremtidskrav. I kapittel 11 fremstilles den fundamentale verdsettelsen. I kapittel 12 utføres en komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen. Oppsummering av funn og konklusjon fremsettes i kapittel 13. Regnskapstallene i oppgaven fremgår i 1000 NOK.

2 Presentasjon av SalMar og oppdrettsbransjen i Norge

Vi vil i dette kapittelet introdusere SalMar, og deretter presentere oppdrettsbransjen og relevante makroomgivelser. I slutten av kapittelet vil vi presentere komparative virksomheter, definere gjennomsnittsvirksomheten i bransjen, samt redegjøre for hvilke måter SalMar avviker fra gjennomsnittet.

2.1 SalMar ASA

2.1.1 Nøkkelinformasjon

SalMar ASA er det nest største oppdrettsselskapet i Norge, med en markedsverdi på 22,3 milliarder NOK per 02.05.2016 (Oslo Børs, 2016). SalMar ble grunnlagt i 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag, hvor hovedkontoret ligger i dag. Selskapet har omlag 1000 ansatte (SalMar, 2016a).

SalMar driver i hovedsak oppdrett i Norge, med 91 % av slaktet volum fra Norge og 9 % fra Storbritannia (SalMar, 2016a). I Norge har SalMar oppdrettsanlegg i Møre og Romsdal, Nord- og Sør Trøndelag, Troms og Finnmark. I tillegg har de slakteri- og videreforedlingsanlegg i Nord-Trøndelag og Møre og Romsdal. SalMar opererer i dag med 100 konsesjoner av totalt 1204 konsesjoner til å drive oppdrettsanlegg i norske farvann (SSB, 2015a). Vi viser til avsnitt 2.3 der SalMar analyseres relativt til bransjen.

I 2001 etablerte SalMar seg internasjonalt, ved å gå inn i et Joint Venture-samarbeid i Storbritannia. Samarbeidet er med Lerøy Seafood Group, hvor hver part eier 50 % (SalMar, 2016g). SalMar har i tillegg salg- og distribusjonskontor i Japan og Sør-Korea (SalMar, 2016a).



Figur 2:1 Geografisk inndeling av SalMar sin virksomhet (SalMar, 2015a)

2.1.2 Utvikling

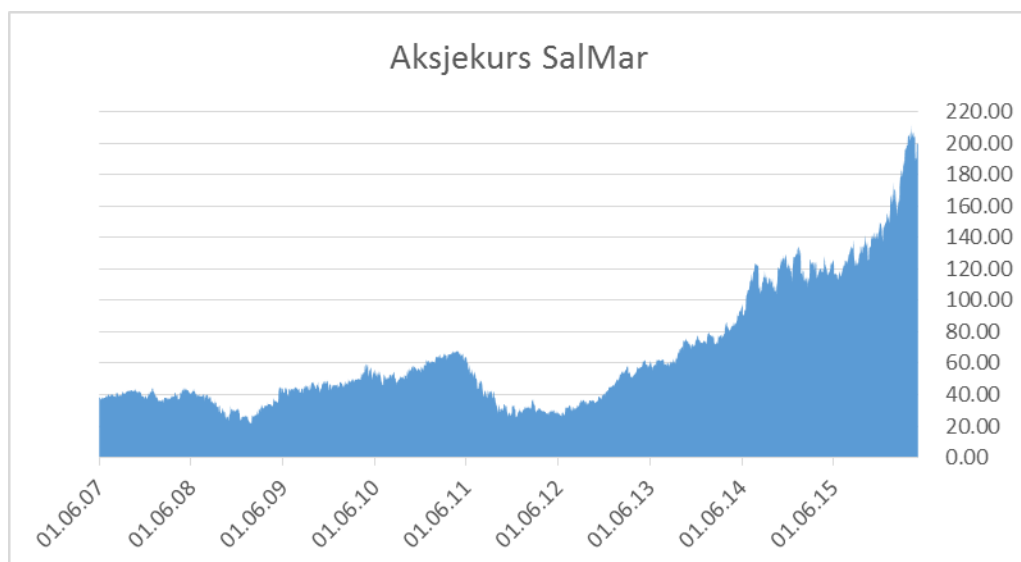
SalMar har utviklet seg fra å være konsentrert rundt prosessering av frossen laks, til å bli et vertikalt integrert oppdrettskonsern som dekker hele verdikjeden, foruten fôrproduksjon (SalMar, 2016b). SalMar har satset på investeringer i anlegg, kjøp av konsesjoner og oppkjøp av andre oppdrettsselskap (SalMar, 2016g).



Figur 2:2 SalMar sin oppstilling av verdikjeden (SalMar, 2015a)

2.1.3 Aksjekurs

I 2007 ble selskapet notert på hovedlisten til Oslo Børs. Aksjekursen har steget med et gjennomsnitt på 17 % i året siden 2008 og er på 199,5 NOK per 02.05.2016 (Oslo Børs, 2016). Selskapet betalte ikke utbytte i 2012 eller 2013, men betalte utbytte i 2014 og 2015 som utgjorde rundt 8,5 % av aksjeprisen (SalMar, 2016d). Hovedaksjonær er investeringselskapet Kverva AS, med 53,4 % av aksjene i selskapet. Kverva AS kontrolleres av Gustav Witzøe, grunnleggeren av SalMar, som også sitter i konsernledelsen til selskapet (SalMar, 2016a).



Figur 2:3 Aksjekurs for SalMar fra 2007 til 2016 (Oslo Børs, 2016)

2.1.4 Strategi

SalMar har målsetning om å være den mest kostnadseffektive lakseprodusenten i verden (SalMar, 2016c). SalMar sin visjon er «Passion for Salmon», med entydig fokus på fiskens betingelser i hvert ledd av produksjonsprosessen (SalMar, 2016c).

2.1.5 Produksjonsanlegget InnovaMar

I 2009 investerte virksomheten 550 millioner kroner i det høyteknologiske anlegget InnovaMar, for å sikre effektivitet i slakteri- og bearbeidingsleddet (SalMar, 2016e). InnovaMar utgjør hovedanlegget for slakting, og er lokalisert sammen med hovedkontoret på Kverva (SalMar, 2016a). Siden slakting av laks fordrer nærhet til oppdrettsanleggene utfører datterselskapet, Vikenco, slakting av laks i sørlige deler av Midt-Norge, og eksterne aktører slakting i Nord-Norge (SalMar, 2016a). Automatiseringen av prosesser gir lavere lønnskostnader og varekostnader. Bedre håndtering av laksen har gitt kvalitetsgevinster (Asche & Tveterås, 2011). Ved å ha store slaktevolum samlet på ett sted, gir det stordriftsfordeler, som fører til lavere enhetskostnader for virksomheten (SalMar, 2016f). I 2014 ble det ytterligere investert i ventemerder ved slakteriet for å øke fleksibiliteten til produksjonsanlegget (SalMar, 2015b). På byggets 17 500 kvadratmeter er det en samlet kapasitet til å håndtere 150 000 tonn oppdrettslaks per år (SalMar, 2016e).

2.1.6 Innovasjon i SalMar

SalMar har historisk fokusert innovasjon rundt biologisk produksjon og effektivitet i bearbeidingsleddet. SalMar er den første aktøren som har fått innvilget søknaden om utviklingskonsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2016). Gjennom datterselskapet Ocean Farming, skal havbasert oppdrett prøves ut med ny teknologi. Prosjektet har en kostnadsramme på 690 millioner kroner, og SalMar regner med å sette ut havbasert oppdrettslaks i løpet av sommeren 2017 (Rønningen, 2014).

Asche og Tveretaas (2011) trekker frem i sin forskning at SalMar trolig er innovasjonsleder i oppdrettsnæringen. I finanstalen fra 2015, som holdes i forbindelse med Regjeringens budsjettforslag, ble SalMar presentert som en innovativ foregangsbedrift av finansminister Siv Jensen. I et budsjettforslag preget formaninger om omstillingsevne, ble SalMar sin evne til å hente kunnskap fra offshorenæringen fremhevet, som tilrettelegger for vekst i fremtiden (Jensen, 2015).

2.2 Oppdrettsbransjen i Norge

2.2.1 Bransjedefinisjon

Å vurdere SalMar sine prestasjoner relativt til et bransjegjennomsnitt er en gjennomgående viktig del ved å utføre en verdivurdering, og det fordrer en presis bransjedefinisjon. Bransjedefinisjonen bør bestemmes ut i fra produktspekter og geografisk område (Porter, 2008, s. 91).

Oppdrettsvirksomhet med merder foregår flere steder i verden, hvor hvert land har råderett i sitt farvann. I vår bransjedefinisjon vil vi legge hovedvekt på norske oppdrettselskaper som opererer langs norskekysten. Tatt i betraktning at flere norske oppdrettsaktører opererer i andre land, vil vi inkludere norske oppdrettselskaper som også har virksomhet i andre steder enn norskekysten. Oppdrettsbransjen i Norge er primært rettet mot atlantisk laks, som i 2014 utgjorde 95 % av totalvolumet (SSB, 2016c). Oppdrett av regnbueørret står for rundt 5 %, mens oppdrett av andre fiskearter utgjør et marginalt omfang. Bransjedefinisjonen vil dermed innbefatte oppdrett av atlantisk laks, ørret og regnbueørret. Tatt i betraktning økningen av oppdrett av andre fiskeslag, vil vi ikke ekskludere selskaper som driver med det, såfremt det ikke utgjør deres kjernevirksomhet.

Vi definerer bransjen som *oppdrett av laks og ørret av norske selskaper i norske- og utenlandske farvann*.

I det påfølgende avsnittet vil vi presentere fakta om oppdrettsbransjen. Bakgrunnsinformasjonen vil anvendes i bransjeanalysen i kapittel 4.2.

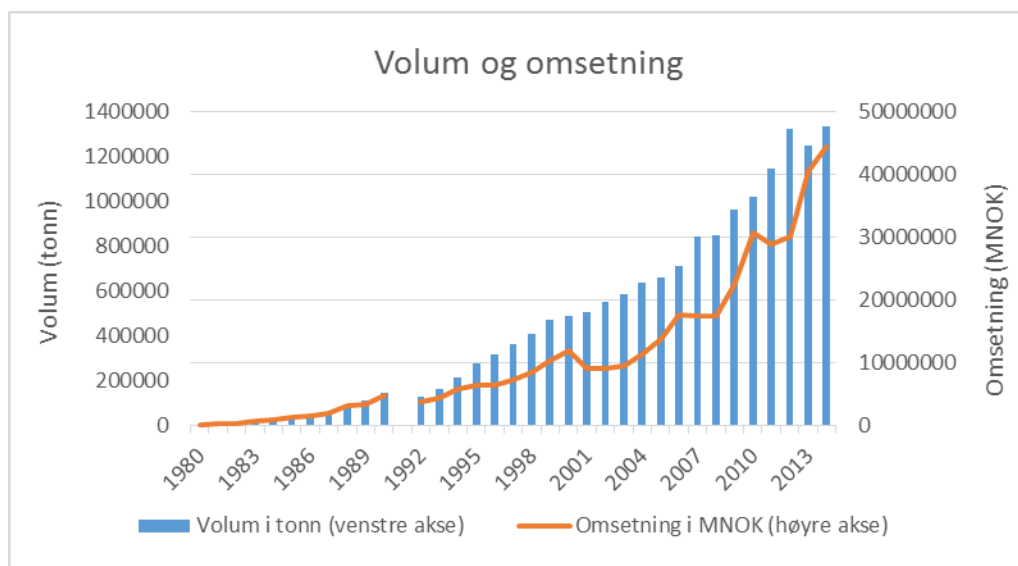
2.2.2 Norsk oppdrett

Oppdrettsnæringen i Norge ble etablert på 1970-tallet. En lang kystlinje med gunstige klimatiske forhold med ideell sjøtemperatur og gode havstrømforhold, har gjort norskekysten velegnet for oppdrett (Guttormsen, 2015). Norge er verdens største produsent av laks, og sto for 54 % av verdens produksjon i 2014, etterfulgt av Chile, Storbritannia og Canada (Guttormsen, 2015).

Atlantisk laks blir regnet som en produksjonseffektiv proteinkilde på grunn av en lav fôringsgrad relativt til storfe, kylling og svin. For å produsere 1 kg lakse, går det med 1,1 kg fôr, mens for kylling og storfe er andelen henholdsvis 2- og 10 kg (Kiernan, 2012). Siden 1970-tallet er trenden at produksjonskostnadene relativt sett har blitt billigere for oppdrett enn landbruk (Marine Harvest, 2015b).

For å sikre en bærekraftig produksjon ble oppdrettskonsesjoner innført i 1973, med en påfølgende permanent oppdrettslov i 1981 (Jakobsen, Berge, & Aarset, 2003). Figur 2.4 viser produksjonsøkningen fra 1980 til 2014. Som det fremgår har produksjonsvolumet hatt en sterkt økning i perioden. I 2015 utgjorde det totale produksjonsvolumet 1 079 100 tonn¹ (Marine Harvest, 2015b).

¹ Totale produksjonstall for norsk oppdrettsbransje for 2015 er hentet fra Marine Harvest Handbook (2015) på grunn av at Statistisk Sentralbyrå ikke publiserer produksjonstallene før 28.10.2016.



Figur 2:4 Volum og omsetning for norsk oppdrettsnæring (SSB, 2016c)

Fra 1995 til 2012 var den gjennomsnittlige årlige veksten i verdiskapning for oppdrettsnæringen 15,4 %, mens for industrien var den 1,5 % (Guttormsen, 2015). Nordland er i dag det største fylke for oppdrett i Norge, etterfulgt av Hordaland og Troms (Guttormsen, 2015). Som vist i figur 2.5 har oppdrettsnæringen hatt en volatil produksjonsvekst. På 1970- og 1980-tallet var det ikke uvanlig med årlige vekstrater over 60 %. Siden starten på 2000-tallet har produksjonsveksten moderert seg, og variert mellom 0 til 20 % årlig, med et gjennomsnitt på 8,8 % fra 2004 til 2014 (SSB, 2016c).

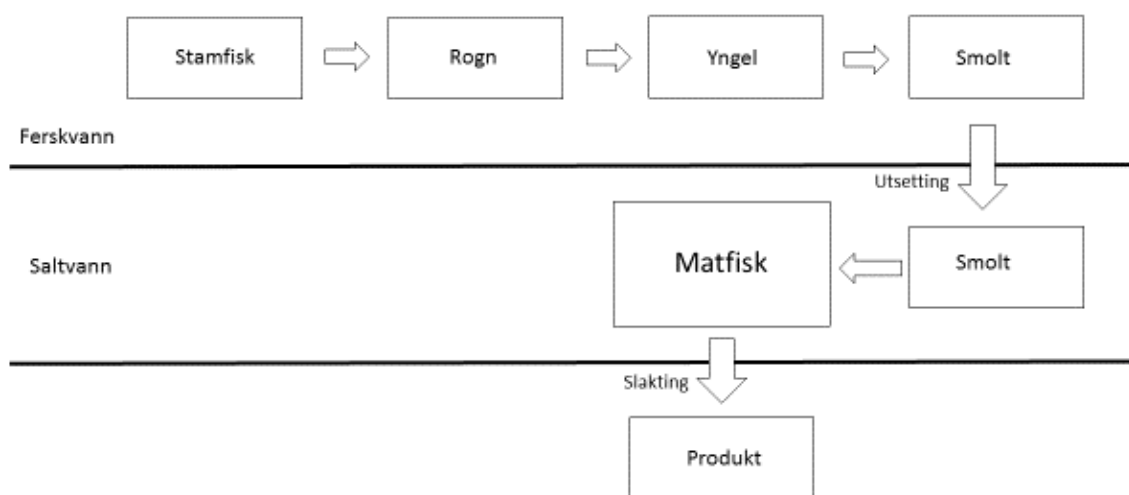


Figur 2:5 Prosentvis endring i tonn slaktet laks (SSB, 2016c)

2.2.3 Produksjonsprosess

For å avle frem oppdrettslaks må flere prosesser i ferskvann og saltvann utføres (FHL, 2011). Hele prosessen fra rogn til slaktning tar to til tre år (Laksefakta, 2015). Det starter med at lakserogn er i ferskvann i to måneder før den blir til yngel. For at yngelen skal kunne leve i saltvann må den i løpet av 10 til 16 måneder utvikle seg til å bli smolt. Smolten settes ut i oppdrettsmerder i sjøen, og bruker 14 til 22 måneder på å utvikle seg til å bli laks (Laksefakta, 2015).

Et oppdrettsanlegg består av 6-10 merder og har mellom 3000 og 4000 tonn oppdrettsfisk (Regjeringen, 2013b). Merder består av et flyteelement og en notpose som er forankret på havbunnen (Regjeringen, 2013b). Brønnbåter frakter laksen fra merdene til slakteri. Under slakteri og bearbeidingsprosessen blir laksen bedøvet og sløyd, før den pakkes og distribueres (Laksefakta, 2015).

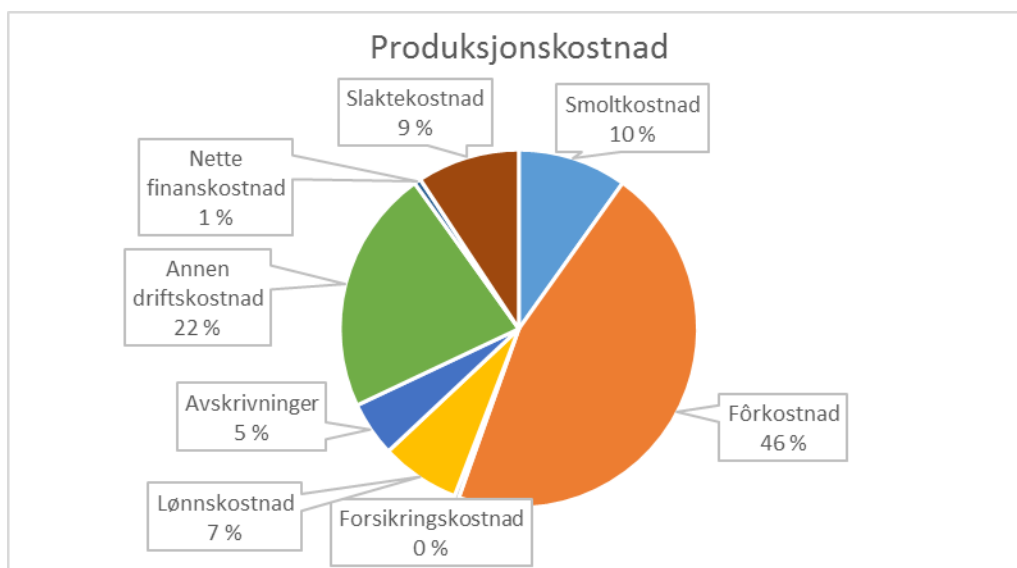


Figur 2:6 Laksens livssyklus (Egen fremstilling)

2.2.4 Kostnadsstruktur

Av Fiskeridirektoratet sin lønnsomhetsanalyse av norske aktører som har aktive konsesjoner, fremgår fordelingen av produksjonskostnader av figur 2.7 (Fiskeridirektoratet, 2015). Kostnader til fôr er en dominerende utgiftspost som utgjør 46 % av de totale produksjonskostnadene. Fiskefôr består av 30 % marine råvarer, som fiskemel og fiskeolje, og av 70 % vegetabiliske råvarer som soyamel og rapsolje (Laksefakta, 2015). De marine råvarene i fiskefôr er avgjørende for å avle frem oppdrettsfisk, og tilgangen til marine ressurser er begrenset (Laksefakta, 2015). Av Stortingsmelding 16 fremgår det at begrenset tilgang på fiskefôr kan utgjøre en vektbegrensning for oppdrettsnæringen (Guttormsen, 2015).

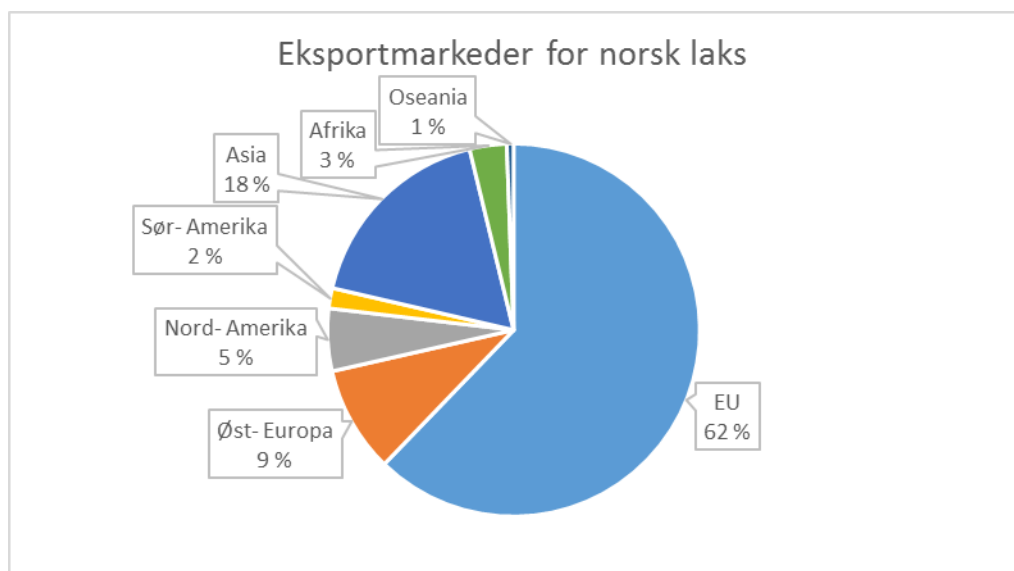
Fôrleverandørene Skretting, EWOS og BioMar er dominerende fôrleverandører med 92 % av markedet. Marine Harvest startet egen fôrproduksjon i 2014, og har i dag en markedsandel på 7 % (Marine Harvest, 2015b). I henhold til lønnsomhetsanalysen til Fiskeridirektoratet (2015), utgjorde produksjonskostnadene per kilo oppdrettsfisk for små, mellomstore og store aktører henholdsvis 25 kr, 23 kr og 26 kr.



Figur 2:7 Inndeling av produksjonskostnader (Fiskeridirektoratet, 2015)

2.2.5 Eksport av norsk laks

Norsk oppdrettslaks eksporteres til over 100 land, med EU som viktigste marked, etterfulgt av land i Asia og Øst-Europa. Polen, Frankrike, Danmark og Storbritannia utgjør de viktigste enkeltlandene for eksport av norsk oppdrettslaks. Det bør imidlertid tas i betraktning at en større andel av eksporten til Polen og Danmark videreføres og reeksporteres ut av landet (Guttormsen, 2015).



Figur 2:8 Eksportmarkeder for norsk laks (Norges Sjømatråd, 2015)

2.2.6 Bransjeutsikter og makroforhold

2.2.6.1 Politisk påvirkning

Norsk politikk: I Regjeringens politiske plattform fremgår det at de vil legge til rette for forutsigbar vekst i oppdrettsnæringen, samt styrke Norges rolle som sjømatnasjon (Regjeringen, 2013). I Stortingsmelding 16 (2014-2015) fremgår en ambisjon om å femdoble oppdrettsproduksjonen innen 2050. Det vil forde en årlig produksjonsvekst på 3-5 % (Ystmark, 2015). Regjeringen vektlegger at oppdrettsnæringen utgjør et viktig bidrag til landets bruttonasjonalprodukt, og oppdrettsnæringen vil få økt betydning nå som oljenæringens posisjon i norsk økonomi er svekket (Guttormsen, 2015).

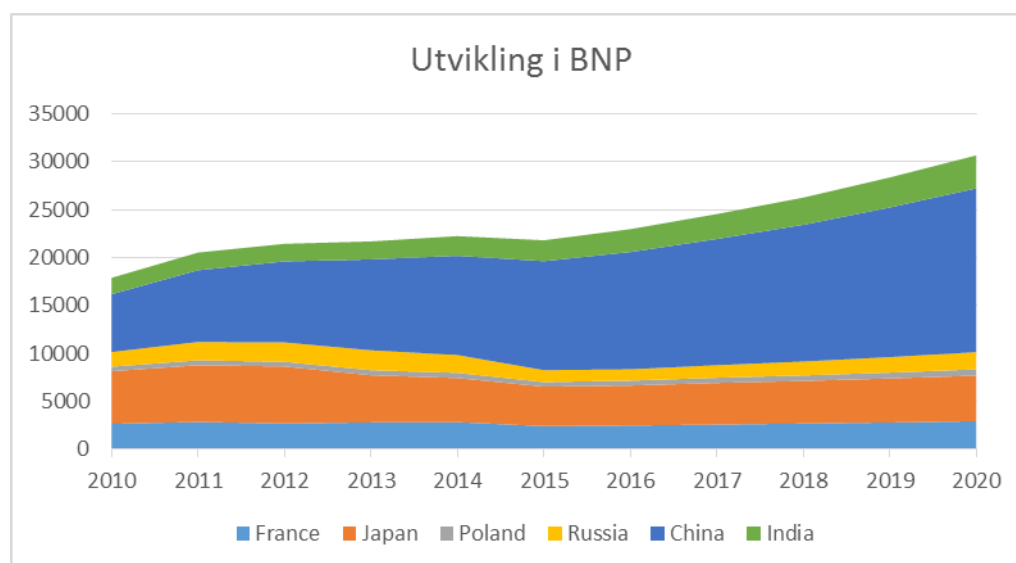
Internasjonal Politikk: Våren 2014 innførte Norge og EU handelssanksjoner mot Russland, som følge av Russland sin invasjon av Krim-halvøya i Ukraina (Akervik & Nicolajsen, 2016). Russland sitt svar var å innføre importforbud på en rekke varer, blant annet norsk oppdrettslaks (Akervik & Nicolajsen, 2016). Russland var i 2013 det viktigste

konsumentlandet for norsk oppdrett. Kinesiske handelssanksjoner mot Norge har pågått siden 2010, da den kinesiske menneskerettsforkjemperen Liu Xiaobo fikk Nobels Fredspris. Dette har ført til en kraftig reduksjon av direkte norsk lakseeksport til Kina (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening, 2014).

Antidumpingtiltak fra EU og USA har tidligere rammet norsk oppdrettsnæring ved å innføre minstepris, straffetoll og kvoter på eksport av norsk laks. Dette var særlig utbredt på slutten av 90-tallet og starten av 2000-tallet (Regjeringen, 2009).

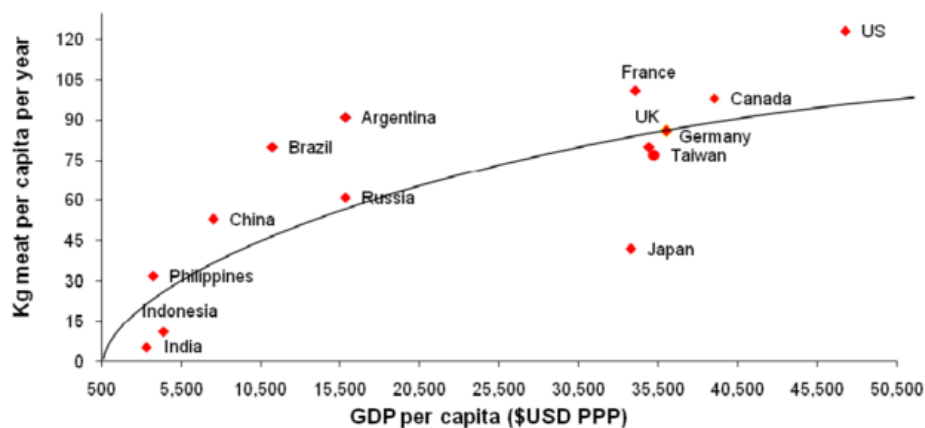
2.2.6.2 Økonomiske faktorer

Verdiskapning, målt ved bruttonasjonalprodukt (BNP), er den samlede produksjonen i et land, og beskriver hvor mye produserte varer og tjenester er verdt (E-conomic, 2016).



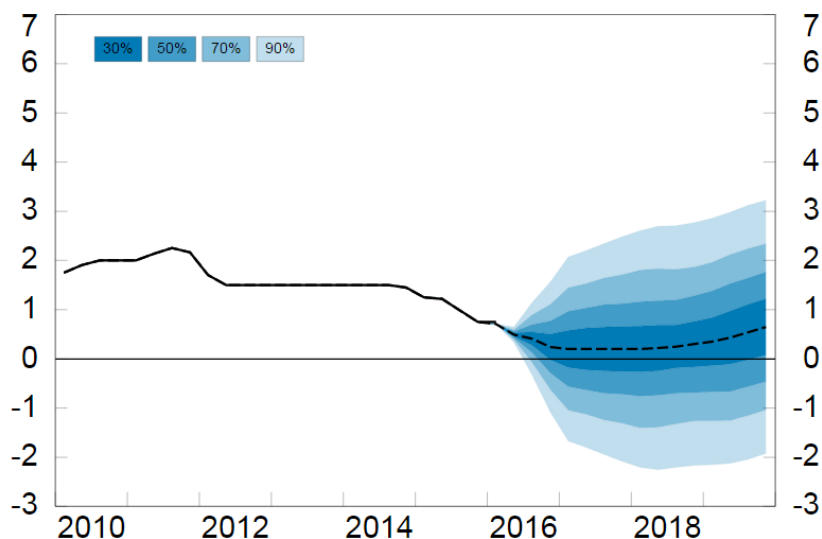
Figur 2:9 Prognoser BNP for viktige laksemarkeder fremt til 2020 (IMF, 2015)

Figur 2.9 viser BNP-utviklingen i et utvalg av land frem mot 2020 (Verdensbanken, 2016). Kina og India vil stå for den største veksten i BNP, mens mer industrialiserte land som Frankrike og Japan vil ha en lavere vekst. Korrelasjonen mellom BNP og konsum av kjøtt- og fiskeprodukter fremgår av figur 2.10. Marginaleffekten av økning i BNP på kjøttkonsum er størst jo mindre utviklet landet er (Churchouse, 2011).



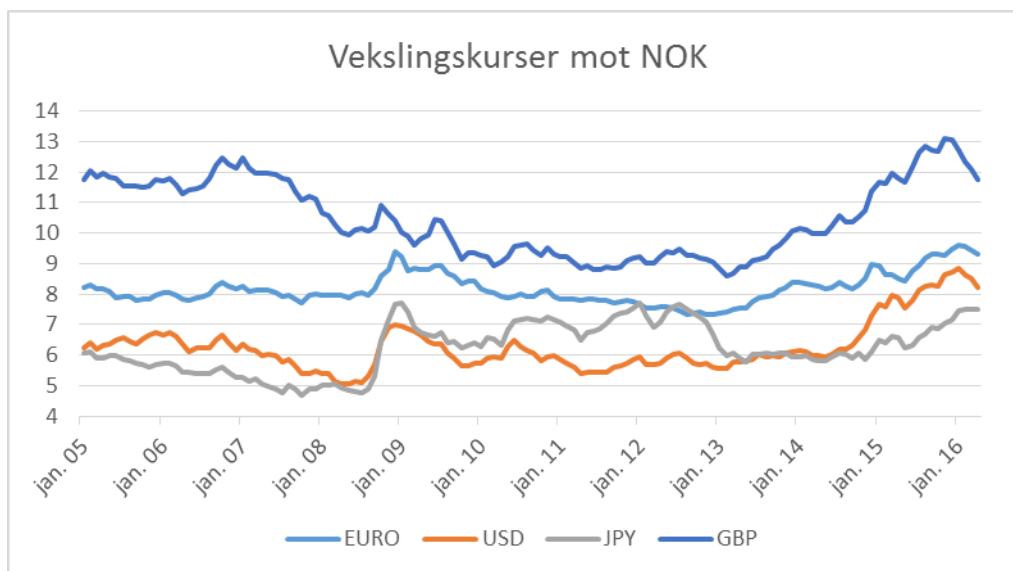
Figur 2:10 Kjøttkonsum ift. BNP (Churchouse, 2011)

Rente og valutakurs: Styringsrenten er renten på banker sine innskudd opp til en gitt kvote i Norges Bank (Norges Bank, 2016a). Tilstanden i norsk- og internasjonal økonomi gjør at Norges Bank i dag holder en lav styringsrente, som per 02.05.2016 er på 0,5 %. Figur 2.11 viser Norges Bank sitt estimat på utvikling i styringsrente til og med 2018. Estimaten viser at det er lite sannsynlig med store renteendringer til og med 2018. Det er også muligheter for at Norges Bank vil sette en negativ styringsrente, som har vært tilfelle i både Sverige og Danmark (Sørheim & Aarø, 2015).



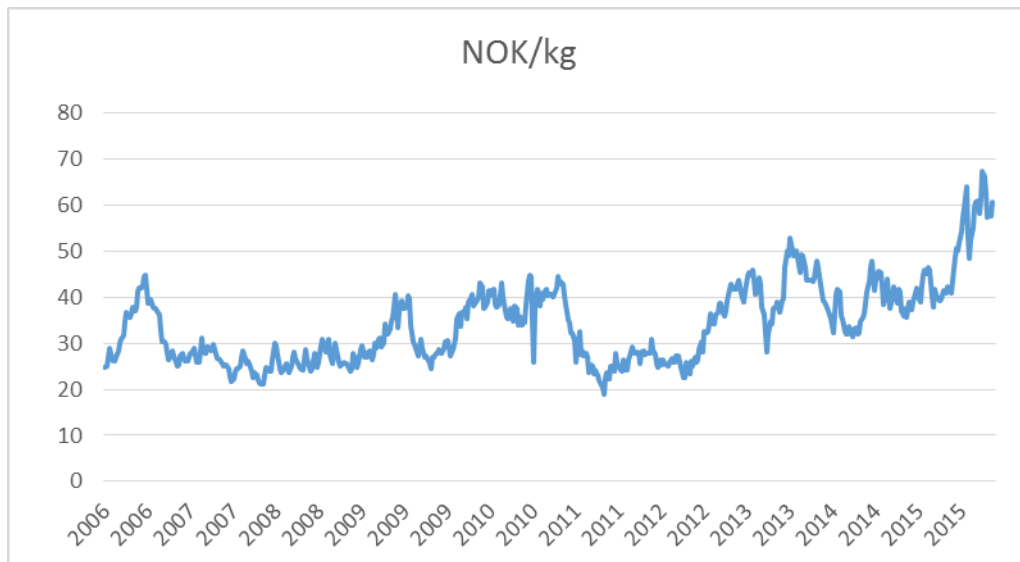
Figur 2:11 Styringsrente fra 2010 til i dag, med anslag til og med 2018 (Norges Bank, 2016a)

Den norske kronen har svekket seg mot valutaer som EURO, USD, JPY og GBP fra 2013 til i dag som det fremgår av figur 2.12 (Norges Bank, 2016b). EU er i dag det største markedet for norsk laks, og vekslingskursen mellom EURO og NOK er per i dag på høye nivåer, sammenlignet med historiske observasjoner.



Figur 2:12 Vekslingskurser mot NOK (Norges Bank, 2016b)

Laksepris: Lakseprisen er syklisk og svært volatil. Årlig standardavvik mellom 2006 og 2016 var på 47 %. Lakseprisen som vist i figur 2.13 har vært på historisk høye nivå siden utgangen av 2015 og frem til 02.05.2016 (FishPool, 2016). Prisene noteres på FishPool, der tilhørende derivater også omsettes (FishPool, 2016).



Figur 2:13 Historiske laksepriser i NOK (FishPool, 2016)

2.2.6.3 Sosiokulturelt

Frem til 2050 vil verdens befolkning øke fra 7,2 milliarder mennesker til 9,5 milliarder mennesker ifølge estimater utført av Verdensbanken (Verdensbanken, 2016). Dagens årlige vekstrate er 1 %, og det er estimert at vekstraten gradvis vil reduseres mot 0,5 % mot 2050 (Verdensbanken, 2016). Det totale matvolumet må øke med 70 % frem til 2050 for å dekke økt matbehov (FAO, 2009). Naturlig fangst av fisk har begrensninger i form av biologisk tilgang, og det har siden 1970-tallet vært et stabilt fangstvolum på rundt 2,5 millioner tonn (SSB, 2016b). Den biologiske begrensningen eksisterer også for jordbruk.

Det er en sunnhetstrend som preger samfunnet ved at fisk blir ansett for å være helsefremmende. Verdens helseorganisasjon, WHO, anbefaler å spise fisk 1-2 ganger i uken. (WHO, 2010). Matsikkerheten til norsk oppdrettslaks har blitt satt søkelys på, blant annet Frankrike. En dokumentar vist i Frankrike i 2010 fremstilte norsk laks som full av det medisinske middelet, Diflubenzuron, som brukes for å bekjempe lakselus (Evensen & Aasheim, 2010). Dette førte til stor skepsis blant franske konsumenter (Torvik, 2014).

2.2.6.4 Teknologi og innovasjon

I dag er oppdrettsnæringen basert på merdoppdrett i fjorder langs kysten. Teknologiske utviklinger vil påvirke måten næringen opererer. I dag utvikles i hovedsak to nye typer teknologi for oppdrett; landbasert- og havbasert oppdrett. (Aarhus, Høy, Fredheim, & Winther, 2011).

Landbasert oppdrett er å ha oppdrettsanlegg stående på land med det formål om å løse problemet med lakselus og rømming. Landbasert oppdrett vil beslaglegge store landområder (Myrset, 2015). Havbasert oppdrett innebærer å drive oppdrett lenger til havs. Å drive oppdrett til havs vil redusere fremkomst av lakselus, fordi lusen holder til i fjorder og elver, og vil i mindre grad nå ut til havbaserte oppdrettsanlegg (Rønningen, 2014).

Det forskes på nye legemidler og vaksiner mot lakselus som kan føre til medisinske løsninger på dagens utfordringer med lakselus. Eksempelvis forskningsinstanser som Sea Lice Research Senter ved Universitetet i Bergen (Andreassen K. E., 2014).

2.2.6.5 Miljø

De mest tydelige miljøutfordringene oppdrettsbransjen står overfor er lakselus og rømminger.

Lakselus: Lakselus er en parasitt som naturlig eksisterer i saltvann. Utfordringer med lakselus går ikke ut på dens eksistens, men at det oppstår unaturlig høye konsentrasjoner av lakselus i merdene (Miljødirektoratet, 2015). I takt med produksjonsveksten i oppdrettsnæringen har antall potensielle verter for lakselusen økt (Miljødirektoratet, 2015). Når det er flere lakselus i sjøen enn hva villaks kan håndtere, blir det skapt en ubalanse i økosystemet (Havforskningsinstituttet, 2013). Det har blitt fastslått at lakselus alene eller i kombinasjon med andre faktorer, i løpet av et par år vil redusere eller eventuelt utrydde villaksbestanden (Miljødirektoratet, 2015).

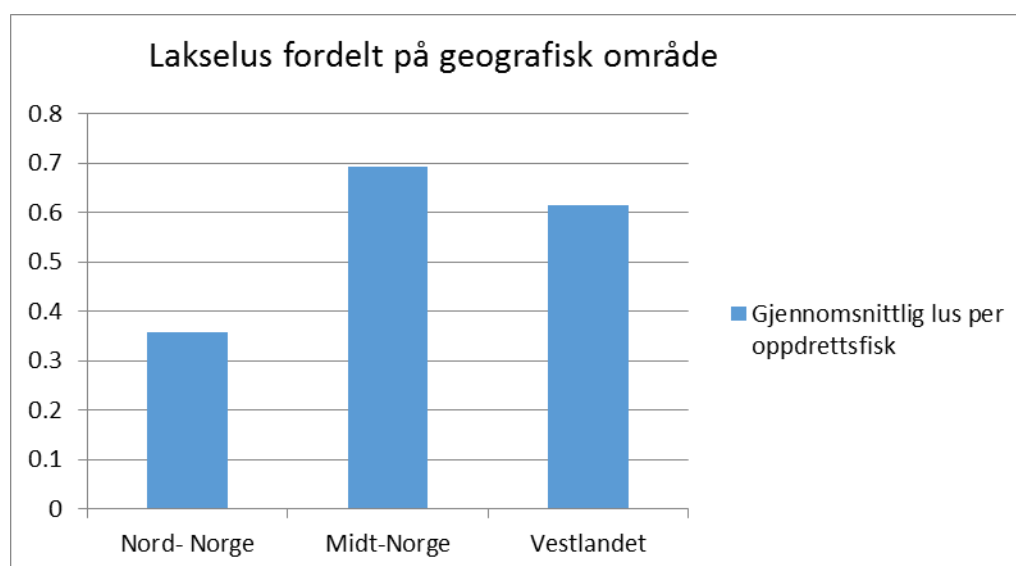
Forskrift om lakselusbekjempelse fastslår at det i gjennomsnitt skal være færre enn 0,5 hunnlus per oppdrettsfisk i oppdrettsanleggene (Forskrift om lakselusbekjempelse § 8, 2012). For å bekjempe lakselus brukes det i hovedsak medikamentelle metoder som kjemikalier, samt biologiske metoder som leppefisk og rognkjeks (Legemiddelverket, 2000).

Havforskningsinstituttet påpeker at utstrakt bruk av kjemikalier har medført at lakselus har utviklet resistens mot enkelte stoffer i kjemikaliene, med første innrapporterte resistens i

1990 (Havforskningsinstituttet, 2010). I enkelte oppdrettsområder har lakselusen utviklet dobbel eller trippel resistens. Det innebærer at lakselusen overlever behandling med to til tre forskjellige kjemikaliebehandlinger (Havforskningsinstituttet, 2010). Tilgangen på offentlig godkjente kjemikalier er begrenset (Havforskningsinstituttet, 2010).

Nofima har anslått at totale kostnader forbundet med lakselus i 2014 var mellom tre og fire milliarder kroner (Iversen, et al., 2015). Dyrere medikamenter som følge av resistensutvikling og en økning i antall lusebehandlinger, har gitt en sterk økning i behandlingkostnader for oppdrettsnæringen (Iversen, et al., 2015).

Midt-Norge fremstår i dag som det geografiske området med høyest konsentrasjon av lakselus i merdene. Som det fremgår av figur 2.14 overstiger Midt-Norge og Vestlandet tidligere nevnte forskrifter ved å ha mer enn 0,5 hunn lus per oppdrettsfisk i merdene (Lusedata.no, 2016).



Figur 2:14 Lakselus i 2016 fordelt på geografisk område (Lusedata.no, 2016)

Rømming: Laks som har rømt fra oppdrettsanlegg er et problem fordi laksen krysser seg med villaks, som gir genetiske endringer hos villaksen (Guttormsen, 2015). I 2015 ble en avtale basert på prinsippet «forurensar betaler» inngått, som gjør aktørene økonomisk ansvarlig, i form av kompensasjon når rømt laks kan henføres tilbake til eieren, samt årlig avgiftsinnbetaling til miljøfondet (Regjeringen, 2015). Miljøfondet skal være finansiert i fellesskap av samtlige oppdrettselskaper i Norge, for å dekke utgiftene når rømt laks ikke kan henføres tilbake til eier (Hurum, 2014).

2.2.6.6 Juridisk

Konsesjonssystemet: Det kreves konsesjoner fra myndighetene for å ha lov til å drive med oppdrett. Bransjen har som nevnt i avsnitt 2.2.2 vært regulert av et konsesjonssystem siden 1973. Konsesjoner har vært antallsbegrenset, og blitt tildelt individuelle søkere på bakgrunn av forhåndsbestemte kriterier. Tildelingsrundene har skjedd i ujevne mellomrom, gjerne i forbindelse med politiske valg (Guttormsen, 2015). Kriteriene for utdeling har variert siden det har vært ulike politiske mål for oppdrettsnæringen. Eksempelvis ble tildelingsrunden i 2002 styrt av statlige økonomiske hensyn og i liten grad av miljøhensyn. Tildelingsrundene av konsesjoner har dermed gått under tilnavn som “skjønnhetskonkurranser” og “lakselotteri” (Ilaks, 2013).

Av Sundvolden-plattformen fremgår det at Regjeringen ønsker forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst for oppdrettsnæringen (Regjeringen, 2013). Regjeringen vil i 2017 innføre en konsesjonsordning omtalt som *handlingsregelen*, som innebærer at miljøstatusen i ett område vil avgjøre om aktørene i det aktuelle området får nye konsesjoner eller utvidelse av eksisterende konsesjoner (Regjeringen, 2013).

Miljøstatusen i hvert område skal klassifiseres som akseptabel, moderat eller uakseptabel. Ved akseptabel miljøstatus kan aktørene få nye konsesjoner eller utvidelse av eksisterende konsesjoner, mens ved moderat og uakseptabel miljøstatus vil produksjonskapasiteten være henholdsvis uendret eller innskrenket (Guttormsen, 2015). *Nivå av lakselus* skal brukes som indikator på miljøstatusen i et område (Guttormsen, 2015). Norskekysten skal deles inn i 11 områder som i begrenset grad påvirker hverandre (Sunnset, 2015).

Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening har kritisert den nye ordningen for å være kollektivt straffende og konkurransevridende; “*Med flere aktører i et område vil en aktør kunne begrense andre aktører sin mulighet for vekst ved uforsvarlig opptreden*” (Guttormsen, 2015, s. 46).

Konsesjoner for landoppdrett: For å drive oppdrett på land kreves det konsesjoner på lik linje med sjøbasert oppdrett. Regjeringen har sendt på høring et forslag om å ha løpende og vederlagsfri konsesjonsutdeling for landoppdrett, som et ledd i vekstambisjonen til Regjeringen (Guttormsen, 2015).

Utviklingskonsesjoner: Offentlig sektor har stått for en betydelig del av FOU-investeringer i oppdrettsbransjen, på bakgrunn av at hver enkelt aktør har vanskeligheter med å hente ut

gevinstene av egen forskning (Asche, Roll, & Tveterås, 2012). For å fremme FOU-investeringer i oppdrettsbransjen lanserte Regjeringen i november 2015 utviklingskonsesjoner. Utviklingskonsesjonene skal realisere prosjekter som innebærer høye investeringer og usikker teknologisk innovasjon (Jensen, 2015).

Annehåndsmarkedet for konsesjoner: Som følge av oppheving av krav om eierskapsbegrensninger og lokal tilknytning i 1991, vokste omfanget av kjøp og salg av konsesjoner på annenhåndsmarkedet betraktelig ifølge Guttormsen (2015) og Bjørndal & Aaker (2006). Prisene på annenhåndsmarkedet varierer med lønnsomhetsutviklingen i oppdrettsnæringen. I 2009 utgjorde vederlaget for en konsesjon fra Regjeringen 8 millioner kroner per konsesjon. Annenhåndsverdien for tilsvarende konsesjoner hadde derimot en verdi på rundt 30 millioner kroner per konsesjon (Andreassen & Robertsen, 2014).

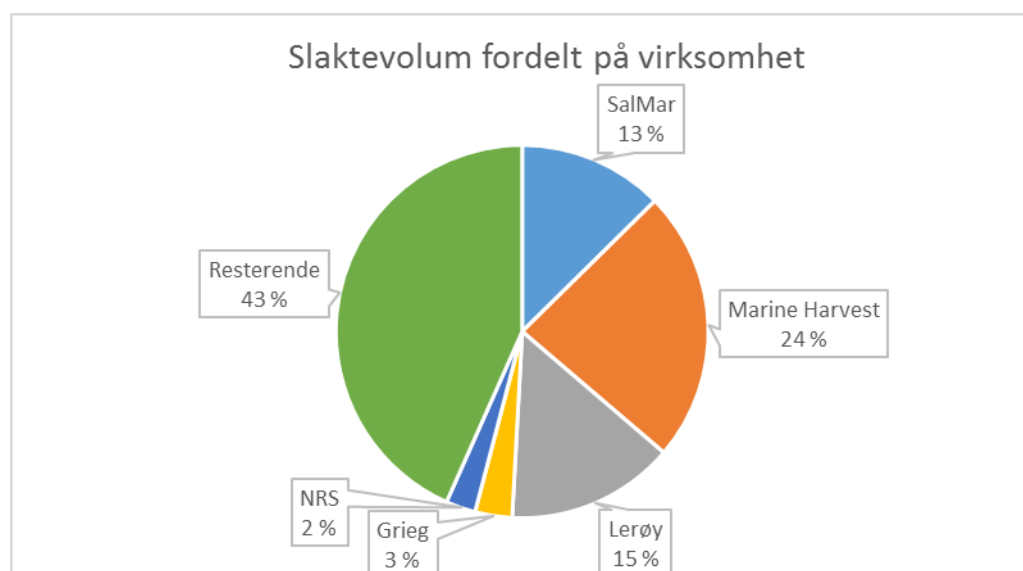
2.2.6.7 Innovasjonsevne

Innovasjonsevne i en organisasjon er sammensatt av ulike faktorer som kreative individer, kunnskaper, prosesser, teknologi og ekstern påvirkning (Johannessen, 2012). Innovasjoner er en viktig kilde til produktivitetsvekst. Asche, Roll og Tveterås (2012) påpeker at produktiviteten i oppdrettsnæringen har falt de siste årene som følge av reduksjon i investeringer i forskning og utvikling, FOU. FOU-utgifter som indikator på produktivitet inneholder svakheter ved at det nødvendigvis ikke fører til innovasjoner, samt at innovasjoner kan skje uten FOU-utgifter (Asche, Roll, & Tveterås, 2012). Oppdrettsnæringen samarbeider tett med forskningsinstitusjoner for å henge med på den teknologiske utviklingen (Asche, Roll, & Tveterås, 2012).

2.2.7 Presentasjon av sammenliknbare selskaper

Eierskapsstrukturen i oppdrettsnæringen har gått fra å være mange, små familieeide selskaper til få og mektige selskaper. De ti største oppdrettsselskapene i Norge dominerer 71 % av markedet (Marine Harvest, 2015b). Dette har gitt strukturelle eierskapsendringer i form av en mer vertikalt integrert oppdrettsnæring (Guttormsen, 2015).

Vi vil nå presentere sammenliknbare selskaper som vil inngå i sammenligningsgrunnlaget til SalMar. Selskapene vi presenterer er Marine Harvest, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Begrunnelsen er at selskapene hovedsakelig opererer i like virksomhetsområder, de er børsnoterte, samt er av betydelig størrelse.



Figur 2:15 Tonn slaktet fisk fordelt på selskap. Kilde: SalMar (2016a), Marine Harvest (2016), Grieg Seafood (2016), Norway Royal Salmon (2016), Lerøy (2016) og Marine Harvest (2015b)

2.2.7.1 Marine Harvest

Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap med en markedsverdi per 02.05.2016 på 57,5 milliarder NOK (Marine Harvest, 2016). Selskapet har kontroll over hele verdikjeden fra fôrproduksjon til salg. Marine Harvest har virksomhet i 24 land med hovedkontor i Bergen. Selskapet har 207 konsesjoner i Norge. Marine Harvest ble grunnlagt i 1965, men det moderne Marine Harvest ble dannet ved sammenslåingen av oppdrettsselskapene Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood i 2006 (Bryhn, 2009). Selskapet er notert på Oslo Børs og New York-børsen, NYSE, med John Fredriksen som hovedaksjonær. I 2015 hadde de en omsetning på 27,8 milliarder NOK, samt et slaktevolum på 420 148 tonn (Marine Harvest,

2016). Marine Harvest sin FOU-utvikling har primært vært rettet mot utvikling av landbaserte oppdrett og lukket merdoppdrett i sjøen. Marine Harvest har søkt om utviklingskonsesjoner for å iverksette teknologien (Fiskeridirektoratet, 2016). Marine Harvest har siden 2014 satset på å bli en helintegreert aktør, og foretatt en storsatsing på prosesseringsanlegget med oppkjøpet av den polske bedriften, Marpol (Marine Harvest, 2016b).

2.2.7.2 *Lerøy Seafood Group*

Lerøy Seafood Group, heretter omtalt som Lerøy, er en oppdrettsvirksomhet som per 02.05.2016 hadde en markedsverdi på 21,1 milliarder NOK (Oslo Børs, 2016). Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2002, og har 141 konsesjoner i Norge. Lerøy Seafood Group er i et Joint Venture-samarbeid med SalMar med oppdrett i Skottland (Lerøy, 2016). Selskapet driver i tillegg til oppdrett av laks og ørret, også med fangst og oppdrett av andre fiskearter og skalldyr. Lerøy driver i utstrakt grad med bearbeiding av oppdrettlaks og produktutvikling, blant annet med salg av ferdige produkter til hotell, restaurant og kantiner (Lerøy Sjømatgruppen AS, 2016). Et anslag på omsetningen av oppdrett og bearbeiding av laks og ørret i 2015 er på 11 446 566 NOK². Samme år ble det slaktet 171 200 tonn laks og ørret (Lerøy, 2016).

Selskapet har eierandeler i følgende produksjonsanlegg for prosessering av oppdrettlaks; Lerøy Fosen AS med produksjonskapasitet 12 000 – 15 000 tonn, Lerøy Smøgen Seafood i Sverige med kapasitet på 12 000 tonn og Rode Beheer BV Group med en kapasitet på 16 000 - 20 000 tonn (Lerøy, 2016b). Lerøy Seafood Group markedsfører produkter de har bearbeidet ved merkenavnet, Lerøy (SNL, 2014).

2.2.7.3 *Grieg Seafood*

Grieg Seafood er et norsk oppdrettsselskap med en markedsverdi per 02.05.2016 på 4,5 milliarder NOK (Oslo Børs, 2016c). Selskapet driver oppdrett i Norge, Storbritannia og Canada, og har hovedkontor i Bergen. Grieg Seafood har vokst seg store ved oppkjøp av mindre oppdrettsselskaper både i Norge og internasjonalt. Grieg Seafood ble notert på Oslo Børs i 2007 (Grieg Seafood, 2016). I 2014 hadde Grieg en omsetning på 4,6 milliarder NOK og et slaktevolum på 65 398 tonn laks (Grieg Seafood, 2016). Selskapet har 100 konsesjoner

² Total omsetning var 13 450 725 mrd NOK. Oppdrett og bearbeiding av laks og ørret utgjør 85,1 % av produktvirksomheten deres. (Lerøy, 2015) Omsetning relatert til oppdrett av laks og ørret utgjør $13\,450\,725 \cdot 0,851 = 11\,446\,566$ mrd nok.

for lakseoppdrett. Grieg Seafood har fokusert sin FOU-utvikling rundt lusebekjempelse og rømmingskontroll. De har forpliktet seg til å ha høyere standarder enn det medlemskap i Global Reporting Initiative (GRI) og myndighetene krever (Grieg Seafood, 2016). Grieg Seafood har produksjonsanlegg i Rogaland, Finnmark, Shetland og Canada med kapasitet på de enkelte anlegg fra 20 000 – 35 000 tonn (Grieg Seafood, 2016).

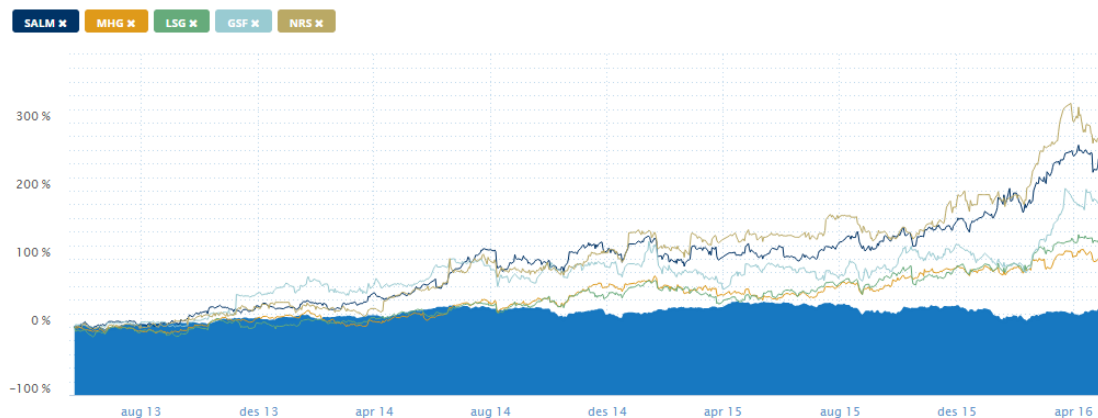
2.2.7.4 Norway Royal Salmon

Norway Royal Salmon er et oppdrettsselskap med en markedsverdi per 02.05.2016 på 4,2 milliarder NOK (Oslo Børs, 2016). Selskapet ble grunnlagt i 1992, og har ved oppkjøp av selskaper blitt en stor oppdrettsaktør i Norge. I 2011 ble selskapet børsnotert (Norway Royal Salmon, 2016). I 2015 hadde selskapet en omsetning på 3,2 milliarder norske kroner og et slaktevolum på 27 903 tonn (Norway Royal Salmon, 2016). Selskapet har 35 konsesjoner i Norge. I tillegg tar NRS sitt salgssapparat og håndterer oppdrettsfisk fra anlegg som ikke tilhører NRS. I 2015 omsatte salgsvirksomheten for 69 771 tonn laks, hvor omtrent 60% av solgt laks ikke var egenprodusert. Norway Royal Salmon fikk i 2014 tildelt 10 av 20 grønne konsesjoner (Norway Royal Salmon, 2015). Grønne konsesjoner har som formål å bekjempe lakselus og rømminger, og som dermed vil være hovedmålet med FOU-utviklingen til virksomheten (Norway Royal Salmon, 2016). Norway Royal Salmon har eget slakteri på Senja, og har avtale med ekstern bedrift som foretar resterende slakting (Norway Royal Salmon, 2016).

2.3 SalMar sitt avvik fra gjennomsnittsvirksomheten

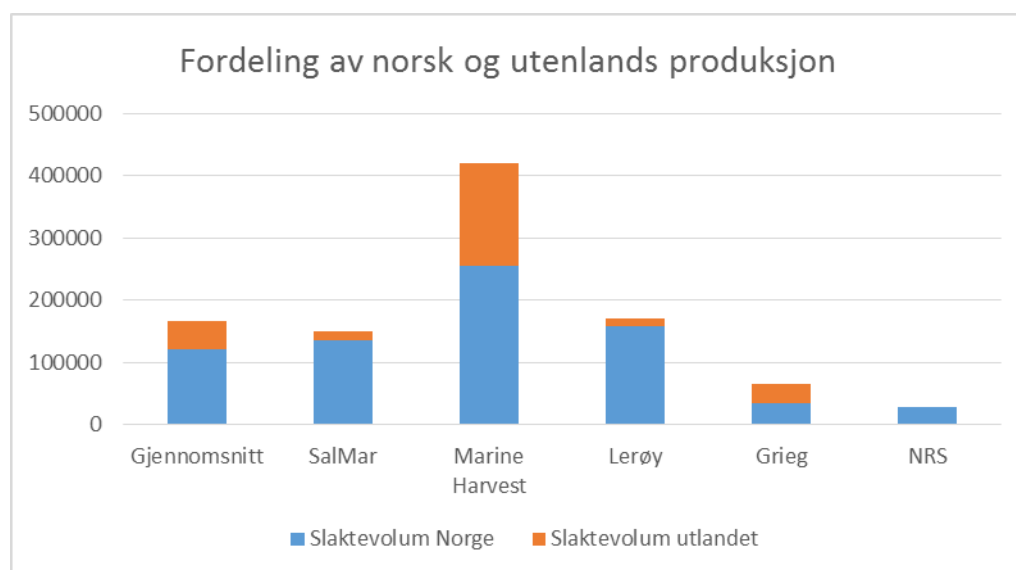
De presenterte virksomhetene og SalMar utgjør bransjegjennomsnittet. Bakgrunnen for å finne ut hvordan SalMar avviker fra gjennomsnittsvirksomheten er ressursanalysen i kapittel 4.3.

I figur 2.16 fremgår oppdrettsselskapenes børsutvikling i forhold til hovedindeksen på Oslo Børs. I et treårs perspektiv har samtlige av de utvalgte selskapene hatt en høyere avkastning enn hovedindeksen. Norway Royal Salmon og SalMar skiller seg ut positivt, med en børsutvikling på mer enn 200%. De resterende selskapene har hatt en børsutvikling mellom 80% og 150%. Oslo Børs har i samme periode hatt en positiv børsutvikling på ca. 20%. Gjennomsnittsvirksomheten i oppdrettsbransjen har i et investorperspektiv dermed vært mer lønnsom enn hovedindeksen.



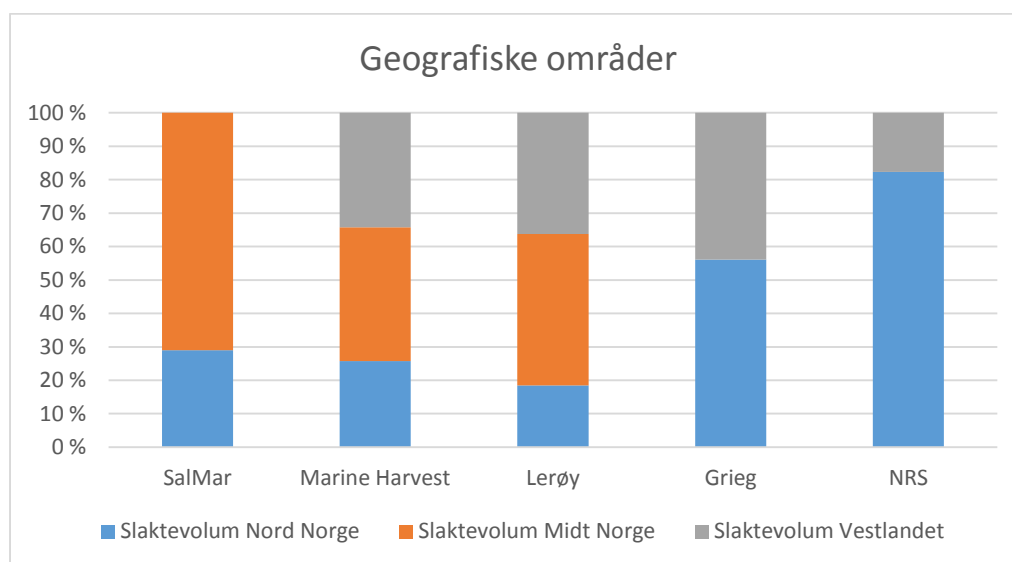
Figur 2:16 Børsutvikling siste 3 år (Oslo Børs, 2016)

Norsk og utenlandsk slaktevolum i 2015 for de utvalgte selskapene og gjennomsnittsvirkomheten, fremgår av figur 2.17. Gjennomsnittsvirkomheten produserte i 2015 122 294 tonn i Norge og 44 616 tonn i utlandet. SalMar har hatt et innenlandsk produksjonsvolum svært likt med gjennomsnittet, men til sammenligning en mindre andel av sin produksjon i utlandet. Det er særlig Marine Harvest og Grieg som fremstår som virksomhetene med størst andel utenlands produksjonsvolum.



Figur 2:17 Slaktevolum (Diverse årsrapporter, 2016)

De ulike geografiske sammensetningene er betydningsfulle for et oppdrettselskap. Ulike geografiske områder skiller seg fra hverandre med tanke på vanntemperatur, værforhold, lakselus og infrastruktur (Guttormsen, 2015). Ved vår inndeling regnes Nord-Norge som Finnmark, Troms og Nordland, Midt-Norge regnes som Nord-Trøndelag, Sør-Trøndelag og Møre og Romsdal, mens Vestlandet regnes som Sogn og Fjordane, Hordaland, Rogaland og Vest-Agder. Gjennomsnittsvirksomheten har 44 % av produksjonen i Midt-Norge, 27 % på Vestlandet og 29 % i Nord-Norge. SalMar skiller seg ut fra gjennomsnittet med å ikke ha tilstedeværelse på Vestlandet, samtidig som de er aktøren med størst andel i Midt-Norge.



Figur 2:18 Slaktevolum i Norge. Geografisk inndelt (Diverse årsrapporter, 2016)

Produksjonsanlegg: SalMar skiller seg fra gjennomsnittsvirksomheten ved at de har satset på å ha ett stort produksjonsanlegg, InnovaMar, som har en kapasitet på 150 000 tonn. De komparative bedriftene har i større grad fordelt deres produksjonskapasitet over flere produksjonsanlegg, fremfor å ha store volum på én lokasjon. På et generelt plan er prosesseringsleddet av oppdrettslaks i Europa fragmentert med mange små aktører (Marine Harvest, 2015b). SalMar skiller seg også ut ved at InnovaMar er lokalisert på samme sted som hovedkontoret, i motsetning til bransjen som har en større geografisk spredning.

Innovasjon: SalMar skiller seg fra gjennomsnittsvirksomheten ved at de er det første selskapet som har fått innvilget søknaden om utviklingskonsesjoner som nevnt i avsnitt 2.1.6. Til sammenligning har ikke Marine Harvest fått innvilgelse (Fiskeridirektoratet, 2016). SalMar skiller seg ut ved å satse på havbasert oppdrett. SalMar skiller seg også ut ved

at de blir omtalt som innovasjonsledere og trukket frem som dyktige på innovasjon i budsjettforslaget til finansministeren. Til tross for at slike utsagn til en viss grad kan være subjektive, gir de likevel en indikasjon på at SalMar skiller seg ut som en aktør med relativ høy innovasjonsevne.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

3.1 Ulike verdsettelsesteknikker

Det finnes tre hovedteknikker for verddivurdering av virksomheter. Det er fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 11). Disse teknikkene er ikke gjensidig utelukkende, men snarere ment til å supplere hverandre. Ulike verdsettelsesteknikker varierer i kompleksitet, tatt i betraktning at de bygger på forskjellige forutsetninger (Damodaran, 2012, s. 11). Vi vil i dette kapitlet presentere tre verdsettelsesteknikker, og drøfte fordeler og ulemper med teknikkene ved verdsettelse av et oppdrettsselskap. Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av ulike faktorer som virksomhetens fase i livssyklusen, bransje, tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2014, ss. 33-34).

3.1.1 Fundamental Verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en verdsettelse som baseres på underliggende økonomiske forhold (Penman, 2013, s. 84). Først foretas en kvalitativ strategisk analyse av virksomheten og bransjen, og deretter en kvantitativ regnskapsanalyse av virksomhetens regnskaper (Penman, 2013, s. 85). Deretter brukes innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å utarbeide fremtidsregnskap, fremtidskrav og fremtidig kontantstrøm for å verdsette egenkapitalen (Penman, 2013, s. 87).

Fundamental verdsettelse kan sees på som en grunnleggende verdsettelsesteknikk, ved at andre verdsettelsesteknikker bygger på den (Damodaran, 2012, s. 11). Det er to hovedmetoder for fundamental verdsettelse; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Knivsflå, 2016o). Ved egenkapitalmetoden utleder man nåverdien av fremtidig kontantstrømmer direkte til egenkapitalen. Ved selskapskapitalmetoden utleder man nåverdien av hele selskapet og trekker fra verdien av selskapets gjeld. Ved bruk av nåverdiregelen, neddiskonteres fremtidige kontantstrømmer med et avkastningskrav som skal gjenspeile risikoen i selskapet og kan med dette utlede den underliggende verdien av selskapets eiendeler. Ved konsistent bruk, vil egenkapital- og selskapskapitalmetoden gi samme verdiestimat (Knivsflå, 2016o).

Fundamental verdsettelsesteknikk er opptatt av å få et overordnet bilde av virksomheten og omgivelsene de opererer i, for å analysere verdiskapningen til virksomheten (Penman, 2013,

s. 97). Fundamental verdsettelse avhenger av fremtidige kontantstrømmer og er dermed egnet til å analysere stabile virksomheter hvor det er mulig å foreta pålitelige estimater av fremtidig kontantstrøm. Fundamental verdsettelse er således mest hensiktsmessig å bruke for selskaper hvor veksten kan sammenlignes opp mot nominell vekst i økonomien (Damodaran, 2012, s. 359).

3.1.2 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdivurdering er basert på sammenlikning av priser for tilsvarende virksomheter eller eiendeler (Damodaran, 2012, s. 119). Det er to hovedmetoder av komparativ verdivurdering; substansverdimodellen og multiplikatormodellen.

I substansverdimodellen estimeres substansverdien til individuelle eiendeler ved å sammenlikne med salgsverdien på komparative eiendeler (Kaldestad & Møller, 2014, ss. 31-32). Egenkapitalverdien blir dermed substansverdien til eiendelene, fratrukket den komparative verdien av gjelden (Knivsflå, 2016r). Substansverdi er lik likvidasjonsverdi ved salg.

Modellen er spesielt tilrettelagt for virksomheter som opererer i bransjer hvor det er relativt enkelt å finne verdien på komparative eiendeler, som bransjer som har et likvide annenhåndsmarked for eiendeler. I oppdrettsbransjen utgjør konsesjoner en viktig eiendel, og som nevnt i kapittel 2.2.6.6 omsettes på et likvid annenhåndsmarked. Substansverdimodellen kan dermed være relevant for oppdrettsnæringen ved at verdifastsettelse av konsesjoner er mulig, og at det dermed foreligger tilstrekkelig sammenligningsgrunnlag for eiendeler. Oppdrettsselskaper har også betydelige eiendeler i anlegg, kunnskaper og teknologi, som er eiendeler som nødvendigvis ikke er likvide. Dette gjør substansverdimodellen mindre egnet for verdsettelse av et oppdrettsselskap.

I multiplikatormodellen utledes verdiestimatet på egenkapitalen ved å sammenlikne børsverdien til komparative virksomheter ved hjelp av multiplikatorer, samt justering av forskjeller i fundamentale forhold mellom virksomhetene (Damodaran, 2012, s. 508). En viktig faktor i en multiplikatormodell er valg av sammenligningsgrunnlag (Damodaran, 2012, ss. 462-463). Anvendelse av multiplikatormodellen anvendes ofte i praksis da den er enkel å bruke og lite tidkrevende (Kaldestad & Møller, 2014, s. 155). Det er en svakhet ved

modellen ved at den fokuserer på markedsverdier, og dermed indirekte antar at markedet er riktig priset, noe som gjerne ikke tilfellet. En annen svakhet er at friheten til å velge sammenligningsgrunnlag påvirker verdsettelsesverdien, slik at påliteligheten til modellen svekkes (Damodaran, 2012, s. 454).

Komparative verdsettelsesteknikker er til dels enkle å utføre, og gir pålitelige estimater i bransjer med komparative bedrifter og likvide markeder for eiendeler. Det er en svakhet at den i stor grad lener seg på markedsverdien, som ikke nødvendigvis trenger å være korrekt. Komparative verdsettelsesteknikker kan dermed sees på som et godt supplement til en fundamental verdsettelse som fokuserer på underliggende forhold til virksomheten.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å overta en eiendel på et fremtidig tidspunkt (Damodaran, 2012, s. 87). En realopsjon har som formål å fastsette verdi på fleksibiliteten til å utsette, utvide eller avhende et prosjekt (Kaldestad & Møller, 2014, ss. 32-33). Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario, samt verdien av fleksibilitet. Ved å anvende opsjonsprising kan man med opsjonsbasert verdivurdering separat verdsette fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, ss. 796-798). I enkelte situasjoner vil en fundamental verdsettelse undervurdere denne verdien, siden man ignorerer verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten til å gjøre bestemte typer tiltak (Kaldestad & Møller, 2014, s. 32). Opsjonsbasert verdsettelse blir dermed ofte benyttet som et supplement til fundamental verdivurdering (Kaldestad & Møller, 2014, s. 33). Opsjonsbasert verdsettelse kan i de fleste tilfeller fremgå som en krevende teknikk ved at det ikke eksisterer et likvid marked for realopsjonene, noe som kan gi stor usikkerhet i estimatet.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk for SalMar

SalMar ble stiftet i 1991 og notert på Oslo Børs i 2007. Dette gjør at verdivurderingen kan bygge på pålitelig historikk for virksomheten. Årsregnskapet for 2015 er utarbeidet under forutsetning om fortsatt drift. Etter oppstartfasen på 1970- og 1980- tallet har vekstraten til oppdrettsnæringen stabilisert seg og har de siste 10 årene hatt en gjennomsnittlig vekstrate i volum på 8,8 % (SSB, 2016c). Politiske og miljømessige utfordringer har i stor grad begrenset vekst i tilbudssiden. Bransjen fremstår i dag som en bransje med høy vekst med

positive framtidutsikter. På bakgrunn av pålitelige historiske data, og stabile framtidutsikter vil fundamental verdivurdering være en egnet metode for verdsettelse av SalMar. En svakhet med en fundamental verdsettelse er at oppdrettsbransjen er en syklisk bransje, noe som skaper usikkerhet for fremtidsbudsjetteringen.

En opsjonsbasert verdsettelse kan være aktuelt ved muligheten til å kjøpe og selge konsesjoner, samt åpning og stengning av oppdrettsanlegg. Opsjonsbasert verdsettelse er mest egnet for virksomheter preget av høy usikkerhet i fremtiden (Damodaran, 2012, ss. 777-787). I fremtiden er det flere usikkerhetsmomenter for SalMar, men bransjen har gjennom flere tiår blitt mer moden, og usikkerheten er i stor grad et resultat av eksterne endringer og ikke valgmuligheter for SalMar som er mer relevant å opsjonsprisen. Det er også i liten grad mulig å hente inn pålitelige data for å gjøre slike analyser. Vi anser dermed metoden som mindre egnet til å verdsette SalMar.

Eiendelene til selskapet består i hovedsak av biomasse i form laks, immaterielle eiendeler som konsesjoner og materielle eiendeler som oppdretts- og foredlingsanlegg. Oppdrettskonsesjoner er relativt likvide og kan dermed verdsettes etter substansverdimodellen. Verdsettelse av anlegg ved bruk av substansverdimodellen er derimot mer krevende på grunn av mindre likvide markeder. I tillegg innehar SalMar immateriell kunnskap og kompetanse som er viktig i oppdrett, men som ikke nødvendigvis omsettes på et annenhåndsmarked. Vi anser dermed substansverdimodellen som mindre egnet til verdsettelse av SalMar.

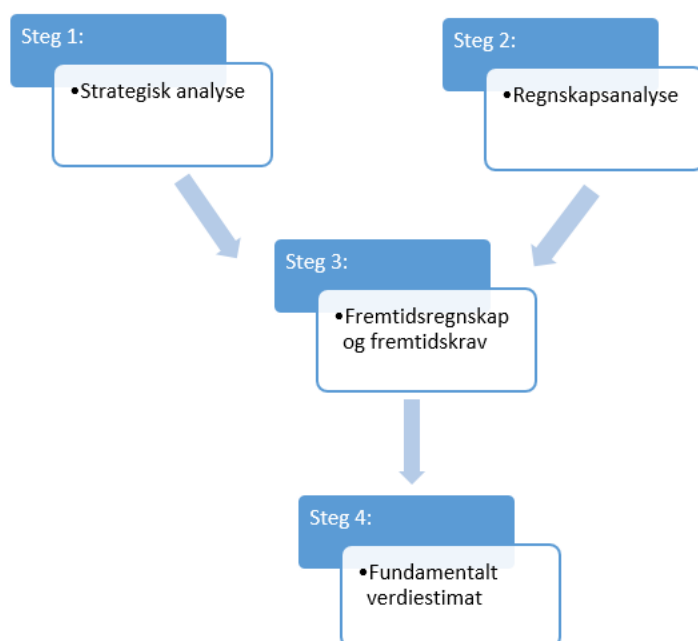
Det norske oppdrettsmarkedet er preget av få og store aktører notert på Oslo Børs, med relativt lik historie. Selskapene har ved fusjoner og oppkjøp vokst til å bli betydelige aktører i markedet. Oppdrettslaks er en relativt homogen vare, som innebærer lik oppdrettsprosess som nevnt i kapittel 2.2.3. Siden den operasjonelle driften for virksomhetene er relativt lik, eksiterer det virksomheter med like karakteristika som SalMar. Det gjør multiplikatormodellen relevant som supplement til den fundamentale verdsettelsen.

Vi mener at den fundamentale verdsettelsen som bygger på underliggende forhold til virksomheten, supplert med komparativ verdsettelse ved multiplikatormodellen, vil styrke påliteligheten til verdivurderingen av SalMar.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

For å utføre en fundamental verdsettelse vil vi benytte (Palepu, Healy, & Peek, 2013, ss. 13-15) sin fremgangsmåte. Vi vil imidlertid bruke elementer fra Knivsflå (2016a) vedrørende fremstilling av rammeverket.

Steg én er en strategisk kvalitativ analyse av virksomheten, og omgivelsene de opererer i. Det består av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Det andre steget er en regnskapsanalyse som består av en kvantitativ analyse av regnskapsinformasjon. Regnskapsanalysen deles først inn i analyse ved omgruppering og justering, og deretter analyse av virksomhetens prestasjoner relativt til komparative bedrifter (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 88). Funn fra steg én og steg to implementeres i utarbeiding av fremtidsregnskap og fremtidskrav i del tre. Det fjerde steget er å estimere et fundamentalt verdiestimat og fremheve usikkerhet. I dette steget vil også det forventede verdiestimatet brukes til å anbefale handlingsstrategi (Penman, 2013, s. 85).



Figur 3:1 Fremgangsmåte for fundamntental verdsettelse (Palepu, Healy & Peek, 2013 ss. 13-15) og (Knivsflå, 2016a)

4 Strategisk analyse

Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regnér (2014, s. 3) definerer strategi som; «*Den langsiktige retningen til en virksomhet*». Strategisk analyse er essensielt for å forstå virksomhetens lønnsomhet og risikoelementer i et kvalitativt perspektiv (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 47). Formål med strategisk analyse er å kartlegge en virksomhet sin posisjon i de omgivelsene de opererer i (Penman, 2013, s. 85).

Strategisk fordel er meravkastning også kalt superrentabilitet, til eierne, som innebærer at egenkapitalrentabiliteten, ekr , er høyere enn avkastningskravet til egenkapitalen, ekk (Knivsflå, 2016b). Superrentabilitet kan dekomponeres i en driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordel kommer fra driftsrentabilitet, ndr , utover avkastningskravet, ndk , mens finansieringsfordel kommer av at gjeldsrenten, $nfgr$, er lavere enn gjeldskravet, $nfkg$:

$$\begin{aligned} \text{Driftsfordel} &= ndr > ndk \\ \text{Finansieringsfordel} &= nfgr > nfkg \end{aligned}$$

Driftsfordelen øker ved «gearing», som er graden av finansiell gjeld, $nfgg$. Det samme gjør finansieringsfordelen (Knivsflå, 2016b):

$$\begin{aligned} \text{Driftsfordel m/gearing} &= (ndr - ndk) * (1 + nfgg) \\ \text{Finansieringsfordel m/gearing} &= (nfkg - nfgr) * nfgg \end{aligned}$$

Driftsfordelen kan videre dekomponeres i en ekstern bransjeorientert strategisk fordel og en intern ressursbasert fordel, som vi vil utrede for i kapittel 4. Strategisk eierfordel kan med dette utledes ved følgende matematisk formel:

$$\text{Strategisk eierfordel} = ekr - ekk = (ndr - ndk) * (1 + nfgg) + (nfkg - nfgr) * nfgg$$

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Vi fokuserer på den strategiske eierfordelen som er fordelten etter at långivere har fått sin andel (Knivsflå, 2016b). Det vil først utføres en ekstern bransjeorientert analyse, for å finne ut hvorvidt bransjen besitter en strategisk fordel. Det vil gjøres ved å utføre en PESTEL-analyse av makroforholdenes påvirkning på bransjen, og en Porter-analyse om lønnsomhetssituasjonen i bransjen. Den interne ressursbaserte analysen med SVIMA-rammeverk har som formål å finne ut om SalMar besitter ressurser som gir dem et konkurransefortrinn. De tre analysene vil dermed utrede om det eksisterer strategisk fordel på bransjenivå og selskapsnivå.

I nyere studier har det blitt konkludert med at bedriftsspesifikke fordeler har større påvirkning på lønnsomheten enn bransjespesifikke fordeler (Gjerde, Knivsflå, & Sættem, 2009, s. 2). Ifølge Gjerde, Knivsflå og Sættem (2009, s. 31) er bedriftsspesifikke fordeler opptil tre til fire ganger så viktig som bransjespesifikke fordeler. Dette støttes også opp av Misangyi, Elms, Greckhamer & Lepine (2006). Hawawini, Subramanian & Verdin (2002) utførte derimot en studie der de så bort fra de to bedriftene med høyest lønnsomhet, og de to bedriftene med svakest lønnsomhet i et utvalg. I dette tilfellet hvor de tydelige lederne og tydelige taperne av lønnsomhet var fjernet, var deres funn at bransjespesifikke faktorer var viktigere enn bedriftsspesifikke faktorer.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

For PESTEL-analysen i 4.2.1 og Porter-analysen i 4.2.2 brukes det presenterte faktagrunnlaget i kapittel 2.2.

4.2.1 Makroanalyse - PESTEL

PESTEL er et verktøy for å dekomponere makroforholdene bransjen opererer i. Verktøyet brukes for å analysere hvordan endringer i makroforholdene påvirker bransjen (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regnér, 2014, s. 34). I figur 4.1 presenteres PESTEL-verktøyet.

Faktorer	Eksempler
Politiske	Politiske mål og konflikter
Økonomiske	Økonomisk vekst, renteutvikling, valutakurs
Sosiokulturelle	Demografiske endringer og livsstilstrender
Teknologiske	Teknologiske endringer og utvikling
Miljømessige	Miljøendringer
Juridiske	Nasjonale og internasjonale lovverk

Figur 4:1 PESTEL-rammeverket (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regner, 2014, ss. 34-36)

4.2.1.1 Politiske faktorer

Norsk politikk: At Regjeringen ønsker å satse på oppdrettsnæringen og eksplisitt har et mål om at produksjonen skal femdobles frem til 2050 er positivt for næringen, da det vil føre til større volum og høyere omsetning for oppdrettsbransjen. Med vekstutsiktene til Regjeringen og nedgangen i oljenæringen vil oppdrettsnæringen utgjøre en viktigere del av verdiskapningen i Norge, noe som kan indikere at myndighetene vil ha mer fokus på oppdrettsnæringen for å sikre arbeidsplasser i fremtiden. Høyere prioritet blant politikere kan resultere i at de fatter tiltak som blir gunstig for næringen.

Internasjonal politikk: En eksportrettet næring som oppdrettsbransjen er følsom for internasjonale politiske tiltak som handelsboikotter og antidumpingtiltak. Handelsboikotten fra Russland og eksportforbud til Kina, har gitt varierende effekt på lønnsomheten hos den norske oppdrettsbransjen. Mindre norske oppdrett- og bearbeidingselskaper spesialisert mot spesifikke markeder som Russland og Kina har blitt svært hardt rammet av handelsboikotten. For næringen samlet sett, har boikottene hatt mindre effekt på lønnsomheten. Ved

handelsboikott har Russland og Kina importert laks fra land som ikke er påvirket av sanksjonene, som Chile og Færøyene. Sanksjonene har dermed i mindre grad påvirket den totale etterspørselen etter laks. Norge tar dermed over markeder som tidligere har blitt forsynt fra Færøyene og Chile, og den totale etterspørselen har i liten grad blitt påvirket. Sanksjonene har også gjort at mange norske aktører aktivt har utforsket alternative markeder og sanksjonene har dermed ført til at nye markeder har begynt å importere norsk laks. Sanksjonene har per i dag vart i flere år, og norsk oppdrettsnæring har vendt seg til situasjonen. Det eksisterer dermed en oppside ved muligheten om at sanksjonene blir opphevet og norsk laks igjen kan importeres i stor skala til Russland og Kina. Antidumpingtiltak har i liten grad blitt benyttet de siste årene. Dette er fordi den norske oppdrettsnæringen har blitt mer moden og i større grad klarer å forutse de politiske beslutningene til EU.

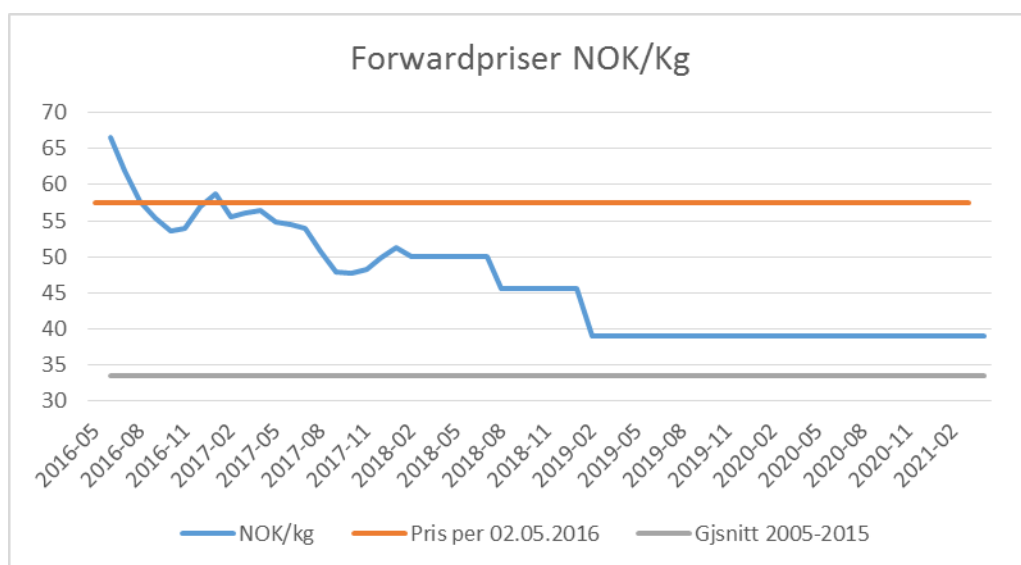
4.2.1.2 Økonomiske faktorer

BNP: Utsiktene til verdensbanken vil være positivt for norsk oppdrettsnæring, på grunn av korrelasjon mellom BNP og kjøttkonsum. Marginaleffekten av økt BNP på kjøttkonsum er høyest i mindre utviklede land. Det er også i disse landene vekstraten er høyest, noe som vil føre til en større økning i etterspørsel etter laks i disse landene. Det gjelder land som India og Kina. Slike land vil dermed være viktige satsningsområder fremover. Land som Frankrike og Japan vil ha et lavere vekstpotensial for norsk laks som følge av moderert vekst i BNP. Den overordnede utviklingen i BNP ligger til rette for en økt etterspørsel etter oppdrettslaks.

Rente: Oppdrett er en kapitalintensiv bransje der rentenivået vil ha stor påvirkning på de finansielle kostnadene. Anslagene til Norges Bank på styringsrente på rundt 1 % legger til grunn for at finansiering til den kapitalintensive oppdrettsbransjen i fremtiden også vil være gunstig. En lavere rente vil være gunstig for anleggsinvesteringer i oppdrettsbransjen, siden etterspørselen etter investeringsmuligheter vil øke.

Valutakurs: En svekkelse av norsk krone har gjort norsk laks relativt billigere i utlandet, noe som har bidratt til høy lønnsomhet. En negativ konsekvens av valutakursen er derimot at norske oppdrettselskaper vender seg til en situasjon med gunstig valutakurs og er dermed mer eksponert for en eventuell fremtidig styrking av den norske kronen. En svak norsk krone er dermed positivt for lønnsomheten, men skaper et risikomoment ved en potensiell styrkelse av norsk valuta.

Laksepris: Figur 4.2 viser lakseprisen per 02.05.2016, gjennomsnittsprisen på laks mellom 2006-2015, samt forwardprisen på laks frem til 2020. Hittil i 2016 har lakseprisene vært historisk høye, med en pris godt over marginalkostnaden. Dagens priser er også svært høye sammenlignet med forwardprisene. Det tyder på at prisen trolig skal nedover på sikt. Videre tror markedet at prisen på sikt vil ligge over tidligere gjennomsnittsnivå. Dette kan være naturlig, da gjennomsnittsprisen ikke tar høyde for inflasjon. Den høye volatiliteten i lakseprisen gir stor usikkerhet i fremtidig inntjening for selskapene. Oppdrettsprosessen tar mellom 2-4 år, noe som gir rom for syklisk variasjon i tilbudet, siden det for oppdrettsselskapene er krevende å estimere etterspørselen 2-4 år frem i tid. Tilbudet blir i stor grad styrt på et statlig plan, ved konsesjoner, men også sesongvariasjon, rømming av laks og sykdomsutbrudd. Laksen må slaktes når den når en viss levealder, og har begrensede muligheter for lagring, i motsetning til andre råvarer som kull og olje. De historisk høye spotprisene, sammen med lave forwardpriser indikerer at prisene vil reduseres på sikt, noe som er negativt for bransjen.



Figur 4:2 Forwardpriser laks (FishPool, 2016)

4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer:

Økt befolkning gir større matbehov og tilsier økt etterspørsel etter oppdrettslaks. Siden naturlig fangst av fisk og jordbruk har biologiske begrensninger, vil en større andel av matbehovet måtte dekkes av oppdrett. Bransjelønnsomheten vil ut i fra dette stige på lang sikt.

Den globale helsetrenden vil føre til høyere etterspørsel etter oppdrettslaks og gi positive utsikter for bransjen. En trend som kan begrense dette, er skepsis hos forbrukere om at norsk oppdrettslaks ikke er trygt å spise. Lønnsomhetsutviklingen er dermed helt avhengig av tiltro fra forbrukerne.

4.2.1.4 Teknologiske Faktorer

Den teknologiske utviklingen med landbasert-, havbasert oppdrett og annen teknologi, vil på lang sikt sannsynligvis løse utfordringer med lakselus. Dette vil påvirke måten oppdrett foregår på. Omlegging av produksjon kan redusere bransjelønnsomheten som følge av store investeringskostnader. Lavere kostnadsnivå ved løste utfordringer med lakselus vil derimot bidra positivt til lønnsomheten.

Det er stor usikkerhet om hvilken teknologisk innovasjon eller medisinsk løsning som slår igjennom. Det vil føre til endringer i tilbudssiden, både med totalt produksjonsvolum og potensielle aktører, og som følge av endringer i konsesjonssystemet. Landbasert oppdrett vil kunne redusere effekten av det norske konkurransefortrinnet med lang kystlinje og ideell temperatur, da slike forhold kan skapes kunstig. Landbasert oppdrett vil også gjøre det mulig å flytte oppdrettslokasjonene nærmere sluttmarkedene, noe som også er negativt for den norske oppdrettsnæringen. På den andre siden besitter Norge ledende teknologi som kan skape et konkurransefortrinn mot andre land. Utfordringene landbasert oppdrett vil løse vil også føre til at produksjonen kan øke og bransjen kan vokse. Havbasert oppdrett er en mindre trussel mot den norske oppdrettsbransjen, da forholdene i form av temperatur og vannkvalitet ikke kan skapes kunstig. Likevel vil det kunne øke totalt volum og ha stor påvirkning på tilbudssiden.

4.2.1.5 Miljømessige faktorer

Lakselus: Lakselus medfører en galopperende kostnadsutvikling som i 2014 utgjorde tre til fire milliarder kroner for bransjen. Tap av potensiell inntekt, samt direkte og indirekte bekjempelse av lakselus utgjør en klar forringelse av bransjelønnsomheten siden marginer reduseres. Kostnadsutviklingen vil være avhengig av hvor lang tid det tar for aktørene å få lakselusnivået under et håndterbart nivå.

Resistensutviklingen hos lakselusen representerer et stort problem fordi de må ta i bruk kostbare behandlingsmetoder. Den begrensede tilgangen på medikamenter gir økt press på å finne alternative løsninger. I ytterste konsekvens vil høye nivå av lakselus, kombinert med det nye konsesjonssystemet, gi full produksjonsstans for bransjen.

Rømt oppdrettslaks: Den nye avtalen om «forurenser betaler» ansvarliggjør hver aktør økonomisk. Ansvarsbevisste aktører må gjennom Miljøfondet regne med å være økonomisk ansvarlig for aktører som ikke tar grep for hindre rømminger. Bransjen som helhet må forvente å sette av høyere kostnader, som på kort sikt og mellomlang sikt vil ha negativ effekt på bransjelønnsomheten. På lang sikt vil en slik ordning trolig medføre at bransjen som helhet vil få mindre rømminger og bidra positivt til lønnsomheten.

4.2.1.6 Juridiske faktorer

Det tidligere konsesjonssystemet med ujevne tildelinger og varierende tildelingskriterier, har vært en uforutsigbar ordning for næringen. En ordning som får tilnavn som «lakselotteri» og «skjønnhetskonskurranse» gjør at konsesjonsutdelingen fremstår som tilfeldig, noe som er uheldig for næringen. Innføringen av handlingsregelen fremstår som mer forutsigbart ved at konsesjonsutdelinger forekommer annethvert år, såfremt miljøstatusen er akseptabel i området. Det har positiv innvirkning på bransjeaktørene ved at det skapes kontinuitet.

Overgangen fra det gamle til det nye konsesjonssystemet innebærer at man går fra å ha et individuelt ansvar for sitt eget selskap, til å ha et kollektivt ansvar med andre aktører som opererer i samme område som en selv. Hver aktør vil være prisgitt innsatsen til andre aktører i samme område for å få produksjonsutvidelser. «Gratispassasjerproblemet» med ansvarspulveriserende aktører vil begrense produksjonsveksten for næringen. For å bekjempe lakselus i hvert område vil det kreve et koordinert samarbeid, som både er tid- og kostnadskrevende, og dermed begrense bransjelønnsomheten.

Som nevnt i avsnitt 2.2.6.6 vil konsesjonskrav for å drive med oppdrett vedvare til tross for endringer i konsesjonssystemet. Det må sees i lys av offentlig regulering av matvareproduksjon som har vedvart for oppdrettsbransjen siden 1973.

4.2.1.7 Oppsummering PESTEL- makroanalyse

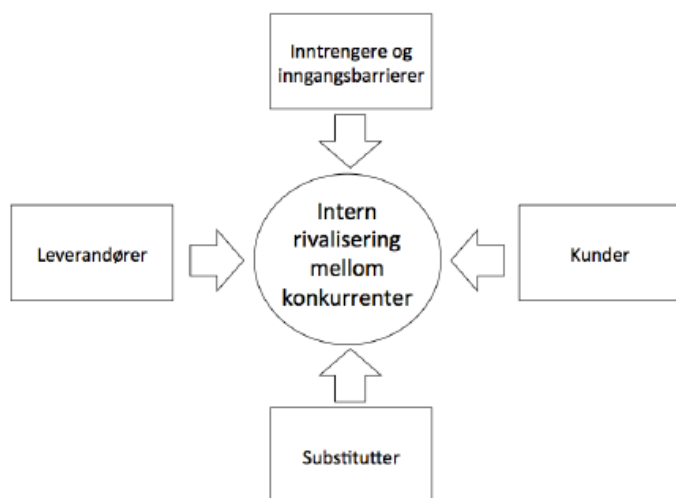
Endringene i makroomgivelsene påvirker oppdrettsbransjen på ulike måter. Høye laksepriser, en svak norsk krone og utsikter til økt bruttonasjonalprodukt er gunstig for oppdrettsbransjen. Utviklingen med lav rente er positivt på grunn av at bransjen er kapitalintensiv med høye investeringsutgifter. Lakselus representerer et stort problem for næringen i form av at det er kostnadskrevende og skaper mistillit hos kunder. Lakselus er en kostbar affære som i 2014 forringet marginene for bransjen med tre til fire milliarder kroner. Omleggingen av det nye konsesjonssystemet vil være mer forutsigbart for næringen ved at tildelingene har tydelig kriterier for oppnåelse, og mindre tilfeldigheter. Høye nivå av lakselus i merdene vil begrense konsesjonsutdelingen. Man vil være prisgitt innsatsen til andre aktører i samme område for å få produksjonsutvidelser. «Gratispassasjerproblemet» med ansvarspulveriserende aktører vil begrense produksjonsveksten for næringen.

På lang sikt vil teknologiske endringer eller medisinske løsninger løse utfordringene med lakselus. Det er stor usikkerhet både med tanke på hvilke teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger som slår igjennom. Med et konsesjonssystem som er basert på å ha lave nivåer av lakselus i merdene, vil det forekomme oppmykninger i konsesjonssystemet. Konturene kan allerede sees ved løpende konsesjonsutdeling for landbasert oppdrett, og utviklingskonsesjoner for nye teknologiske løsninger. Oppmykninger i konsesjonssystemet vil gi reduserte konsesjonsverdier for tradisjonell oppdrett, men siden konsesjonssystemet vil vedvare vil ikke konsesjonsverdien forsvinne. Krav om konsesjoner må sees i lys av offentlig reguleringsbehov av matvareproduksjon, samt reguleringer siden 1973.

Det hersker likevel stor usikkerhet om den eksakte konsesjonsverdien til tradisjonell oppdrett ved teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger. Det er også stor usikkerhet om hvilken teknologisk innovasjon eller medisinsk løsning som slår igjennom. Økningen i produksjonen kan henføres til Regjeringens ambisjon om å femdoble produksjonen til 2050, og økt etterspørsel etter mat som følge av økning i verdens befolkning.

4.2.2 Bransjespesifikk analyse - Porters femkraftsmodell

For å kartlegge lønnsomhet i en bransje brukes en femkraftsmodell utviklet av Michael Porter. Modellen presenterer fem krefter som påvirker lønnsomheten, der hver kraft rangeres fra sterk til svak (Porter, 1979). Er kraften sterk har den en konkurransefremmende effekt, som fører til lav lønnsomhet og liten sannsynlighet for superprofitt. Det motsatte er tilfelle hvis kraften er svak. De fem kreftene som påvirker lønnsomheten til bransjen er inntrengere og inngangsbarrierer, kunder, leverandører, substitutter og intern rivalisering mellom konkurrenter, som vist i figur 4.3 (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regnér, 2014, s. 41). En svakhet med modellen er at den er statisk, og gir dermed begrensede muligheter til å fange opp en bransje i kontinuerlig endring (Ehlers, 2009).



Figur 4:3 Porters femkraftsmodell (Porter, 1979)

4.2.2.1 Trussel fra nye aktører:

Ved at nye aktører kommer inn i bransjen vil produksjonen til eksisterende aktører bli presset, og lønnsomheten reduseres. Inngangsbarrierene avhenger blant annet av kostnadsstruktur, stordriftsfordeler, og politiske barrierer (Porter, 1979).

Det skapes høye barrierer for en inntrenger ved at man må ha konsesjoner for å drive med oppdrett. Hard konkurranse grunnet høyt søkertall om konsesjoner og innstramminger i konsesjonssystemet, gjør det krevende for en ny aktør å få tak i konsesjoner. Konsesjoner kan kjøpes på annenhåndsmarkedet, men da til en vesentlig høyere pris enn om man får kjøpt av

myndighetene. En prisklasse på rundt 30 millioner per konsesjon, fordrer en sterk finansiell ryggrad hos en ny aktør, og bidrar til å bygge høye etableringshindre for nye aktører. Oppdrettsproduksjon er en tidkrevende prosess som tar to til tre år. Dette gjør at det tar lang tid før investeringene gir inntjening, og utgjør en betydelig risikofaktor for nye aktører.

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring og nye aktører må belage seg på høye investeringskostnader, som øker etableringsbarrierene.

Ut i fra lønnsomhetsanalysen til Fiskeridirektoratet i kapittel 2.2.4 kan det slås fast at det eksisterer få stordriftsfordeler i produksjonen, på bakgrunn av minimale forskjeller i produksjonskostnader hos små, mellomstore og store oppdrettsaktører. Dette bidrar til å redusere inngangsbarrierene for nye aktører. Det bør likevel presiseres at det kan være betydelige stordriftsfordeler i salg- og distribusjonsleddet.

På lang sikt vil det skje oppmykninger i konsesjonssystemet som nevnt i kapittel 2.2.6.6, som følge av teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger. Det er dermed utsikter til lavere inngangsbarrierer på lang sikt. Inngangsbarrierene i oppdrettsnæringen er høye, og vil stige ved innføringen av det nye konsesjonssystemet. På kort og mellomlang sikt vil dermed trusselen for inntrengere være lav. På lengre sikt vil teknologiske endringer eller medisinske løsninger føre til lavere inngangsbarrierer ved oppmyking av konsesjonssystemet.

4.2.2.2 Substitutter

Substitutter er produkter som kan dekke kundenes behov på en annen måte. Hvis kunder kan dekke sine behov gjennom å bytte til andre produkter, vil det sette en begrensning på profittmulighetene i bransjen (Porter, 1979). Hvis prisen i bransjen er for høy, vil det trigge overgang til andre substitutter.

Substitutter kan deles inn i nære substitutter og generelle substitutter. Nære substitutter for oppdrettslaks er naturlig fanget fisk, og generelle substitutter er kjøttprodukter som kylling, lam, storfe og svinekjøtt. Naturlig fanget fisk er et nært substitutt til oppdrettsfisk. Fisk kan bli fanget i store deler av verden, og kan dermed bli fanget nærmere konsumentlandet. Naturlig fanget fisk har derimot en volumbegrensning som nevnt i kapittel 2.2.6.3. Dagens nasjonale- og internasjonale fiskekvoter har som mål å sørge for bærekraftig fangst, slik at det ikke er forventet store volumøkninger, da det er vanskelig å øke kvotene samtidig som å holde fiskebestanden bærekraftig. I tillegg er fangst i de fleste tilfeller mer kostbart enn

oppdrett, som igjen reduserer trusselen til oppdrettsnæringen. Fisk fremstår også som et sunnere alternativ, som reduserer sannsynligheten for endring i kosthold ved økt pris.

Substitutter som kylling, lam, storfe og svinekjøtt kan ses på som mer generelle substitutter. Det dekker samme behov for proteiner, men skiller seg fra hverandre med hensyn til helseeffekter og preferanser. Siden oppdrettslaks har blitt relativt billigere enn kjøttprodukter de siste 20 årene, så reduserer det trusselen kjøttprodukter utgjør.

Videre er det få effektivitetsgevinster å hente på landbruk grunnet modenheten i bransjen. Oppdrettsnæringen er derimot en mindre moden bransje enn landbruk, der det forventes nye teknologiske løsninger som vil bidra til effektivisering. Fisk fremstår også som en mer effektiv kilde til protein enn andre kjøttprodukter grunnet en høyere fôringsgrad som det fremgikk i kapittel 2.2.2.

Substitutter kan i liten grad ses på som en trussel for oppdrettsnæringen, noe som legger til grunn for høy lønnsomhet på kort- og lang sikt. Dersom prisen på laks er betydelig høy over en lengre periode, vil konsumenter søke over til andre substitutter.

4.2.2.3 Kunder

Kunder har mye makt hvis de kan redusere marginene i bransjen (Porter, 1979). Kundemakten avhenger av den relative forhandlingsmakten og kjøpernes prissensitivitet. En viktig presisering er at oppdrettsbransjens kunder er virksomheter som kjøper laks fra oppdrettsselskapene, og i mindre grad sluttkonsumenten av laksen.

Store kunder forhandler frem avtaler for store volumer og har følgelig betydelig forhandlingsmakt. Siden laks er i høy grad et homogent produkt vil det føre til prispress og gi lavere lønnsomhet for bransjen. Oppdrettsselskapene har derimot en svært spredt kundeportefølje med mange ulike kunder av forskjellig størrelse og geografisk spredning. Den omfangsrike kundemassen vil føre til mindre kundemakt, som igjen vil føre til høyere lønnsomhet for bransjen.

Kundene til oppdrettsselskapene vil ønske å tilby laks så lenge det er etterspørsel fra sluttkonsumenten. Dette fører til at prisendringene må være betydelige før det får store utslag. Siden mange av kundene benytter derivater aktivt i kjøp av oppdrettslaks, vil de bli mindre påvirket av store kortsiktige svingninger, som gir en mer stabil etterspørsel. På mellomlang og lang sikt vil derimot kundemakten komme til syne ved at en høy pris vil tvinge frem

endring i kundedadferd. Dette gjør at høye priser kan føre til høy inntjening på kort sikt, men vil redusere kundemassen på lang sikt. Det vil være negativt for fremtidig lønnsomhet.

Totalt sett vil den spredte kundemassen gjøre at kundemakten er relativt lav, noe som fører til høy lønnsomhet for bransjen. Høy pris over tid vil tvinge frem endringer i kundedadferd.

4.2.2.4 Leverandører

Leverandørene har høy forhandlingsmakt hvis de kan sette høye priser, og dermed redusere bransjen sin profitt (Porter, 1979). Høy leverandørmakt er tilfellet hvis bransjen har få tilbydere og leverer essensielle produkter til bransjen.

Som vist i avsnitt 2.2.3 er fiskefôr den desidert største kostnadskomponenten til oppdrettsselskapene og fôrselskapene fremstår som de mektigste leverandørene til oppdrettsbransjen. Fiskefôr er en viktig faktor i produksjonen av oppdrettsfisk, og det at leverandørene av fôr er få og store gjør at disse kan sette høye priser. Høye fôrkostnader har motivert aktører som Marine Harvest til å starte egen fôrproduksjon, for å bli mer uavhengig av eksterne leverandører. Dette er et tegn på at leverandørene har priset seg for høyt og motivert aktørene i bransjen til å gjøre tiltak for å redusere leverandørmakten. Dette viser at det er en svekkelse av leverandørenes makt, noe som er positivt for lønnsomheten.

I likhet med fôrleverandørene er også oppdrettsselskapene store, noe som skaper en gjensidig avhengighet, med muligheter for lange forutsigbare kontrakter. Det vil være kritisk for en leverandør hvis et oppdrettsselskap velger dem bort, noe som reduserer leverandørmakten i bransjen.

Totalt sett indikerer dette at leverandørene har stor makt, grunnet få leverandører med viktige leveranser. Det at oppdrettsselskaper som Marine Harvest starter egen produksjon av fôr er et tegn på at leverandørmakten vil reduseres i fremtiden. Leverandørmakten er dermed høy, men forventes å reduseres over tid, noe som gir en positiv utvikling for lønnsomheten i fremtiden.

4.2.2.5 Intern rivalisering i bransjen

Graden av rivalisering mellom konkurrentene i bransjen påvirker lønnsomheten. Høy konkurranse driver lønnsomheten ned, og lav konkurranse gir høyere lønnsomhet. Konkurransenintensiteten kan sees i lys av vekst i bransjen, kostnadsstruktur, markedsstruktur og grad av differensiering i bransjen (Porter, 1979).

Oppdrettsbransjen preges av lav grad av produkt differensiering, da majoriteten av bedriftene konsentrerer seg om smolt, oppdrett, slakting og videresalg til store aktører. Det tilsier høyere grad av rivalisering. Utgangsbarrierene i bransjen blir lavere fordi det en enkel prosess å ta over konsesjoner. En slik påstand er likevel prisgitt høy etterspørsel etter både konsesjoner og anlegg til aktøren som vil ut av næringen, noe som ikke nødvendigvis er tilfelle i tider der markedet er dårlig.

Som vist i avsnitt 2.2.7 står de utvalgte aktørene i vår analyse for 57 % av det totale produksjonsvolumet i Norge. De tre største aktørene, Marine Harvest, SalMar og Lerøy står for til sammen 52 % av produksjonsvolumet. Bransjen er dermed preget av få og store aktører. Utviklingen med færre og større aktører gjør at virksomhetene har færre å konkurrere med. Det fører til en svakere grad av rivalisering og lønnsomheten forventes dermed å øke. Fra 2004 til 2014 har volumveksten i oppdrettsnæringen årlig vokst med 8,8 %. Med en veksttakt som dette vil etablerte aktører ha nok med å dekke markedsveksten, og være mindre opptatt av å kapre markedsandeler fra konkurrentene, i motsetning til om veksten stagnerer.

Som følge av konsesjonsinnstramminger vil rivaliseringen svekkes på mellomlang sikt, som øker bransjelønnsomheten. Oppmyking av konsesjonssystemet på grunn av teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger vil øke rivaliseringen ved at flere kommer inn i bransjen. Konsesjonsoppmykingen med økte produksjonsmuligheter, samt høy markedsvekst bygget opp av Regjeringens vekstambisjoner og økt etterspørsel etter mat, som nevnt i avsnitt 2.2.6.1 og 2.2.6.3, gjør at aktørene i større grad vil dekke markedsveksten fremfor å kapre markedsandeler.

4.2.2.6 Delkonklusjon Porter- bransjeanalyse

En oppkjøpsbølge har i de siste årene preget bransjen, noe som har sørget for færre og større aktører, som har gitt lav grad av rivalisering i bransjen. Bransjens volumvekst har gjort at aktørene har hatt nok med å dekke markedsveksten, og være mindre opptatt av å kapre markedsandeler fra konkurrentene, i motsetning til om veksten hadde stagnert. Leverandørmakten var høy i analyseperioden, men forventes å bli redusert på sikt, grunnet vertikal integrasjon blant oppdrettsselskapene. Substitutter ansees i dag som en relativt liten trussel for bransjen, mens det fremstår som en trussel ved at lakseprisen er betydelig høy over en lengre periode da konsumenter vil substituere for laks. Oppdrettsbransjen har i dag høye

inngangsbarrierer, noe som hovedsakelig skyldes konsesjonssystemet. Både det at konsesjoner har vært krevende å fått tildelt, samt en høy pris på annenhåndsmarkedet til konsesjoner. Innstramminger i konsesjonssystemet i 2017 på grunn av lakselus vil øke inngangsbarrierene, og gi lavere grad av rivalisering. Oppmykningen i konsesjonssystemet som følge av teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger vil føre til lavere inngangsbarrierer og økt rivalisering. Den forventede markedsveksten kan føre til at aktørene i mindre grad trenger å kapre markedsandeler fra hverandre for å vokse.

4.3 Intern ressursbasert analyse

Faktagrunnlaget i kapittel 2.3 om hvordan SalMar avviker fra gjennomsnittsbedriften danner grunnlaget for den ressursbaserte analysen. Ressursbasert analyse handler om i hvilken grad en virksomhet sine ressurser gir grunnlag for konkurransefortrinn. Analysen har som hensikt å forstå lønnsomhetsforskjeller mellom virksomheter i en bransje (Jakobsen & Lien, 2001, s. 85). Konkurransefortrinn er i henhold til Jakobsen & Lien (2001 s.85) sin oversettelse av Michael E. Porter sin definisjon; «Langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet». En ressurs er; «Beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarksstrategier» (Jakobsen & Lien, 2001, s. 90). For at en ressurs skal gi et varig konkurransefortrinn må ressursen være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar (Jakobsen & Lien, 2001, s. 98). Vi vil nå forklare de ulike SVIMA-kriteriene.

Sjelden	Viktig	Ikke - imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke- beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Figur 4:4 SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001, s 99)

Sjelden: En ressurs kan ikke forklare ulik lønnsomhet mellom bedrifter hvis mange av aktørene i bransjen besitter samme ressurs. Ressursen må være sjelden for å være et konkurransefortrinn (Jakobsen & Lien, 2001, s. 92).

Viktig: Ressursen må ha en positiv effekt på kunders betalingsvilje, bedrifters kostnader, eller en kombinasjon av disse (Jakobsen & Lien, 2001, s. 92).

Ikke-imiterbar: Hvis ressursen kan kopieres eller erstattes med en annen ressurs som gir samme funksjon vil den ikke kunne gi et varig fortrinn (Jakobsen & Lien, 2001, s. 93).

Mobilisert: Gjenspeiler om selskapet klarer å gjøre ressursen om til økonomiske verdier (Jakobsen & Lien, 2001, s. 93).

Approprierbar: Hvorvidt verdien av ressursen tilfaller bedriften. Hvis ressursen ikke er approprierbar kan verdien av ressursen tilfalle andre enn bedriften som besitter ressursen (Jakobsen & Lien, 2001, s. 95).

West III & Castro (2001, s. 417) kritiserer ressursbasert teori for å fokusere for mye på konkurransefortrinn, da det i like stor grad burde fokuseres på konkurranseulemper. Jakobsen og Lien (2001 s.116-117) introduserer et forenklet rammeverk for potensielle ressurser som bedriften skulle mangle. Dette kalte de for SVI-rammeverket, som vist i figur under:

Savnes	Viktig	Ikke-imiterbar	Utfall
Nei	Nei	Nei	Paritet
Ja	Nei	Nei	Triviell ulempe
Ja	Ja	Nei	Midlertidig ulempe
Ja	Ja	Ja	Varig ulempe

Figur 4:5 SVI-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001, s. 117)

Savnes: Omhandler i hvilken grad man savner ressursen, altså om den er helt fraværende, eller om man har visse kapasiteter til ressursen som den kan bygges på (Jakobsen & Lien, 2001, s. 116).

Ressursene «viktig» og «ikke-imiterbar» fremgår fra SVIMA-rammeverket.

4.3.1 Valg av ressurser

4.3.1.1 *Produksjonsanlegget InnovaMar*

SalMar sitt produksjonsanlegg InnovaMar, er som nevnt i avsnitt 2.1.5 et høyteknologisk anlegg for slakting og bearbeiding. Produksjonsanlegget gir lavere enhetskostnader ved å samle store slaktevolum på ett anlegg. Automatiseringen gir lavere lønnskostnader og varekostnader. InnovaMar er også plassert på samme lokasjon som hovedkontoret. Med bakgrunn i overnevnte forhold ønsker vi å finne ut om produksjonsanlegget InnovaMar gir grunnlag for varig konkurransefortrinn.

4.3.1.2 *Lokasjonsvalg i Norge*

SalMar er sammenlignet med bransjegjennomsnittet den virksomheten med størst nærvær i Midt-Norge. I overkant av 70 % av SalMar sitt produksjonsvolum i Norge er i Midt-Norge, mens gjennomsnittet for bransjen er 40 %. Som nevnt i kapittel 2.2.6.5 er Midt-Norge den landsdelen med høyest konsentrasjon av lakselus. Høy tilstedeværelse i Midt-Norge gir dermed grunnlag for å analysere hvorvidt SalMar sin tilstedeværelse i dette området kan fremstå som en konkurranseulempe.

4.3.1.3 *Innovasjonsevne*

Fastsettelse av SalMar sin innovasjonsevne er utfordrende fordi ressursen er svært sammensatt. Vi mener at innovasjonsprosesser, historiske- og fremtidsrettede investeringer, samt omtale om SalMar gir grunnlag for å analysere om innovasjonsevnen gir grunnlag for konkurransefortrinn.

4.3.2 Analyse

4.3.2.1 *Produksjonsanlegget InnovaMar*

Sjelden: Det som er sjeldent med anlegget til SalMar er at ett enkelt anlegg har så stor kapasitet. De komparative bedriftene har i større grad fordelt kapasiteten på flere anlegg. Eksempelvis har Marine Harvest med alle sine produksjonsanlegg samlet sett større slaktekapasitet enn InnovaMar, men har fordelt produksjonen ut over flere mindre anlegg. Ingen av de komparative bedriftene har et samlet produksjonsanlegg på samme lokasjon som hovedkontoret, som gjør at ressursen fremstår som sjelden.

Viktig: Produksjonsanlegget er viktig fordi det er med på å redusere SalMar sine produksjonskostnader. Som nevnt i avsnitt 2.1.5 gir det en forbedret håndtering av oppdrettslaksen, som også fører til kvalitetsgevinster. Dette kan være med å øke kunders betalingsvilje for produktet. Produksjonsanlegget gir reduserte kostnader i form av lavere

enhetskostnader fordi det er store slaktevolum på ett sted. Teknologiske forbedringer har gitt økonomiske besparelser i form av lavere varekostnader. Automatisering i prosesser gir lavere lønnskostnader for SalMar.

Ikke-imiterbar: På kort sikt vil det være svært krevende, om ikke umulig å imitere produksjonsanlegget til SalMar. Kostbare økonomiske investeringer, tilpasset teknologiske løsninger og tidkrevende bygingsprosess vil gjøre produksjonsanlegget ikke-imiterbart på kort sikt. På lang sikt er det derimot mulig å bygge lignende anlegg. Ressursen kan dermed ikke anses som ikke-imiterbar.

Mobiliserbar: Produksjonsanlegget fører til lavere varekostnader, lønnskostnader og enhetskostnader, samt økt betalingsvilje ved å forbedre kvaliteten. Det er med på å skape økonomiske verdier og ressursen er dermed mobiliserbar.

Approprierbar: De økonomiske gevinstene som lavere varekostnad, enhetskostnader og lønnskostnader, samt en høyere betalingsvilje tilfaller SalMar. Ved anlegget slakter og bearbeider også SalMar for eksterne aktører. Vi vil likevel mene at merverdien tilfaller SalMar fordi vi forutsetter at eksterne betaler en pris som gjør at verdien tilfaller SalMar. De mer immaterielle fordelene av å ha produksjonsanlegget på samme sted som hovedkontoret tilfaller også SalMar.

Delkonklusjon: SalMar sitt høyteknologiske produksjonsanlegg regnes for å være et midlertidig fortrinn. Ressursen er derimot imiterbar og kan dermed ikke regnes som et varig konkurransefortrinn.

4.3.2.2 Lokasjonsvalg i Norge

Savnes: Det å ha sine oppdrettslokasjoner spredt kan føre til lavere risiko ved sykdomsutbrudd og lakselus. SalMar har en viss spredning ved å være lokalisert i både Midt-Norge og Nord-Norge, men fremstår som aktøren med mest eksponering mot Midt-Norge. Det at SalMar har en høy tilstedeværelse i Midt-Norge, der lakseluskonstantrasjonen er størst, gjør at en større nasjonal spredning av oppdrettsanleggene karakteriseres som savnet.

Viktig: Lakselus er et stort problem for oppdrettsbransjen. Det å være aktøren med størst geografisk eksponering mot dette problemet er ikke en gunstig situasjon. I tillegg er det

politisk forankret at nye konsesjoner skal utleveres i områder der oppdrett vil skape minst miljøutfordringer. SalMar har derimot flere anlegg i Nord-Norge som per i dag er landsdelen som har minst problemer med lakselus. Det at SalMar har tilstedeværelse både i Midt-Norge og Nord-Norge gjør at deres portefølje av oppdrettsanlegg er spredt.

På lang sikt vil teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger kunne løse utfordringen med lakselus. Det gjør at lokaliseringen til SalMar vil fremstå som et mindre problem i fremtiden. Tatt i betraktning at det å spre sine anlegg i ulike regioner vil også føre til større investeringer som kan gå på bekostning av lønnsomheten, og utsikter til løsninger på lakselus, gjør at ressursen ikke defineres som viktig.

Ikke-imiterbar: SalMar har i dag stor tilstedeværelse i Nord-Norge, og dermed store muligheter for utbygging. Det at de ikke har noen tilstedeværelse på Vestlandet gir andre aktører i området et konkurransefortrinn, da verdikjeden i stor grad er tilpasset den geografiske lokasjonen. Samtidig må det ses på som enklere å ekspandere nasjonalt enn internasjonalt. SalMar kan imitere bransjeaktørene ved å få tildelt konsesjoner i andre deler av landet, kjøpe konsesjoner på annenhåndsmarkedet eller kjøpe opp andre virksomheter lokalisert i andre områder. Ressursen kan dermed ikke regnes som ikke- imiterbar.

Delkonklusjon: SalMar sine lokasjonsvalg i Norge defineres som en savnet ressurs, men kan ikke karakteriseres som viktig og ikke-imiterbar. Dette gjør at ressursen karakteriseres som en triviell konkurranseulempe.

4.3.2.3 Innovasjonsevne

Sjelden: At oppdrettsselskaper har evne til å innovere kan ikke regnes som enestående da de fleste aktører har tydelige satsingsområder innen innovasjon og samarbeid med forskningsinstitusjoner. SalMar skiller seg fra bransjen ved at de er i teten med utvikling av havbasert oppdrett, i tillegg til å være den første som får innvilget utviklingskonsesjoner. Å ha en innovasjonsevne som trekkes frem av bransjeeksperter for å være ledende, samt at finansministeren i presentasjon av et statsbudsjett fremstiller SalMar som en ledestjerne, underbygger argumenter om at ressursen er sjelden.

Viktig: Innovasjonsevnen til SalMar er en viktig ressurs fordi det gir grunnlag for nye og langsiktige satsingsområder, som kan gi grunnlag for både lavere kostnader og økt betalingsvilje hos kunder. Lykkes prosjekt vil utfordringer som lakselus og rømminger

reduseres. En friskere laks vil gi økt betalingsvilje hos kunder og redusere kostnader relatert til lakselus.

Ikke-imiterbar: Innovasjonsevne er en immateriell ressurs som er sammensatt av ulike karakteristika i en organisasjon som gir evne til å lære og gjennomføre ideer. Innovasjonsevnen til SalMar er blant annet sammensatt av historie, ansatte, interesser og teknologi. Å imitere en innovasjonsevne er krevende tatt i betraktning at det er vanskelig å finne ut hva som er mest avgjørende i sammensetningen av innovasjonsevnen.

Innovasjonsevnen til SalMar kan imiteres ved å investere i FOU-intensiteten. Som nevnt i avsnitt 2.2.6 er det ikke en entydig sammenheng mellom FOU-utgifter og vellykkede innovasjoner. Det eksisterer ikke et velfungerende marked for kjøp av innovasjonsevne i motsetning til kjøp av produksjonsutstyr, som gjør at innovasjonsevne i høy grad må akkumuleres internt i bedriften og gjerne over en lang tidsperiode. På lang sikt vil det derimot være krevende å beholde en innovasjonsevne som er over snittet i bransjen, da konkurrerende virksomheter vil kopiere tiltak som de ser er vellykket. På sikt kan ressursen dermed ikke regnes for å være ikke-imiterbar.

Mobiliserbar: Innovasjonsevnen fører til større sannsynlighet for at nye teknologi blir vellykket, noe som vil generere økonomiske verdier. Innovasjonsevnen kan også føre til lavere kostnader, da ny teknologi kan føre til lavere produksjonskostnader. Vi vurderer dermed ressursen som mobiliserbar.

Approprierbar: Ved innovasjon vil SalMar benytte mye ressurser på løsninger som konkurrerende virksomheter i stor grad kan kopiere. Bruk av patenter og lovverk vil redusere denne risikoen noe. Ressursen kan dermed karakteriseres som approprierbar.

Delkonklusjon: SalMar sin innovasjonsevne vil dermed kunne regnes for å være et midlertidig fortrinn, på grunn av at den ikke regnes for å være ikke-imiterbar.

4.3.3 Delkonklusjon ressursbasert analyse:

Ressursulempen, *nasjonale lokasjoner*, fremstår som en triviell konkurranseulempen da SalMar er lokalisert i områder med høy konsentrasjon av lakselus. Ressursulempen vil vedvare på kort og mellomlang sikt.

Produksjonsanlegget InnovaMar regnes for å være et midlertidig fortrinn som gir lavere lønnskostnader og varekostnader ved at produksjonen samles på ett sted. Siden produksjonsanlegget er imiterbart vil konkurrenter på lang sikt kunne imitere det. Det medfører at på lang sikt vil denne ressursfordelen forsvinne.

Innovasjonsevnen til SalMar regnes for å være et midlertidig konkurransefortrinn. Innovasjonsevnen regnes for å være svært viktig for satsingen med havbasert oppdrett. Innovasjonsevnen møter de teknologiske endringene, til tross for svært usikker utvikling.

4.4 Oppsummering strategisk analyse og risikoelementer:

Bransjefordel:

Fra 2010 til 2015: Det forelå en høy bransjefordel i analyseperioden. Det er på grunn av krav om konsesjoner for å drive med tradisjonell oppdrett som begrenser antall aktører i bransjer. Konkurransen svekkes ved at det er få og mektige aktører, på bakgrunn av en oppkjøpsbølge i bransjen.

Kort sikt: Vedvarende strengt konsesjonssystem, kostbare konsesjoner på annenhåndsmarkedet, samt få og mektige aktører bidrar til lav rivalisering og høy laksepris. Utviklingen i 2016 har vært preget av historisk høy laksepris. Høy konsentrasjon av lakselus i merdene øker kostnadene ved direkte og indirekte behandling av lakselusen. Samlet sett vil den positive effekten ved konkurransesituasjonen og høy laksepris dominere over den negative kostnadseffekten ved lakselus. På kort sikt vil dermed bransjefordelen øke.

Mellomlang sikt: På mellomlang sikt preges bransjen av utfordringer relatert til lakselus og lavere laksepris. Forebygging og bekjempelse, samt resistensutvikling hos lakselus mot eksisterende medikament reduserer marginer for aktørene og gir dermed lavere bransjefordel. Det nye konsesjonssystemet som innføres i 2017 vil gi konsesjonsinnskrenkninger som følge av høye nivå av lakselus. Når det blir vanskeligere å få tak i konsesjoner vil inngangsbarrierene for nye aktører økes ytterligere og gi lavere konkurranseintensitet, som

øker bransjelønnsomheten. Historisk høye laksepriser vil også tendere mot et mer historisk nivå.

Lang sikt: Siden 1973 har det eksistert et konsesjonskrav for å drive i oppdrettsnæringen, og konsesjonssystemet vil vedvare grunnet behov for statlig regulering av matproduksjon. På lang sikt vil utfordringer med lakselus enten løses ved medisinske løsninger eller teknologiske innovasjoner. Tatt i betraktning at konsesjonssystemet er basert på å ha lave nivåer av lakselus i merdene, vil en løsning på utfordringer gi oppmyking av konsesjonssystemet. Siden konsesjonssystemet vil videre eksistere, vil konsesjonsverdien av tradisjonell oppdrett reduseres, men ikke forsvinne. Det hersker høy usikkerhet omkring den eksakte konsesjonsverdien til tradisjonell oppdrett, samt hvilken teknologisk innovasjon eller medisinsk løsning som slår igjennom. Oppmykingen av konsesjonssystemet vil redusere inngangsbarrierene og øke rivaliseringen i bransjen, som reduserer lønnsomheten. Den negative lønnsomhetskonsekvensen ved oppmyking av konsesjonssystemet oppveies av noe økt produksjonsvekst i bransjen. Økte produksjonsvolumer gir økt bransjevekst. Bransjeveksten må sees i lys av økning i verdens befolkning med tilhørende økt matbehov og regjerings mål om femdobling av oppdrettsproduksjonen frem til 2050. Bransjefordelen på lang sikt bæres av vedvarende krav om konsesjoner og bransjevekst ved produksjonsøkning.

Ressursfordel:

Analyseperioden og kort sikt fremover: I analyseperioden foreligger det en ressursfordel for SalMar. Ressursen som produksjonsanlegget InnovaMar utgjør, med lavere enhetskostnader, lønnskostnad og varekostnader enn bransjegjennomsnittet bidrar spesielt til den positive ressursfordelen i analyseperioden og på kort sikt fremover. Det er derimot en ressursulempen for SalMar at merdene er lokalisert i områder med høy konsentrasjon av lakselus som svekker ressursfordelen.

Mellomlang sikt: På mellomlang sikt vil ressursen med InnovaMar forsvinne som følge av at konkurrenter kan bygge opp tilsvarende anlegg, og høste fordelene. SalMar sin ressurs med innovasjonsevne vil være viktig for utvikling av havbasert oppdrettsteknologi. Siden innovasjonsevnen er et midlertidig konkurransefortrinn vil konkurrenter kunne dra nytte av SalMar sin innovasjonsevne. Dette medfører at på mellomlang sikt vil ressursfordelen forsvinne. I denne perioden bidrar konkurranseulempen med lokalisering å ytterligere redusere ressursulempen. Ressursfordelen vil dermed forsvinne på mellomlang sikt.

Den strategiske fordelene er summert i figur 4.5. Bransjefordelen er mer dominerende enn ressursfordelen både i analyseperioden, kort -, mellomlang- og lang sikt.

	Analyseperioden	Kort sikt	Mellomlang sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Høy bransjefordel	Ytterligere økt bransjefordel	Redusert, men positiv bransjefordel	Svakere, men varig bransjefordel
Ressursfordel	Positiv, men lav ressursfordel	Positiv, men lav ressursfordel	Ressursfordelen forsvinner	Ingen ressursfordel
= Strategisk fordel	Høy strategisk fordel	Ytterligere økt strategisk fordel	Redusert, men positiv strategisk fordel	Svakere, men varig strategisk fordel

Figur 4:6 Strategisk fordel på kort, mellomlang og lang sikt

4.4.1 Oppsummering av strategiske risikofaktorer på kort, mellomlang og lang sikt

Risikoelementer på kort, mellomlang og lang sikt	
Kort og mellomlang sikt	Lang sikt
<ul style="list-style-type: none"> ❖ Høye konsentrasjoner av lakselus 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Hvilken teknologisk innovasjon eller medisinsk løsning ❖ Eksakt konsesjonsverdi
<ul style="list-style-type: none"> - Økende nivå av lakselus i oppdrettsmerder - Høye kostnader forbundet med forebygging og behandling bidrar som gir økt kostnadsutvikling - Resistensutvikling hos lakselusen mot medikament utgjør en ytterligere fare 	<ul style="list-style-type: none"> - Usikkerhet om hvilken teknologisk innovasjon eller medisinsk løsning som slår igjennom - Usikkerhet om eksakt konsesjonsverdi for tradisjonell oppdrett.

Figur 4:7 Strategiske risikofaktorer på kort, mellomlang og lang sikt

4.5 Strategisk vekstanalyse

Vekst er et resultat av samspill av flere faktorer, hvor produksjonsvolum, laksepriser og statlig reguleringer er dominerende for oppdrettsbransjen. I tabell 4.8 fremstilles strategisk vekstanalyse i analyseperioden på kort-, mellomlang- og lang sikt.

Fra 2010 til 2015 og på kort sikt: I analyseperioden har det vært en høy vekst. Denne veksten har i hovedsak kommet fra høyere veksttakt i årlige produksjonsvolumer, som det fremgår av kapittel 2.2.2. Oppdrettsbransjen kjennetegnes av å ha en volatil produksjonsvekst som det fremgår av figur 2.5. Det har imidlertid vært en moderering siden 2000-tallet, i motsetning til svært volatile tiår før det. I 2016 vil veksten øke, i hovedsak som følge av høye laksepriser.

Mellomlang sikt: På mellomlang sikt vil det bli en lavere veksttakt på grunn av innføringen av det nye konsesjonssystemet. Regjeringen vil med det nye konsesjonssystemet stramme inn på antall tildelinger, og således gi mindre rom for å øke produksjonen, som nevnt i kapittel 2.2.6.6

Lang sikt: På lang sikt vil vekstraten bli lavere, men stabiliseres på et positivt nivå. Den positive vekstraten kommer av den antatte oppmykningen av konsesjonssystemet som skyldes medisinske løsninger eller teknologiske innovasjoner som løser utfordringer med lakselus. Oppmykninger gir muligheter for å øke produksjonen. Til tross for oppmykninger vil krav om konsesjoner for å drive med oppdrett vedvare på grunn av reguleringsbehov av matproduksjon. Den økte produksjonsveksten må likevel sees i lys av Regjeringens vekstambisjon som presentert i kapittel 2.2.6.1 om å femdoble norsk oppdrettsproduksjon frem til 2050, som fordrer en vekstrate på mellom 3-5 %. Som det fremgår av kapittel 2.2.6.3 vil verdens matbehov øke som følge av økt befolkning. Tatt i betraktning at det foreligger biologiske begrensninger for fangst og jordbruk, vil matbehovet i større grad måtte dekkes av oppdrett.

	Analyseperioden	Kort sikt	Mellomlang sikt	Lang sikt
Vekstutsikter	Høy vekst - Høyere veksttakt i volumer - Volatilt produksjonsvolum	Redusert, men likevel nokså høy vekst - Høy laksepris i 2016	Redusert, men positiv veksttakt - Innføring av nytt konsesjonssystem som begrenser produksjonsveksten	Lavere, men stabil positiv vekstrate - Oppmykning av konsesjonssystemet gir økte produksjonsmuligheter - Vekstraten er redusert ved at krav om konsesjoner vil eksistere - Regjeringens vekstambisjon - Økt matbehov ved økning i verdens befolkning

Figur 4:8 Vekstutsikter i analyseperioden på kort, mellomlang og lang sikt

5 Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Regnskapsanalyse gir investorer kjennskap til en virksomhet sin evne til å generere verdier for sine eiere (Penman, 2013, s. 2). Regnskapsanalyse gir en historisk plattform til å bygge verdsettelsesanalysen videre på (Kaldestad & Møller, 2014, s. 49).

For å utføre en regnskapsanalyse gjennomføres fire steg. Det første steget er å utføre «trailing», som innebærer å bruke kvartalstall som prognose for det endelige årsregnskapet. Som nevnt i avsnitt 1.2 vil vi ikke utføre «trailing» på grunn av at SalMar sin første kvartalsrapport publiseres 11.05.2016 og vi stanser informasjonsinnhenting fra og med 02.05.2016. Det andre steget er å omgruppere årsregnskapet for å få det mer investororientert. Det tredje steget går ut på å identifisere målefeil i omgrupperte regnskapstall, samt vurdere hvorvidt målefeil skal justeres. Det siste steget i regnskapsanalyse er å analysere risiko og superrentabilitet ved å utføre en forholdstallsanalyse.

I 2002 ble det bestemt at børsnoterte virksomheter er pliktig til å utarbeide konsernregnskap etter IFRS-standard (Gjesdal, Kvaal, & Kvifte, 2013, s. 21). Dette gjør at SalMar og valgte komparative bedrifter anvender samme regnskapsprinsipper.

5.1.1 Valg av analysenivå

Regnskapsanalyse kan enten utføres ut i fra konsernregnskapet eller selskapsregnskapet.

Kaldestad & Møller (2015 s.53-54) hevder at dersom virksomhetene i konsernregnskapet er tett driftsmessig integrert, bør konsernregnskap brukes fremfor selskapsregnskapene.

SalMar sine datterselskap med blant andre SalMar Settefisk AS, Hitramat Farming AS og Villa Smolt AS utfører operasjoner som inngår i SalMar sin verdikjede (SalMar, 2016a). En utfordring ved å benytte konsernregnskapet er bruk av ulike valutaer i regnskapet (Kaldestad & Møller, 2014, s. 54). SalMar har begrensede eierskapsposter i utlandet. Norskott Havbruk som utgjør den største utenlandske eierskapsposten, er oppgitt i norske kroner, og det er dermed ikke nødvendig med større valutaomgjørelser i regnskapsanalysen (SalMar, 2016a).

Siden datterselskaper er tett driftsmessig integrert med SalMar, samt begrenset bruk av utenlandsk valuta i regnskapet, utføres regnskapsanalysen på konsernnivå.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode handler om antall år som skal inngå i analyseperioden. Det avhenger av om virksomheten har vært stabil eller foretatt omstruktureringer de siste årene.

Stabile virksomheter bør ha en lang analyseperiode for å få frem kontinuiteten i driften, mens virksomheter med omlegginger kan ha en kortere analyseperiode. Dette begrunnes med at tidligere drift blir irrelevant (Knivsfå, 2016c). SalMar har foretatt ulike oppkjøp de siste årene. De oppkjøpte virksomhetene har i stor grad lik drift som SalMar og SalMar sin drift kan dermed sies å vært relativt stabil.

Damodaran (2002 s.17) hevder videre at sykliske bransjer bør ha en lang analyseperiode for å få frem oppgang- og nedgangskonjunkturer. Som nevnt i avsnitt 2.2.6.2 er oppdrettsbransjen preget av volatile laksepriser slik at bransjen fremstår som syklisk. Omstruktureringer og børsnoteringer blant aktørene i bransjeutvalget gjør derimot at det ikke er hensiktsmessig med en analyseperiode som strekker seg forbi tidsperioder med store strukturelle endringer.

På bakgrunn av ovennevnte momenter ønsker vi å benytte en mellomlang analyseperiode på seks år, fra og med 2010 til og med 2015.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

Vi definerte bransjen i kapittel 2.2.1 som *“oppdrett av laks og ørret av norske selskaper i norske- og utenlandske farvann.”* Ut i fra vår definisjon av bransjen fremgår selskapene Marine Harvest, Grieg, Lerøy og Norway Royal Salmon som de mest aktuelle til å inngå i analysen som komparative bedrifter. SalMar inngår selv i sammenligningsgrunnlaget.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Tabell 5.1 og 5.2 viser SalMar sin opprinnelige oppstilling av resultatregnskapet og balansen i analyseperioden fra 2010 til 2015.

Driftsinntekter	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Salgsinntekter	3 399 868	3 800 204	4 180 414	6 228 305	7 160 010	7 303 506
+ Andre driftsinntekter	29 564	33 299	24 377	17 555	25 877	22 696
= Sum driftsinntekter	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202
Driftskostnader	2010	2011	2012	2013	2014	2015
- Endring i beholdning av varer under tilv og ferd. tilv.	-401 629	-395 900	-390 297	-324 914	-162 119	-246 712
- Merverdier varelager fra oppkjøp	33 587	20 259				
- Varekostnader	1 898 698	2 373 168	2 715 056	3 376 109	3 337 411	3 809 523
- Lønnskostnader	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 881
- Avskrivning av varige driftsmidler og Imm.eiendeler	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	307 280
- Nedskrivning av varige driftsmidler	1 668	543	547	5 000	2 399	14 169
- Annen driftskostnad	517 067	705 891	885 983	1 086 299	1 142 953	1 272 186
= Sum driftskostnader	2 456 643	3 227 706	3 864 125	4 986 367	5 306 839	5 922 327
= Operasjonelt driftsresultat	972 789	605 797	340 666	1 259 493	1 879 048	1 403 875
+ Virkelig verdjustering	184 658	-368 098	290 417	528 176	-232 349	39 932
+ Engangsgevinster knyttet til oppkjøp			62 390	161 755		
+ Særskilte biologiske hendelser		-60 070	-54 614			
+ Tapskontrakter	-3 635					
= Driftsresultat (EBIT)	1 153 812	177 629	638 859	1 949 424	1 646 699	1 443 807
+ Inntekt på investering i tilknyttet selskap	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 242
Finansposter	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Renteinntekt	5 639	5 276	2 956	9 958	9 057	3 477
+ Finansinntekt	18 495	2 774	50 177	374 357	2 044	685
+ Rentekostnad	-49 597	-98 791	-169 084	-168 053	-124 193	-98 780
+ Finanskostnad	-14 931	-24 410	-8 313	-1 596	-902	-5 744
= Netto finansresultat	-40 394	-115 151	-124 264	214 666	-113 994	-100 362
= Resultat før skattekostnad	1 260 783	160 477	608 504	2 322 070	1 628 841	1 383 687
+ Skattekostnad	-302 667	-13 106	-127 062	-418 695	-413 364	-254 891
= Årsresultat	958 116	147 371	481 442	1 903 375	1 215 477	1 128 796
Utvidet resultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omregningsdifferanser og utvidede resultatposter i tilknyttede selskaper						
+ Utvidede resultatposter i tilknyttede selskap	-27 546	-1 519	-42 044	73 352	58 751	58 475
+ Utvidede resultatposter i datterselskap	158	398				
+ Omregningsdifferanse i datterselskap	416	398	-719	1 051	3 312	4 705
+ Poster som ikke senere kan reklassifiseres til resultat						
+ Årets estimatavvik pensjonsforpliktelser				242		
+ Reklassifisering sikringsinstrumenter	-6 899					
= Årets totalresultat	924 245	146 250	438 679	1 978 020	1 277 540	1 191 976
- Minoritetens andel av årsresultatet	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 506
= Majoritetens andel av årsresultatet	946 818	144 855	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 289
- Minoritetens andel av totalresultatet	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 506
= Majoritetens andel av totalresultatet	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 469
Resultat per aksje/utvannet resultat per aksje	9.19	1.41	4.20	15.80	10.65	9.83

Tabell 5:1 Resultatregnskap 2010-2015

Eiendeler						
Anleggsmidler	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Konsesjoner, patenter og lignende	1 406 483	1 483 752	1 702 152	2 030 710	2 451 271	2 466 171
Goodwill	306 999	433 348	433 348	433 348	447 372	447 372
Sum immaterielle eiendeler	1 713 482	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 898 643	2 913 543
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	179 364	206 409	233 732	473 408	489 496	617 182
Maskiner, anlegg og dritsløsøre	636 720	845 581	947 824	1 248 820	1 336 126	1 554 914
Skip, transportmidler og lignende	55 951	74 455	87 247	137 096	191 953	239 863
Sum varige driftsmidler	872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	2 017 575	2 411 959
Investeringer i tilknyttet selskap	866 809	918 868	948 575	402 338	523 711	627 681
Investeringer i aksjer og andeler	1 426	762	15 760	384	519	289
Pensjonsmidler	3 901	2 023	2 492	802	1 592	1 397
Andre fordringer	12 276	4 609	4 029	5 225	13 403	6 840
Sum finansielle anleggsmidler	884 412	926 262	970 856	408 749	539 225	636 207
Sum anleggsmidler	3 469 929	3 969 807	4 375 159	4 732 131	5 455 443	5 961 709
Omløpsmidler	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Biologiske eiendeler	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 052
Andre varer	128 973	227 935	303 682	171 539	206 454	328 216
Sum varer	1 709 907	1 648 723	2 289 895	3 248 689	3 321 138	3 634 268
Kundefordringer	409 707	505 280	660 944	662 149	888 219	815 540
Andre fordringer	136 266	144 993	245 501	217 584	292 644	258 288
Sum fordringer	545 973	650 273	906 445	879 733	1 180 863	1 073 828
Bankinnskudd, kontanter og lignende	107 062	47 621	55 336	1 070 998	166 963	273 696
Sum omløpsmidler	2 362 942	2 346 617	3 251 676	5 199 420	4 668 964	4 981 792
Sum eiendeler	5 832 871	6 316 424	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 501
Egenkapital og gjeld						
Innskutt Egenkapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aksjekapital	25 750	25 750	28 325	28 325	28 325	28 325
Egne aksjer	-350	-325	-325	-325	-325	-295
Overkurs	112 880	112 880	415 286	415 286	415 286	415 286
Annen innskutt egenkapital	25 685	38 337	49 957	32 822	34 834	57 768
Sum innskytt egenkapital	163 965	176 642	493 243	476 108	478 120	501 084
Opptjent egenkapital						
Fond	2 187 391	1 915 741	2 338 170	4 246 867	4 598 535	4 646 272
Sum opptjent egenkapital	2 187 391	1 915 741	2 338 170	4 246 867	4 598 535	4 646 272
Egenkapital uten minoritet	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356
Minoritetsinteresser	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684
Sum egenkapital	2 469 367	2 214 611	2 967 713	5 060 783	5 137 277	5 227 040
Langsiktig gjeld og forpliktelser	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pensjonsforpliktelser	1 714	1 213	528	-	-	-
Utsatt skatt	787 188	738 475	872 398	1 199 557	1 262 594	1 230 815
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 760 567	2 028 537	2 098 240	1 974 521	1 780 174	2 371 338
Leasing gjeld og annen langsiktig gjeld	108 606	173 460	125 188	471 716	411 388	390 035
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	2 658 075	2 941 685	3 096 354	3 645 794	3 454 156	3 992 188
Kortsiktig gjeld	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gjeld til kredittinstitusjoner	51 431	501 754	596 288	397 186	276 667	140 421
Leverandørgjeld	351 042	412 802	762 765	515 856	409 485	649 274
Betalbar skatt	148 088	66 399	7 008	25 843	321 839	292 320
Skyldige offentlige avgifter	48 023	52 980	43 192	93 532	143 757	153 262
Annen kortsiktig gjeld	106 845	126 195	153 515	192 556	381 226	488 996
Sum kortsiktig gjeld	705 429	1 160 130	1 562 768	1 224 973	1 532 974	1 724 273
Sum gjeld	3 363 504	4 101 815	4 659 122	4 870 767	4 987 130	5 716 461
Sum egenkapital og gjeld	5 832 871	6 316 426	7 626 835	9 931 550	10 124 407	10 943 501

Tabell 5:2 Balanse 2010-2015

5.3 Omgruppering av regnskap

Regnskapsanalyse kan enten være kreditororientert eller investororientert. I en kreditororientert regnskapsanalyse er det långiverne som står i fokus. For långiverne fremstår analyse av virksomhetens risiko som det mest sentrale. Investororientert analyse har fokus på egenkapitalinvestorer. Egenkapitalinvestorer vil være opptatt av hvorvidt deres avkastningskravet oppnås. SalMar har i hele analyseperioden fra 2010 til 2015 rapportert etter IFRS-regler. Vi vil utføre en investororientert analyse, og dermed omgruppere årsregnskapet.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I dette avsnittet skal resultatregnskapet omgrupperes til en mer investororientert vinkling. Formålet med omgrupperingen er å fremstille resultatregnskapet på en mer hensiktsmessig måte på bakgrunn av vårt analyseformål (Gjesdal, 2007, s. 3).

Omgrupperingen av resultatregnskapet følger fire steg (Knivsflå, 2016d):

Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet

Steg 2: Fordele fullstendig resultat på drift, finans, skatt og rest.

Steg 3: Trekke ut det unormale for å finne det normale.

Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultat.

5.3.1.1 *Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen*

Fullstendig nettoresultat består av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat (OCI) og «dirty surplus» (Knivsflå, 2016d). Annet fullstendig resultat (OCI) består av inntekt- og kostnadsposter som etter IAS 1 kan utelates fra den ordinære resultatoppstillingen (IFRS Foundation, 2016). Det strider imidlertid mot Norsk Regnskapsskikk.

Årsresultatet og annet fullstendig resultat gir totalt resultat til majoriteten. «dirty surplus» er inntekter og kostnader som blir ført direkte mot egenkapitalen (Penman, 2013, s. 41). «dirty surplus» er dermed et brudd på kongruensprinsippet, utredet i regnskapsloven RL§4-3, (Regnskapsloven, 1998). «dirty surplus» utledes fra egenkapitaloppstillingen. Endringer i egenkapital kommer fra totalresultat, utbytte og netto kapitalinnskudd. I tabell 5.4 fremgår endringer i egenkapital. Siden IFRS opererer med annet fullstendig resultat, vil «dirty surplus» prinsipielt sett utgjøre null i årsregnskaper etter IFRS (Knivsflå, 2016d). Selv ved bruk av annet fullstendig resultat er det likevel enkelte poster som føres direkte mot

egenkapitalen som eksempelvis emisjonskostnader og prinsippendringer (Knivsflå, 2016d). Vi identifiserte «dirty surplus» i analyseperioden, som vist i tabell 5.3. «dirty surplus» består derimot av utbetydelig små beløp.

Endring i egenkapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital 01.01	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655
+ Totalresultat	912 945	143 733	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 470
- Betalt utbytte	223 520	409 740	2 940		896 000	1 120 000
+ Netto kapitalinnskudd eksl. Utbytte	-36 954	7 033	317 365	26 878	-4 888	24 231
+ Driftsrelatert "Dirty Surplus"	-7		-1	-1	4	-1
+ Finansielt "Dirty Surplus"						
= Egenkapital 31.12	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655	5 147 355

Tabell 5:3 Endring i egenkapital

Ut i fra dette utledes fullstendig nettoresultat til egenkapitalen som det fremgår av tabell 5.4.

Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Årsresultat (ÅRE)	946 816	144 854	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 290
+ Annet fullstendig resultat (OCI)	-33 871	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 180
= Totalresultat	912 945	143 733	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 470
+ Dirty Surplus	-7		-1	-1	4	-1
= Fullstendig netto resultat til EK (FNR)	912 938	143 733	424 606	1 864 685	1 254 567	1 166 469

Tabell 5:4 Fullstendig nettoresultat til EK

5.3.1.2 Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det andre steget innebærer å fordele SalMar sitt fullstendige nettoresultat til de ulike kapitalgruppene (Knivsflå, 2016d). En slik fordeling er ifølge Knivsflå (2016d) viktig for å forstå kildene til de fullstendige nettoresultat og fremheve hvordan resultatet blir fordelt. Kildene til inntekter er drift og finans. Resultatet fra drift og finans fordeles deretter til finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapital.

SalMar sine tilknyttede selskaper er tett driftsmessig integrert ved at de inngår i SalMar sin verdikjede. Ifølge årsrapporten regnes Norskott Havbruk AS som det eneste tilknyttede foretaket av vesentlige størrelse. Vi vurderer dermed samtlige tilknyttede selskaper til å inngå i SalMar sin drift.

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet betegnes som finansielt, til tross for at det tidligere var en driftspost (Knivsflå, 2016d). Samtlige poster som SalMar har vurdert som annet fullstendig resultat karakteriserer vi som driftsrelaterte poster. Dette er i hovedsak poster vedrørende tilknyttede selskaper og datterselskaper. I 2010 fremgår posten «reklassifisering sikringsinstrumenter» (SalMar, 2011). Denne posten kan karakteriseres som både drift og finans. Av informasjonen som fremgår i notene mener vi at det er hensiktsmessig å

klassifisere det som en driftspost, på grunn av at sikringsinstrumentene er konstruert for å sikre driftsrelaterte elementer. Fordeling av drift og finans fremgår av tabell 5.5 og 5.6.

Fullstendig driftsresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Driftsinntekter	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202
- Driftskostnader	2 456 643	3 227 706	3 864 125	4 986 367	5 306 839	5 922 327
+ Andre driftsrelaterte poster	181 023	-428 168	298 192	689 931	-232 349	39 932
= Resultat fra egen virksomhet	1 153 812	177 629	638 858	1 949 424	1 646 699	1 443 807
+ Resultat fra driftstilknyttet selskap	117 738	13 725	17 605	101 075	96 136	40 242
= Fullstendig driftsresultat før skatt	1 271 550	191 354	656 463	2 050 499	1 742 835	1 484 049
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat (OCI)	-33 871	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 180
+ Driftsrelatert Dirty Surplus	-7	0	-1	-1	4	-1

Tabell 5:5 Fullstendig driftsresultat før skatt

Fullstendig finansresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finansinntekt	24 134	8 050	53 133	384 315	11 101	4 162
- Finanskostnad	64 528	123 201	177 397	169 649	125 095	104 524
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	29 627	84 274	76 305	56 906	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-10 767	-30 877	-47 959	271 572	-113 994	-100 362
+ Finansielt annet fullstendig resultat (OCI)	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt Dirty Surplus	0	0	0	0	0	0

Tabell 5:6 Fullstendig finansresultat før skatt

5.3.1.3 Steg 3: Trekk ut det unormale for å finne det normale

I det tredje steget omgrupperes regnskapet etter normale- og unormale poster. Unormale poster følger ikke trender og innehar gjerne variasjoner som reduserer påliteligheten i analysen.

Normalt driftsresultat - Før skatt	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rapportert driftsresultat	1 271 550	191 354	656 463	2 050 499	1 742 835	1 484 049
- Unormale poster i driftsresultatet	145 768	-448 970	297 645	684 931	-234 748	25 763
= Normalt driftsresultat	1 125 782	640 324	358 818	1 365 568	1 977 583	1 458 286
- Normalt resultat fra driftstilknyttet selskap	117 738	13 725	17 605	101 075	96 136	40 242
= Normalt driftsresultat fra egen virksomhet	1 008 044	626 599	341 213	1 264 493	1 881 447	1 418 044
Unormale poster i driftsregnskapet - Før skatt	145 768	-448 970	297 645	684 931	-234 748	25 763
Unormale driftsrelaterte poster - Etter skatt	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormale driftsrelaterte poster (OCI) - Etter skatt	-33 871	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 180
+ Unormale Dirty Surplus - drift - etter skatt	-7	0	-1	-1	4	-1
= Unormale driftsrelaterte poster - Etter skatt	-33 878	-1 121	-42 764	74 644	62 067	63 179

Tabell 5:7 Normale og unormale driftsposter

Redegjørelse av driftsrelaterte poster:

Andre driftskostnader: Posten består av både normale og unormale poster. Av notene i årsregnskapet er det vanskeligheter med å splitte det opp. Utviklingen til andre driftskostnader har vært stabilt, samt en utvikling som korrelerer med utviklingen i driftsinntekter. Ut i fra dette kategoriseres samtlige andre driftskostnader som normale.

Merverdi varelager fra oppkjøp: Ved tidligere sammenslåinger har det blitt identifisert merverdier vedrørende varelager. Disse merverdiene blir realisert når varene merverdiene har blitt knyttet opp til har blitt solgt. Dette kategoriseres som en unormal post, som kun har oppstått i 2010 og 2011.

Virkelig verdijustering av biomasse: På bakgrunn av IAS 41 skal biomasse måles til virkelig verdi (Bernhoft & Fardal, 2007). Det fører til årlige justeringer på bakgrunn i variasjon av laksepris. En slik verdijustering har følgelig ingen trend, og blir utelukkende påvirket av eksterne faktorer som virksomheten i liten grad kan påvirke. Posten klassifiseres dermed som unormal.

Andre virkelig verdijusteringer: Består av endring i avsetning av tapskontrakter, urealisert verdiendring Fish Pool kontrakter, urealisert verdiendring valutaterminkontrakter og endring intern fortjeneste. Dette klassifiseres som unormalt.

Engangsgevinster knyttet til oppkjøp: I 2012 og i 2013 er det ført inntekter fra engangsgevinster knyttet til oppkjøp. I 2012 inngikk SalMar en avtale med Villa Arctic AS om virksomhetssammenslutning vedrørende et oppdrettsanlegg i Laksefjorden. I 2013 kjøpte SalMar Atlantic Cod Farms AS og gjorde et trinnvis oppkjøp i Villa Organic AS. I tillegg ble det satt av en økt avsetning vedrørende oppkjøpet av Villa Arctic AS i 2012. Dette karakteriseres som engangsposter som er lite relevant for fremtiden. Posten regnes som unormal.

Særskilte biologiske hendelser: I 2012 bestod posten av kostnader vedrørende myndighetspålagt sanering av laks og utbrudd av Pankreassykdom, samt rømning av et vesentlig antall laks (SalMar, 2013). Dette er engangstilfeller som regnes som unormale. Slike særskilte biologiske hendelser har i analyseperioden kun oppstått i 2011 og 2012.

Finans: Normale og unormale poster	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Normal finansinntekter	24 134	7 775	3 109	15 805	11 089	4 162
- Normal finanskostnader	64 528	114 526	177 397	169 649	125 095	104 524
= Normalt finansresultat - Før skatt	-40 394	-106 751	-174 288	-153 844	-114 006	-100 362
Unormalt finans før skatt						
Unormale finansposter fra egen virksomhet	0	-8 400	50 024	368 510	12	0
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	29 627	84 274	76 305	56 906	0	0
= Sum netto unormale finansposter før skatt	29 627	75 874	126 329	425 416	12	0
Finansielt annet fullstendig resultat	0	0	0	0	0	0
Finansielt Dirty Surplus	0	0	0	0	0	0

Tabell 5:8 Normale og unormale finansielle poster

Redegjørelse av finansposter:

Unormale finansielle poster: Unormale finansielle poster som er observert i analyseperioden består av gevinst ved TRS-avtale, aksjegevinster, verdiendring finansielle eiendeler til virkelig verdi, aksjeutbytte og beredskapsprovisjon og etableringsgebyr. Aksjeutbytte fremstår som unormalt da det hovedsakelig er en engangspost i 2013. Samtlige poster i annet fullstendig resultat fremstår som driftsrelaterede poster. Det tredje steget rundes av med vurdering av normal og unormal skattekostnad, som vist i tabell 5.9.

Normale og unormale skattekostnader	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rapportert skattekostnad	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 891
+ Effekt endret skattesats	0	0	0	-44 574	0	0
= Sum unormal skattekostnad	0	0	0	-44 574	0	0
= Normal skattekostnad	302 667	13 106	127 062	463 269	413 364	254 891

Tabell 5:9 Normale og unormale skattekostnader

5.3.1.4 Steg 4: Fordeling av skattekostnaden på alle resultat.

I det siste steget av omgrupperingen av resultatregnskapet skal skattekostnaden fordeles. Skattekostnaden fordeles til normalt og unormalt drifts- og finansresultat.

Skatt på finansresultat: Skatt på finansresultat splittes opp i skatt på normal netto finansresultat og skatt på unormalt finansresultat. For å utlede skatt på normal finansinntekt- og finanskostnad har vi benyttet en selskapsskattesats på 27 % over hele analyseperioden, til tross for at skattesatsen var 28 % frem til og med 2013. Bakgrunnen er at foretatte endringer i skattesystemet i tidligere år av analyseperioden fremstår som irrelevant for fremtidig budsjettering og prognoser (Knivsfå, 2016d). Som finansinntektsskattesats benyttes 18 %, da finansinntekt også består av utbytte som ikke skattes på selskapsnivå (Knivsfå, 2016d).

Skatt på driftsresultat: Driftskattesatsen beregnes ut ifra følgende formel;

$$DSS = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{Fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Dette gir følgende driftsskattesats over analyseperioden;

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftskattesats (dss)	27.4 %	24.8 %	25.9 %	22.6 %	27.0 %	19.6 %

Tabell 5:10 Driftskattesats

Videre kalkuleres normal driftskattesats til å utgjøre 25,4 %, med andre ord medianen av driftsskattesatsen. Unormal driftskattesats blir det årlige avviket mellom driftsskattesats og normal driftsskattesats. På bakgrunn av skatt på finans og drift, kan den totale fordelingen av skattekostnad stilles opp, som vist i tabell 5.11.

Fordeling av skattekostnad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Normal driftsskattekostnad	255 736	158 965	86 564	320 796	477 314	359 751
+ Skatt på finansinntekt	4 344	1 400	560	2 845	1 996	749
- Skatt på finanskostnad	17 423	30 922	47 897	45 805	33 776	28 221
+ Skatt på unormalt driftsresultat	39 890	-111 568	77 058	154 558	-63 458	5 038
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	20 119	-3 256	1 773	-35 456	31 285	-82 426
+ Unormal skattekostnad	0	0	0	-44 574	0	0
+ Skatt på unormalt finansresultat	0	-1 512	9 004	66 332	2	0
= Rapportert skattekostnad	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 891

Tabell 5:11 Fordeling av skattekostnad

5.3.2 Omgruppering av balansen

I henhold til IFRS og NGRS klassifiseres eiendeler og gjeldsforpliktelser ut i fra følgende kategorier; anleggsmiddel, omløpsmiddel, kortsiktig og langsiktig. En slik oppstilling er nyttig ved risikoanalyse, og har således et kreditororientert syn (Penman, 2013, s. 293). For å få en mer investororientert balanse vil balansen omgrupperes.

Omgrupperingen av balansen følger fire steg (Knivsflå, 2016e):

Steg 1: Overføre eventuelt avsatt utbytte til egenkapital

Steg 2: Skille mellom driftsposter og finansposter

Steg 3: Omgjøre totalkapitalen til sysselsatt kapital

Steg 4: Omgjøre sysselsatt kapital til netto driftskapital

Totalkapital er egenkapital, minoritetsinteresser, driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er innskutt av investorer og långivere; egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Netto driftskapital er kapital som er investert direkte i driftsvirksomheten; egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2016e).

5.3.2.1 Steg 1: Sette eventuelt avsatt utbytte til egenkapital

Det første steget er å overføre eventuelt avsatt utbytte til egenkapitalen. Avsatt utbytte er det utbytte som foreslås av ledelsen. Med Norsk Regnskapsskikk skal det avsatte utbytte føres som kortsiktig gjeld. Bakgrunnen for føringen til kortsiktig gjeld er at virksomheten er en selskapsenhet, og avsatt utbytte er en gjeldspost som skal utbetales fra selskapet (Penman, 2013, s. 262).

Med et investororientert syn «er» eierne virksomheten, slik at utbetaling av utbytte ikke er en gjeldsforpliktelse, men en utbetaling til «seg selv» (Penman, 2013, s. 262). I henhold til IFRS skal avsatt utbytte føres direkte til egenkapitalen. SalMar har i hele analyseperioden rapportert etter IFRS-lovverk og det er dermed ikke nødvendig å utføre omgruppering.

5.3.2.2 Steg 2: Klargjør drift og finans i totalbalansen

Penman (2013, s. 293) hevder at eiendeler og forpliktelser bør omgrupperes til driftsmessige og finansielle poster. Driftsmessige eiendeler og forpliktelser inngår i den operasjonelle driften for å skape verdier for virksomheten. Det splittes videre inn i anleggsmiddel og omløpsmiddel. Finansielle eiendeler og forpliktelser har som formål å finansiere den operasjonelle driften.

Redegjørelse av driftsrelaterte anleggsmidler:

Immaterielle eiendeler: Konesjoner, patenter, rettigheter og goodwill er relatert til driften, og inngår som driftsrelaterte anleggsmidler.

Investeringer i tilknyttede selskaper: Klassifiseres som et driftsmessig anleggsmiddel fordi de tilknyttede virksomhetens sin drift sammenfaller med SalMar sin operasjonelle drift. I 2015 var de tilknyttede selskapene Norskott Havbruk AS, Kirkenes Processing AS, Romsdal Processing AS, Salmus AS og Trøndersk Kystkompetanse AS.

Varige driftsmidler: Tomter, bygninger, annen fast eiendom, maskin, anlegg, skip og transportmidler relateres til virksomhetens operasjonelle drift.

Pensjonsmidler: Pensjonsmidler relateres til den operasjonelle driften siden det er utbetaling til virksomhetens ansatte.

Andre fordringer: Andre fordringer er opprinnelig klassifisert som finansielle anleggsmidler. Av note 12 fremgår det at posten består av langsiktige fordringer med forfall på over ett år, uten videre presisering av hva fordringene innebærer (SalMar, 2016a). Vi velger å klassifisere posten som driftsrelatert, fordi det ikke fremgår om det påløper renter på fordringene.

Redegjørelse av driftsrelaterte omløpsmidler:

Biologiske eiendeler og varelager: Biologiske eiendeler og varelager er relatert til driftsrelaterte omløpsmidler.

Kundefordringer: Kundefordringer karakteriseres som driftsrelaterte omløpsmidler ved at de har med den daglige driften å gjøre.

Andre fordringer: Andre fordringer består i hovedsak av forskuddsbetalte kostnader og merverdiavgift til gode, som klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler. I tillegg inngår derivater i posten. Hvorvidt derivater skal klassifiseres som driftsrelatert eller finansielt går ut på om de er med på å sikre en driftsposisjon eller en finansiell posisjon (Knivsflå, 2016e). SalMar benytter valutaterminkontrakter og finansielle kontrakter med bakgrunn i å sikre driftsrelaterte kontantstrømmer. Dette fremgår av årsrapporten; «*selskapet benytter ikke finansielle instrumenter, herunder finansielle derivater, for spekulasjonsformål*» (SalMar, 2016a, s. 70). Vi mener det støtter opp under antagelsen om at instrumentene brukes for å sikre en driftsposisjon. For enkelhets skyld vil vi behandle finansielle instrumenter under ett, og ikke skille ytterligere mellom drifts og finans. Virkningen vil imidlertid være at finansielle omløpsmidler utgjør en lavere andel enn det kunne gjort.

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler kan deles inn i anleggsmiddel og omløpsmiddel. Det er eiendeler som ikke inngår i virksomhetens operasjonelle drift. Det er dermed likvider for å betale finansiell gjeld (Penman, 2013, s. 241).

Redegjørelse av finansielle omløpsmidler:

Aksjer tilgjengelig for salg: Inneholder posten *Investeringer i aksjer og andeler*. Som det fremgår av navnet er disse omløpsmidler. De er dermed ikke relevant for fremtidig operasjonell drift og klassifiseres som finansielt omløpsmiddel.

Kontanter og bankinnskudd: Er en nødvendig buffer for å betale utgifter til den operasjonelle driften, som taler for å klassifisere posten som en driftsmessig eiendel. Kontanter som utgjør overskuddslikviditet investeres ofte i kortsiktige investeringer. For å forenkle fordelingen av rentekostnader til kontanter for driftsmessige og finansielle eiendeler, begrunner Penman (2013 s.295) at kontanter og bankinnskudd bør klassifiseres som et finansielt omløpsmiddel.

Driftsrelatert gjeld

Driftsrelatert gjeld er relatert til den operasjonelle driften i virksomheten, eksempelvis leverandørgjeld, utsatt skatt og skyldig lønn. Det kan deles inn i kortsiktig og langsiktig gjeld. Driftsrelatert gjeld er ikke direkte rentebærende, men betales indirekte gjennom prisen på varer og tjenester (Knivsflå, 2016e). Det medfører at driftsrelatert gjeld bør sees på som en korreksjon til driftseiendeler snarere enn gjeld.

Redegjørelse av kortsiktig driftsrelatert gjeld:

Skyldige offentlige avgifter: Av posten fremgår ingen tidshorisont for når avgiftene skal betales, og posten karakteriseres dermed som ikke rentebærende.

Ikke-rentebærende kortsiktig gjeld: Er en blanding av kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld. Påløpte feriepenge, avsetning for forpliktelser, betinget vederlag, andre påløpte kostnader og avsetninger er driftsrelatert. Siden derivater brukes for å sikre en driftsposisjon vil det her omgrupperes til driftsrelatert gjeld, og ikke kortsiktig finansiell gjeld. Opsjonsforpliktelser klassifiseres som driftsrelatert gjeld ved at det inngår i avlønning til ansatte.

Finansiell gjeld

Finansiell gjeld har som hensikt å finansiere den operasjonelle driften i virksomheten. Finansiell gjeld er den rentebærende delen av gjelden, og deles inn i kortsiktig og langsiktig gjeld.

Redegjørelse av langsiktig finansiell gjeld:

Langsiktig rentebærende gjeld: Består av gjeld til kredittinstitusjoner, leasinggjeld og annen langsiktig gjeld, som alle er rentebærende.

Redegjørelse av kortsiktig finansiell gjeld:

Rentebærende kortsiktig gjeld: Består av neste års avdrag og gjeld til kredittinstitusjoner.

Kortsiktig rentebærende gjeld inkluderer kortsiktige kreditter som er neste års avdrag.

Annen rentebærende kortsiktig gjeld: Påløpte renter vil klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld.

Eiendeler		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Immatrielle eiendeler		1 713 482	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 898 643	2 913 542
Investeringer i tilknyttede selskaper		866 809	918 868	948 575	402 338	523 711	627 681
Varige driftsmidler		872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	2 017 575	2 411 959
Pensjonsmidler		3 901	2 023	2 492	802	1 592	1 397
Andre langsiktige fordringer		12 276	4 609	4 029	5 225	13 403	6 840
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3 468 503	3 969 045	4 359 399	4 731 747	5 454 924	5 961 419
Biologiske eiendeler (Virkelig verdi)		1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 052
Andre varer/Varelager		128 973	227 935	303 682	171 539	206 454	328 216
Kundefordringer		409 707	505 280	660 944	662 149	888 219	815 540
Andre kortsiktige fordringer		136 266	144 993	245 501	217 584	292 644	258 289
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	2 255 880	2 298 996	3 196 340	4 128 422	4 502 001	4 708 097
Driftsrelaterte eiendeler	DE	5 724 383	6 268 041	7 555 739	8 860 169	9 956 925	10 669 516
Finansielle anleggsmidler	FAM	-	-	-	-	-	-
Aksjer tilgjengelig for salg		1 426	762	15 760	384	519	289
Bankinnskudd, kontanter og kontantekvivalenter		107 062	47 621	55 336	1 070 998	166 963	273 696
Finansielle omløpsmidler	FOM	108 488	48 383	71 096	1 071 382	167 482	273 985
Finansielle eiendeler	FE	108 488	48 383	71 096	1 071 382	167 482	273 985
Totale eiendeler	TE	5 832 871	6 316 424	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 501
Egenkapital og gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	EK	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356
Minoritetsinteresser	MI	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684
Utsatt skatt		787 188	738 475	872 398	1 199 557	1 262 594	1 230 815
Pensjonsforpliktelser		1 714	1 213	528	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	788 902	739 688	872 926	1 199 557	1 262 594	1 230 815
Betalbar skatt		148 088	66 399	7 008	25 843	321 839	292 320
Leverandørgjeld		351 042	412 802	762 765	515 856	409 485	649 274
Skyldige offentlige avgifter		48 023	52 980	43 192	93 532	143 757	153 262
Annen ikke-rentebærende kortsiktig gjeld		106 845	104 074	109 598	176 106	378 295	484 736
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	653 998	636 255	922 563	811 337	1 253 376	1 579 592
Driftsrelatert gjeld	DG	1 442 900	1 375 943	1 795 489	2 010 894	2 515 970	2 810 407
Langsiktig rentebærende gjeld		1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 446 237	2 191 562	2 761 373
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 446 237	2 191 562	2 761 373
Rentebærende kortsiktig gjeld		51 431	501 754	596 288	397 186	276 667	140 421
Annen rentebærende kortsiktig gjeld		-	22 121	43 917	16 450	2 931	4 260
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	51 431	523 875	640 205	413 636	279 598	144 681
Finansiell gjeld	FG	1 920 604	2 725 872	2 863 633	2 859 873	2 471 160	2 906 054
Totalkapital	TK	5 832 870	6 316 426	7 626 835	9 931 550	10 124 407	10 943 501

Tabell 5:12 Omgruppert balanse etter drift og finans

5.3.2.3 Steg 3: Omgruppere totalkapitalen til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er som nevnt kapital 5.3.2 innskutt av investorer og långivere. Det er problematisk å bruke totalkapitalen som mål på den sysselsatte kapitalen fordi driftsrelatert gjeld inngår i totalkapitalen. Driftsrelatert gjeld inngår som følge av operasjonell drift, og siden den ikke aktivt blir investert i kapitalmarkedet så regnes den ikke for å være innskutt kapital (Knivsflå, 2016e).

For å omgjøre totalkapitalen til sysselsatt kapital trekkes driftsrelatert gjeld ut av driftsrelaterte eiendeler og føres til finansiell gjeld. Omgrupperingen resulterer i sysselsatt eiendeler og sysselsatt kapital. Netto driftsrelaterte eiendeler kan etter omgrupperingen splittes inn i netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3 468 503	3 969 045	4 359 399	4 731 747	5 454 924	5 961 419
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	788 902	739 688	872 926	1 199 557	1 262 594	1 230 815
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	2 679 601	3 229 357	3 486 473	3 532 190	4 192 330	4 730 604
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	2 255 880	2 298 996	3 196 340	4 128 422	4 502 001	4 708 097
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	653 998	636 255	922 563	811 337	1 253 376	1 579 592
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	1 601 882	1 662 741	2 273 777	3 317 085	3 248 625	3 128 505
Netto driftseiendeler	NDE	4 281 483	4 892 098	5 760 250	6 849 275	7 440 955	7 859 109
Finansielle eiendeler	FE	108 488	48 383	71 096	1 071 382	167 482	273 985
Sysselsatte eiendeler	SSE	4 389 971	4 940 481	5 831 346	7 920 657	7 608 437	8 133 094
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	EK	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356
Minoritetsinteresser	MI	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684
Finansiell gjeld	FG	1 920 604	2 725 872	2 863 633	2 859 873	2 471 160	2 906 054
Sysselsatt kapital	SSK	4 389 970	4 940 483	5 831 346	7 920 656	7 608 437	8 133 094

Tabell 5:13 Sysselsatte eiendeler og kapital

5.3.2.4 Steg 4: Omgjøre sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er som nevnt i innledningen til kapittel 5.3.2 kapital som er investert direkte i driftsvirksomheten. Finansielle eiendeler er likvider som kan brukes for å betale ned finansiell gjeld og som nødvendigvis ikke har noe med den operasjonelle driften å gjøre. For å omgjøre sysselsatt kapital til netto driftskapital trekkes finansielle eiendeler ut fra eiendelssiden i balansen og føres til finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftseiendeler	NDE	4 281 483	4 892 098	5 760 250	6 849 275	7 440 955	7 859 109
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	EK	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356
Minoritet	MI	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684
Finansiell gjeld	FG	1 920 604	2 725 872	2 863 633	2 859 873	2 471 160	2 906 054
Finansielle eiendeler	FE	108 488	48 383	71 096	1 071 382	167 482	273 985
Netto finansiell gjeld	NFG	1 812 116	2 677 489	2 792 537	1 788 491	2 303 678	2 632 069
Netto driftskapital	NDK	4 281 482	4 892 100	5 760 250	6 849 274	7 440 955	7 859 109

Tabell 5:14 Omgjøring av sysselsatt kapital til netto driftskapital

5.4 Oversikt over omgruppert resultat og balanse

Omgruppert resultatregnskap - Ujustert	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202
- Driftskostnader	2 421 388	3 206 904	3 863 578	4 981 367	5 304 440	5 908 158
= Driftsresultat i egen virksomhet	1 008 044	626 599	341 213	1 264 493	1 881 447	1 418 044
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	255 736	158 965	86 564	320 796	477 314	359 751
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	752 308	467 634	254 649	943 697	1 404 133	1 058 293
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	117 738	13 725	17 605	101 075	96 136	40 242
= Netto driftsresultat	870 046	481 359	272 254	1 044 772	1 500 269	1 098 535
+ Netto finansinntekt	19 790	6 376	2 549	12 960	9 093	3 413
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	889 836	487 734	274 803	1 057 732	1 509 362	1 101 948
- Netto finanskostnad	47 105	83 604	129 500	123 844	91 319	76 303
- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 506
= Nettoresultat til egenkapital	831 431	401 613	131 231	820 554	1 395 066	1 000 139
+ Unormalt netto driftsresultat	51 880	-335 266	176 050	685 047	-140 508	166 330
+ Unormalt netto finansresultat	29 627	77 386	117 325	359 084	10	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	912 938	143 733	424 606	1 864 685	1 254 567	1 166 469
- Netto betalt utbytte	260 474	402 707	-314 425	-26 878	900 888	1 095 769
= Endring i egenkapital	652 464	-258 974	739 031	1 891 563	353 679	70 700

Tabell 5:15 Omgruppert resultat

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	2 679 601	3 229 357	3 486 473	3 532 190	4 192 330	4 730 604
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	1 601 882	1 662 741	2 273 777	3 317 085	3 248 625	3 128 505
Netto driftseiendeler	NDE	4 281 483	4 892 098	5 760 250	6 849 275	7 440 955	7 859 109
Egenkapital	EK	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356
Minoritetsinteresser	MI	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684
Netto finansiell gjeld	NFG	1 812 116	2 677 489	2 792 537	1 788 491	2 303 678	2 632 069
Netto driftskapital	NDK	4 281 482	4 892 100	5 760 250	6 849 274	7 440 955	7 859 109

Tabell 5:16 Omgruppert balanse

5.5 Analyse av målefeil og justering

5.5.1 Målefeil

Avbildningen som finansregnskapet gir av underliggende økonomiske forhold kan være påvirket av målefeil. Målefeil defineres som avviket mellom rapporterte regnskapstall og virkelige tall (Knivsflå, 2016f). Med målefeil gis det en upresis fremstilling av virksomheten. Etter RL § 3-2 skal årsregnskapet gi et rettviseende bilde (Regnskapsloven, 1998), noe som hindres av målefeil.

Det deles inn i tre ulike typer målefeil (Knivsflå, 2016f). Målefeil av type én kommer av forskjeller i føring av historisk kost og virkelig verdi. Justering av målefeilen gir strategisk innsikt om virksomheten har rentabilitet høyere enn avkastningskravet. Målefeil av type to kommer av at det er avvik mellom god regnskapsskikk og regelverket som brukes, enten NGRS eller IFRS. Manglende balanseføring trekkes frem som den største kilden til målefeil av type to, og medfører at rentabiliteten blir overvurdert. Målefeil av type tre fremgår som følge av manipulering av regnskapstall, som er ulovlig. Dette gjør at rentabiliteten overvurderes (Knivsflå, 2016g). Utover offentlig informasjon og revisorberetning om SalMar har vi ingen forutsetninger for å anta kreativ regnskapsføring hos SalMar. Vi vil dermed utelate målefeil av type tre.

Kritikere hevder at justering av målefeil i flere tilfeller fører til unødvendig støy i regnskapet, samt at det ikke er nødvendig med mindre det foreligger åpenbar kreativ regnskapsføring (Knivsflå, 2016g). I tillegg vil effekten målefeil har på regnskapet reduseres når virksomheten nærmer seg konstant vekstperiode (Knivsflå, 2016f). Vi mener justering av målefeil vil føre til mer nøyaktige analyser av historiske tall, som igjen vil øke predikasjonsverdien for fremtidsbudsjetteringen for SalMar.

SalMar utarbeider konsernregnskap i samsvar med IFRS, hvor historisk kost er lagt til grunn. Postene biologiske eiendeler og derivater er regnskapsført til virkelig verdi (SalMar, 2016a).

5.5.2 Biologiske eiendeler

Biologiske eiendeler skal etter IAS 41 balanseføres til virkelig verdi (Gjesdal, Kvaal, & Kvifte, 2013, s. 350). Oppdrettsnæringen er utsatt for store svingninger i lakseprisen og balanseføring til virkelig verdi gjør det vanskelig å måle virksomhetens underliggende lønnsomhet og kostnadseffektivitet (Gjesdal, Kvaal, & Kvifte, 2013, s. 352). SalMar har balanseført biologiske eiendeler i henhold til IAS 41, og vi ønsker å justere de biologiske eiendelene fra virkelig verdi til historisk kost. Historisk kost er samlet kostnad ved tilvirkning av varen. Vi vil benytte en normal driftsskattesats på 25,4 % for utsatt skatt.

Justering av biologiske eiendeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Verdibasert biologiske eiendeler	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 052
Selvkost biologiske eiendeler	1 189 518	1 364 323	1 662 803	2 202 317	2 285 820	2 329 925
Verdijustering balansen for biologiske eiendeler	-391 416	-56 465	-323 410	-874 833	-828 864	-976 127
Utsatt skatt utgjør	93 940	13 552	77 618	209 960	198 927	234 270
Justert netto driftseiendeler	1 283 458	1 364 323	1 662 803	2 202 317	2 285 820	2 329 925
Egenkapital	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 355
Justering til egenkapital	-297 476	-42 913	-245 792	-664 873	-629 937	-741 857
Justert netto egenkapital	2 053 879	2 049 470	2 585 621	4 058 102	4 446 718	4 405 498

Tabell 5:17 Justering av biologiske eiendeler

5.5.3 Effekt av justeringer i resultatregnskapet

Justering av biologiske eiendeler til historisk kost	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoreultat til egenkapital	831 431	401 613	131 231	820 554	1 395 066	1 000 139
+ Unormal netto driftsresultat - ujustert	51 880	-335 266	176 050	685 047	-140 508	166 330
- Virkelig verdijustering - biomasse	175 972	-334 951	266 945	551 426	-45 969	147 263
+ Tilhørende utsatt skatt (med ndss)	-44 643	84 975	-67 723	-139 894	11 662	-37 360
+ Unormalt finansresultat	29 627	77 386	117 325	359 084	10	0
= Fullstendig nettoreultat til egenkapital	692 323	563 659	89 938	1 173 365	1 312 198	981 846
- Netto betalt utbytte	260 474	402 707	-314 425	-26 878	900 888	1 095 769
= Endring i egenkapital	431 849	160 952	404 363	1 200 243	411 310	-113 923

Tabell 5:18 Omgruppert og justert resultat

5.5.4 Forskning og utvikling (FOU)

I henhold til IAS 38 skal virksomheter sin egen forskning kostnadsføres og ikke balanseføres, i motsetning til forskning kjøpt av eksterne aktører (Gjesdal, Kvaal, & Kvifte, 2013, s. 264). Bakgrunnen for kostnadsføringen er at det er vanskelig å stadfeste verdien av selskapets egen forskning da den i stor grad er subjektiv. Ved å kostnadsføre egne FOU-utgifter fremfor å balanseføre, sender det et signal om at egen forskning er usikker og trolig leder til tap (Gjesdal, Kvaal, & Kvifte, 2013, s. 265). I 2014 og 2015 har de kostnadsførte FOU-utgiftene økt vesentlig fra de tidligere årene, som det fremgår av tabell 5.19. Det fremgår av note 25 at FOU-prosjekter angående lus og havmerder, oppfylte i 2014 kriteriene for å bli balanseført (SalMar, 2016a). Det er en omfattende prosess å justere FOU-utgifter for SalMar og

komparative virksomheter. Vi vil ikke foreta justering av FOU-utgifter som følge av tidsbegrensninger i masterutredningen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kostnadsførte FOU-utgifter	14 323	6 860	3 324	17 708	53 086	47 203

Tabell 5:19 Kostnadsførte FOU-utgifter

5.6 Omgruppert og justert resultat og balanse for SalMar

Omgruppert resultatregnskap - Justert	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202
- Driftskostnader	2 421 388	3 206 904	3 863 578	4 981 367	5 304 440	5 908 158
= Driftsresultat i egen virksomhet	1 008 044	626 599	341 213	1 264 493	1 881 447	1 418 044
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	255 736	158 965	86 564	320 796	477 314	359 751
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	752 308	467 634	254 649	943 697	1 404 133	1 058 293
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	117 738	13 725	17 605	101 075	96 136	40 242
= Netto driftsresultat	870 046	481 359	272 254	1 044 772	1 500 269	1 098 535
+ Netto finansinntekt	19 790	6 376	2 549	12 960	9 093	3 413
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	889 836	487 734	274 803	1 057 732	1 509 362	1 101 948
- Netto finanskostnad	47 105	83 604	129 500	123 844	91 319	76 303
- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 506
= Nettoresultat til egenkapital	831 431	401 613	131 231	820 554	1 395 066	1 000 139
+ Unormalt netto driftsresultat	-168 735	84 660	-158 618	-6 273	-82 877	-18 293
+ Unormalt netto finansresultat	29 627	77 386	117 325	359 084	10	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	692 323	563 659	89 938	1 173 365	1 312 198	981 846
- Netto betalt utbytte	260 474	402 707	-314 425	-26 878	900 888	1 095 769
= Endring i egenkapital	431 849	160 952	404 363	1 200 243	411 310	-113 923

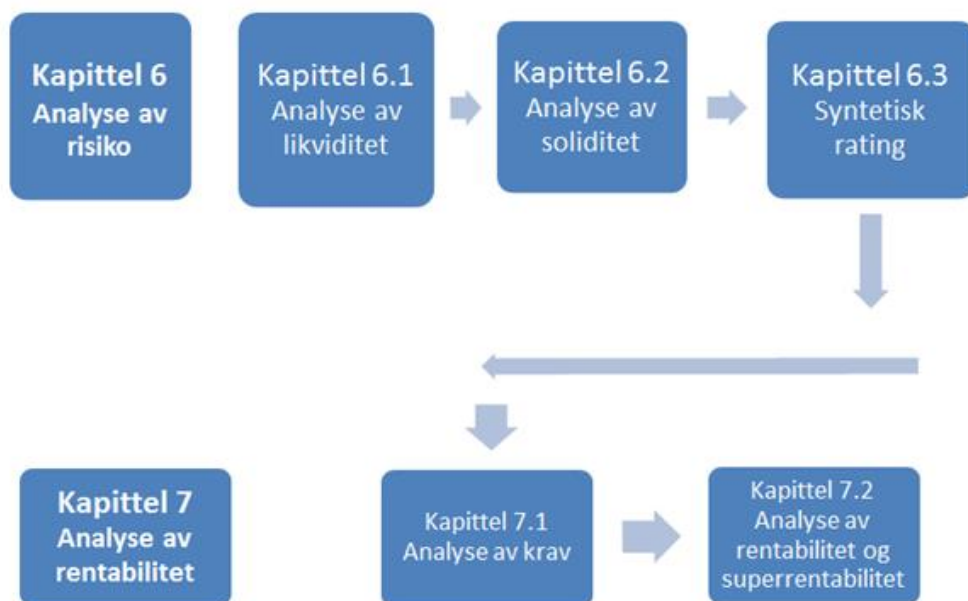
Tabell 5:20 Omgruppert resultatregnskap med justering for målefeil

Eiendeler		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Immatrielle eiendeler		1 713 482	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 898 643	2 913 542
Investeringer i tilknyttede selskaper		866 809	918 868	948 575	402 338	523 711	627 681
Varige driftsmidler		872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	2 017 575	2 411 959
Pensjonsmidler		3 901	2 023	2 492	802	1 592	1 397
Andre langsiktige fordringer		12 276	4 609	4 029	5 225	13 403	6 840
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3 468 503	3 969 045	4 359 399	4 731 747	5 454 924	5 961 419
Biologiske eiendeler (selvkost)		1 189 518	1 364 323	1 662 803	2 202 317	2 285 820	2 329 925
Andre varer/Varelager		128 973	227 935	303 682	171 539	206 454	328 216
Kundefordringer		409 707	505 280	660 944	662 149	888 219	815 540
Andre kortsiktige fordringer		136 266	144 993	245 501	217 584	292 644	258 289
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 864 464	2 242 531	2 872 930	3 253 589	3 673 137	3 731 970
Driftsrelaterte eiendeler	DE	5 332 967	6 211 576	7 232 329	7 985 336	9 128 061	9 693 389
Finansielle anleggsmidler	FAM	-	-	-	-	-	-
Aksjer tilgjengelig for salg		1 426	762	15 760	384	519	289
Bankinnskudd, kontanter og kontantekvivalenter		107 062	47 621	55 336	1 070 998	166 963	273 696
Finansielle omløpsmidler	FOM	108 488	48 383	71 096	1 071 382	167 482	273 985
Finansielle eiendeler	FE	108 488	48 383	71 096	1 071 382	167 482	273 985
Totale eiendeler	TE	5 441 455	6 259 959	7 303 425	9 056 718	9 295 543	9 967 374
Egenkapital og gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	EK	1 860 639	2 021 593	2 425 955	3 626 201	4 037 512	3 923 590
Minoritetsinteresser	MI	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684
Utsatt skatt		886 488	752 800	954 446	1 421 498	1 472 873	1 478 454
Pensjonsforpliktelser		1 714	1 213	528	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	888 202	754 013	954 974	1 421 498	1 472 873	1 478 454
Betalbar skatt		148 088	66 399	7 008	25 843	321 839	292 320
Leverandørgjeld		351 042	412 802	762 765	515 856	409 485	649 274
Skyldige offentlige avgifter		48 023	52 980	43 192	93 532	143 757	153 262
Annen ikke-rentebærende kortsiktig gjeld		106 845	104 074	109 598	176 106	378 295	484 736
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	653 998	636 255	922 563	811 337	1 253 376	1 579 592
Driftsrelatert gjeld	DG	1 542 200	1 390 268	1 877 537	2 232 835	2 726 249	3 058 046
Langsiktig rentebærende gjeld		1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 446 237	2 191 562	2 761 373
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 446 237	2 191 562	2 761 373
Rentebærende kortsiktig gjeld		51 431	501 754	596 288	397 186	276 667	140 421
Annen rentebærende kortsiktig gjeld		-	22 121	43 917	16 450	2 931	4 260
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	51 431	523 875	640 205	413 636	279 598	144 681
Finansiell gjeld	FG	1 920 604	2 725 872	2 863 633	2 859 873	2 471 160	2 906 054
Totalkapital	TK	5 441 454	6 259 961	7 303 425	9 056 717	9 295 543	9 967 374

Tabell 5:21 SalMar sin balanse med justering for målefeil

5.7 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Forholdstallsanalyse har som formål å måle risiko og rentabilitet (Damodaran, 2012, ss. 44-48). I kapittel seks vil risikoen analyseres ved likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. Likviditetsanalyse brukes for å analysere kortsiktig kredittrisiko og soliditetsanalyse brukes for å analysere langsiktig kredittrisiko. Samlet selskapsspesifikk kredittrisiko oppsummeres ved syntetisk rating. I kapittel syv beregnes avkastningskravet, som vil bli brukt som målestokk for rentabilitetsanalyse i kapittel åtte. I kapittel åtte vil superrentabiliteten dekomponeres for å finne kildene til eventuell lønnsomhet. Avslutningsvis presenteres historisk superrentabilitet for SalMar. Vi vil dermed benytte tidsvektet tall både for SalMar og bransjen. Hovedtyngden av vekten vil legges på 2013, 2014 og 2015 med den begrunnelse at vi mener nyere tall er mest relevant. Vi vektlegger henholdsvis 25 % i 2015, 20 % i 2014, 20 % i 2013, 15 % i 2012, 10 % i 2011 og 10 % i 2010.



Figur 5:1 Rammeverk for utførelse av forholdstallsanalyse (Damodaran, 2012, ss. 44-48) og (Knivsflå, 2016h)

6 Analyse av risiko

I det følgende kapittelet vil vi analysere kredittrisikoen til SalMar og deres komparative bedrifter. Kredittrisiko defineres som «risikoen for at låntagere ikke klarer å betale renter og avdrag på sine lån» (Meinich & Munthe, 2015b).

Kredittrisiko splittes opp i kortsiktig risiko og langsiktig risiko. Kortsiktig risiko analyseres ved likviditetsanalyse, og langsiktig risiko analyseres ved soliditetsanalyse (Damodaran, 2012, ss. 48-50). Ved å oppsummere likviditetsanalysen og soliditetsanalysen fremkommer syntetisk rating. Syntetisk rating vil si å gi en karakter på kredittrisikoen til SalMar. Karakteren på kredittrisikoen brukes til å estimere sannsynligheten for at virksomheten går konkurs.

Vi vil benytte forholdstall fremfor absolute tall fordi det gir en bedre forutsetning for sammenligning både over tid og mot bransjegjennomsnittet. Ved å analysere mot et bransjegjennomsnitt, er det en målestokk for SalMar sine prestasjoner. Forholdstallene vil bli analysert over en tidsperiode fra 2010-2015, som gir historisk innsikt ved at trender avdekkes.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

En virksomhet sin likviditet handler om evnen til å betale kortsiktige forpliktelser ved forfall. Bedre likviditet reduserer risikoen for at de ikke klarer å betale kortsiktige krav (Penman, 2013, s. 684). Vi ønsker å finne likviditetsgrad 1 og 2, finansiell gjeldsdekningsgrad, rentedeckningsgrad og fri kontantstrøm til egenkapital.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 utledes på følgende måte;

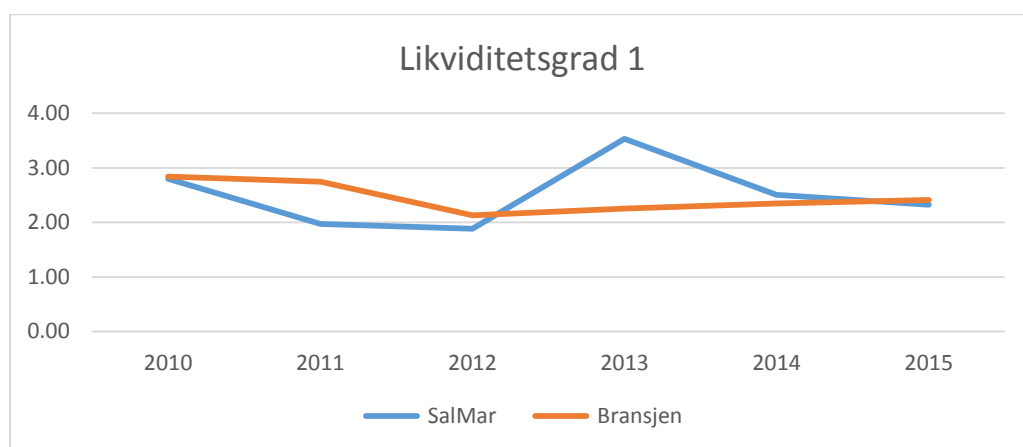
$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmiddel}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
SalMar	2.80	1.98	1.88	3.53	2.51	2.32	2.55
Bransjen	2.84	2.75	2.13	2.25	2.35	2.41	2.40

Tabell 6:1 Likviditetsgrad 1

Tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 1 bør minst være 2, men det foreligger likevel en avveining mellom å minimere likviditetsrisikoen og å binde opp arbeidskapitalen (Damodaran, 2012, s. 49). I alle år bortsett fra i 2011 og i 2012 er likviditetsgraden over 2 for SalMar. Bransjen har en likviditetsgrad over 2 gjennom hele perioden. Tidsvektet har SalMar en

marginal høyere likviditetsgrad enn bransjen, og vi vil konkludere med at likviditetsgrad 1 hos SalMar har vært god gjennom analyseperioden. I 2013 er det en markant økning i likviditetsgraden hos SalMar fra foregående år. Det kommer fra økningen i biologiske eiendeler som bidrar til å øke driftsrelaterte omløpsmidler. Ut i fra figur 6.1 ser vi at SalMar hadde en lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen fra 2010 til 2012. I 2014 og 2015 har SalMar sin likviditetsgrad 1 blitt lavere, men for bransjen har forholdstallet holdt seg på et stabilt nivå. Samlet sett kan vi konkludere med at SalMar sine driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler gir relativt god dekning av deres kortsiktige gjeld.



Figur 6:1 Likviditetsgrad 1

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 utledes på følgende måte;

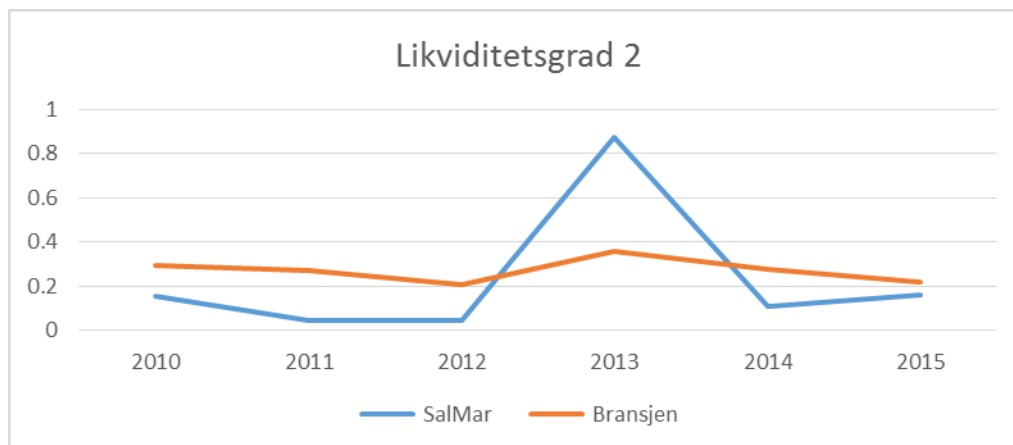
$$LG2 = \frac{\text{Finansielle omløpsmiddel}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
SalMar	0.15	0.04	0.05	0.87	0.11	0.16	0.26
Bransjen	0.30	0.27	0.21	0.36	0.28	0.22	0.27

Tabell 6:2 Likviditetsgrad 2

Tommelfingerregelen for likviditetsgrad 2 er at den bør være minst 1 (Knivsflå, 2016h). Tommelfingerregelen var ikke oppfylt for verken SalMar eller bransjen i noen av årene i analyseperioden. Tidsvektet kommer bransjen bedre ut enn SalMar med henholdsvis verdier på 0,27 og 0,26. Året 2013 skiller seg ut med en høy likviditetsgrad. Det kommer i hovedsak fra en kraftig økning i bankinnskudd som ga økte finansielle omløpsmidler, samt at det forelå

en nokså høy nedbetaling av kortsiktig rentebærende gjeld. Fra 2014 til 2015 har bransjen hatt en negativ utvikling, mens SalMar har hatt en positiv utvikling.



Figur 6:2 Likviditetsgrad 2

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad utledes på følgende måte;

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Finansiell gjeldsdekning	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
SalMar	5.6 %	1.8 %	2.5 %	37.5 %	9.4 %	10.0 %	12.5 %
Bransjen	18.0 %	14.9 %	19.5 %	24.2 %	14.2 %	14.6 %	18.2 %

Tabell 6:3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad har som formål å finne ut i hvilken grad finansielle eiendeler kan dekke finansiell gjeld (Knivsflå, 2016h). Både SalMar og bransjen har nokså lav gjeldsdekning av finansielle eiendeler i 2015 på 10 % og 14,6 %. Tidsvektet har SalMar en lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen, som følge av reduksjon i kontanter og bankinnskudd i 2014, som ga SalMar en markant nedgang i den finansielle gjeldsgraden. SalMar har en svakere finansiell gjeldsdekningsgrad relativt til bransjen.

6.1.4 Analyse av rentedekningsgrad

Rentedekninggrad utledes på følgende måte;

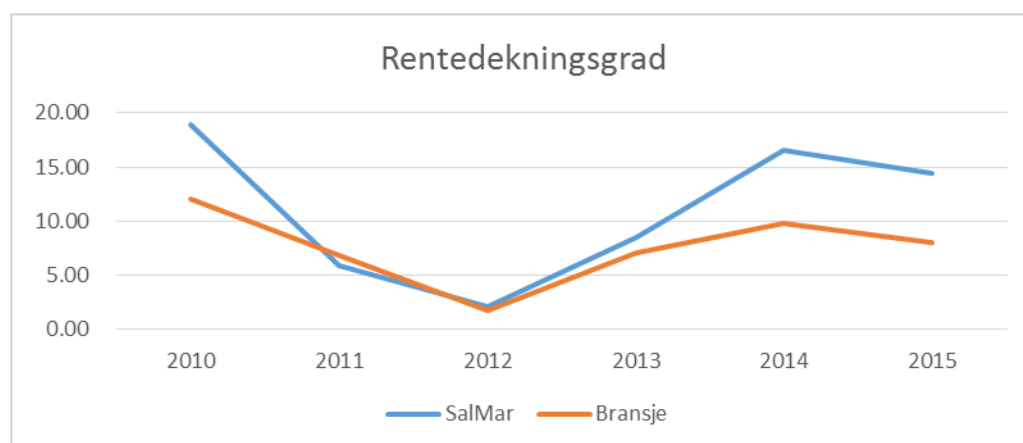
$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Rentedekningsgrad	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
SalMar	18.89	5.83	2.12	8.54	16.53	14.44	10.23
Bransje	12.07	6.89	1.74	7.04	9.80	8.07	7.44

Tabell 6:4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad handler om antall ganger resultatet dekker rentekostnadene. Med det fremgår hvor stort resultatsvikt selskapet kan ha før resultatet ikke dekker rentekostnaden (Penman, 2013, ss. 686-687). Ved å analysere rentedekningsgrad og kontantstrøm er vi opptatt av hvorvidt resultatet og kontantstrømmen har evne til å skape likviditet for å dekke gjeld.

SalMar har hatt en rentedekningsgrad som følger trenden i bransjen. Frem til 2012 var det en nedgang, for å deretter øke til 2014, før den avtar mot 2015. SalMar sin utvikling har vært positiv i forhold til bransjen, og har et tidsvektet snitt på 10,23 i perioden, mot bransjen sitt snitt på 7,44. Det gjør at vi anser SalMar sin evne til å dekke rentekostnaden som god. Rentedekningsgraden sier derimot lite om SalMar sin evne til å betjene sine avdrag, noe vi vil utrede videre ved analyse av kontantstrømmen.



Figur 6:3 Rentedekningsgrad

6.1.5 Fri kontantstrøm til egenkapital

Hensikten med å måle den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er å måle virksomhetens evne til å generere kontanter (Knivsflå, 2016h). SalMar sine driftseiendeler har i utstrakt grad påvirket den frie kontantstrømmen til å bli negativ i 2012 og 2013. Økningen i driftseiendeler kommer fra høye investeringer som følge av SalMar sin ambisjon om å vokse. Det at selskapet i snitt over en analyseperiode med betydelige investeringer, har hatt en positiv kontantstrøm til egenkapitalen, gjør at vi vurderer virksomhetens evne til å dekke sine gjeldsforpliktelser som god.

Fri Kontantstrøm til egenkapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	870 046	481 359	272 254	1 044 772	1 500 269	1 098 535
+ Unormalt netto driftsresultat	-168 735	84 660	-158 618	-6 273	-82 877	-18 293
- Endring i netto driftseiendeler	1 574 197	1 030 541	533 484	397 709	649 311	233 531
= Fri Kontantstrøm til driftseiendeler	-872 886	-464 522	-419 848	640 790	768 081	846 711
+ Netto finansinntekt	19 790	6 376	2 549	12 960	9 093	3 413
+ Unormal netto finansinntekt	29 627	77 386	117 325	359 084	10	0
- Endring i finansielle eiendeler	-40 961	-60 105	22 713	1 000 286	-903 900	106 503
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-782 508	-320 656	-322 687	12 549	1 681 083	743 621
- Netto finanskostnad	47 105	83 604	129 500	123 844	91 319	76 303
+ Endring i finansiell gjeld	984 290	805 268	137 761	-3 760	-388 713	434 894
- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 506
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	117 097	4 217	14 072	201 508	-277 186	19 062
= Fri Kontantstrøm til egenkapital	260 474	402 708	-314 426	-26 882	900 888	1 095 768

Tabell 6:5 Fri kontantstrøm til egenkapital

6.1.6 Oppsummering likviditetsanalyse

SalMar har en høyere likviditetsgrad 1 enn bransjen. Både SalMar og bransjen har en lav likviditetsgrad 2, hvor SalMar kommer dårligere ut enn bransjen. SalMar har hatt en positiv utvikling i finansiell gjeldsdekningsgraden fra 2014 til 2015, til tross for at bransjegjennomsnittet er vesentlig høyere. Det er positivt at den finansielle gjeldsdekningsgraden ikke er negativ. SalMar har en høyere rentedekningsgrad enn bransjen, og således en større evne til å skape likviditet. I snitt over perioden har SalMar hatt en positiv fri kontantstrøm til egenkapitalen, til tross for høye investeringer som har påvirket enkelte år negativt.

Samlet sett vurderer vi SalMar for å ha en tilfredsstillende evne til å betale kortsiktige forpliktelser ved forfall. Svakere finansiell gjeldsdekning og likviditetsgrad 2 enn bransjen gjør at SalMar er mer utsatt for likviditetsskvis på kort sikt. Høy rentedekningsgrad med evne til å skape resultat bidrar til å styrke virksomhetens likviditet. På bakgrunn av funnene i analysen, mener vi at det er lav sannsynlighet for at SalMar vil ha likviditetsproblemer i kommende år.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Soliditetsanalyse handler om virksomhetens evne til å håndtere de langsiktige låneforpliktelsene (Penman, 2013, ss. 686-687). For å analysere SalMar og bransjen sin soliditet vil vi analysere egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og fremsette en finansieringsmatrise.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent utledes på følgende måte;

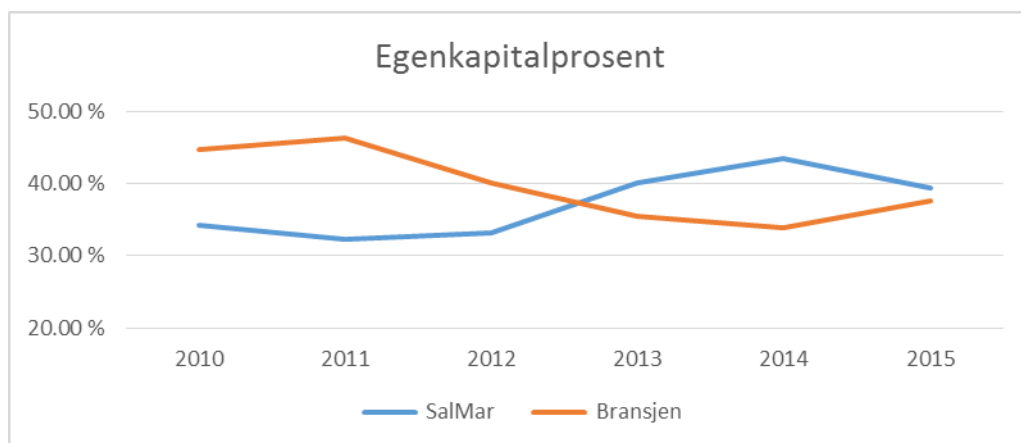
$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Soliditeten til en virksomhet øker med økt egenkapitalprosent. Virksomhetens underskudd belaster egenkapitalen, og er dermed en buffer for virksomheten (Knivsfå, 2016h). Som det fremgår av Aksjeloven § 3-4 «skal selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.» (Aksjeloven, 1997).

Egenkapitalprosent	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
SalMar	34.2 %	32.3 %	33.2 %	40.0 %	43.4 %	39.4 %	38.2 %
Bransjen	44.7 %	46.3 %	40.1 %	35.4 %	33.8 %	37.6 %	38.4 %

Tabell 6:6 Egenkapitalprosent

Tidsvektet egenkapitalprosenten for SalMar og bransjen er henholdsvis 38,2 % og 38,4 %. SalMar har i analyseperioden hatt en positiv økning, mens bransjen har hatt en nedadgående trend. SalMar har ett finansielt lånevilkår på at den bokførte egenkapitalprosenten skal være over 35 % (SalMar, 2016a). I enkelte år sliter SalMar med å oppfylle lånevilkåret, gitt analyse av justerte tall, men den positive utviklingen bidrar til å redusere sannsynligheten for et fremtidig brudd på lånevilkåret. Av figur 6.4 har bransjen hatt en nedadgående trend fra 2014 til 2015, i motsetning til SalMar.



Figur 6:4 Egenkapitalprosent

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

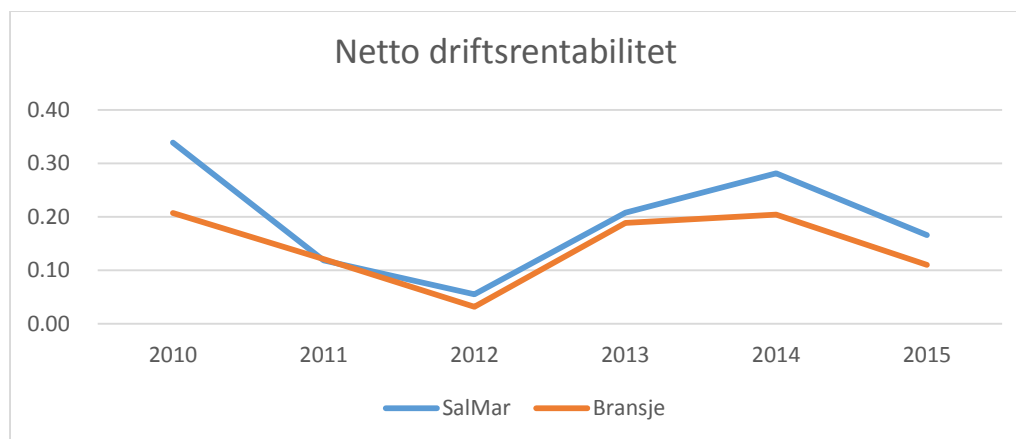
Netto driftsrentabilitet utledes med følgende formel;

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$

Netto driftsrentabilitet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
SalMar	0.34	0.12	0.05	0.21	0.28	0.17	0.19
Bransje	0.21	0.12	0.03	0.19	0.20	0.11	0.14

Tabell 6:7 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på virksomhetens avkastning på driftsrelaterte kapital. Som det fremgår av tabell 6.7 har SalMar, med unntak av 2011, hatt en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen. Tidsvektet differanse er på fem prosentpoeng.



Figur 6:5 Netto driftsrentabilitet

6.2.3 Finansieringsstruktur

En finansieringsmatrise tar sikte på å avdekke hvordan virksomheter er finansiert. Soliditetsrisikoen øker betraktelig ved at virksomheten er finansiert av gjeld fremfor egenkapital. Å være finansiert med egenkapital er minst risikabelt, mens kortsiktig finansiell gjeld er mest risikabelt (Knivsflå, 2016h). Finansieringsmatrisen for SalMar og bransjen er basert på årsrapporter fra 2015.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	3 923 590	79 684	1 478 454	479 691			5 961 419
FAM							-
DOM				2 281 682	1 450 288		3 731 970
FOM					129 304	144 681	273 985
Totalkapital	3 923 590	79 684	1 478 454	2 761 373	1 579 592	144 681	9 967 374

Tabell 6:8 Finansieringsmatrise for SalMar i NOK

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	66 %	1 %	25 %	8 %			60 %
FAM							0 %
DOM				61 %	39 %		37 %
FOM					47 %	53 %	3 %
Totalkapital	39 %	1 %	15 %	28 %	16 %	1 %	100 %

Tabell 6:9 Finansieringsmatrise for SalMar i prosent

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	68 %	3 %	29 %				55 %
FAM			100 %				0 %
DOM			2 %	64 %	35 %		40 %
FOM					32 %	77 %	4 %
Totalkapital	38 %	2 %	17 %	26 %	15 %	3 %	100 %

Tabell 6:10 Finansieringsmatrise for bransjen i prosent

SalMar og bransjen har en egenkapitalfinansiering av totalkapitalen på henholdsvis 39 % og 38 %. Bransjen finansierer driftsrelaterte anleggsmiddel uten rentebærende gjeld, mens SalMar har 8 % finansiering av driftsrelaterte anleggsmiddel med rentebærende gjeld. Det fremstår som positivt at SalMar har nokså likt gjeldsnivå på langsiktig finansiell gjeld som bransjen, på henholdsvis 28 % og 26 %. Den kortsiktige gjelden utgjør en minimal andel for både SalMar og bransjen. Kortsiktig finansiell gjeld hos SalMar er 1 %, mens det for bransjen er 3 %.

6.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse

SalMar har hatt en positiv utvikling i egenkapitalprosent. Det gjør at de klarer å oppfylle lånevilkåret om 35 % egenkapital. Tidsvektet har SalMar en nokså lik egenkapitalprosent som bransjen. SalMar sin driftsrentabilitet har hatt en positiv utvikling med unntak av 2011. Ut i fra finansieringsmatrisen fremstår SalMar som en solid virksomhet med høy grad av egenkapitalfinansiering og høy dekning av driftsrelaterte anleggsmidler med ikke-rentebærende gjeld. Både SalMar og bransjen har et relativt likt nivå av langsiktige finansiell gjeld, på henholdsvis 28 % og 26 %. Det er positivt at SalMar har en lavere kortsiktig finansiell gjeld enn bransjen, siden det er den mest risikable finansieringsformen. Relativt til bransjen anses SalMar for å ha en tilfredsstillende evne til å stå imot langvarig negativ resultatutvikling.

6.3 Syntetisk rating

Syntetisk rating er å sette en karakter på kredittrisikoen til virksomheten, og estimere sannsynlighet for konkurs (Knivsflå, 2016h). Syntetisk rating fremgår av likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Den syntetiske ratingen bør holdes opp mot øvrig risikoanalyse i kapittel 6 og strategisk innsikt fra kapittel 4. Den syntetiske ratingen får implikasjoner for kredittriskopremien som fastsettes i kapitel 8.

Vi bruker Standard & Poor's ratingklasser med tilhørende konkurssannsynlighet. Standard & Poor's klassifiserer AAA som høyeste rating med tilhørende lav konkurssannsynlighet. D klassifiseres som laveste rating med høy konkurssannsynlighet. Vi vil bruke Knivsflå (2016h) sin utarbeiding av forholdstallene til de ulike ratingklassene.

Rating	Konkurssannsynlighet	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	0,00 %	11,60	16,900	0,940	0,350
		8,90	11,600	0,895	0,308
AA	0,02 %	6,20	6,300	0,850	0,266
		4,60	4,825	0,755	0,216
A	0,08 %	3,00	3,350	0,660	0,166
		2,35	2,755	0,550	0,131
BBB	0,26 %	1,70	2,160	0,440	0,096
		1,45	1,690	0,380	0,082
BB	0,97 %	1,20	1,220	0,320	0,068
		1,05	1,060	0,270	0,054
B	4,93 %	0,90	0,900	0,220	0,040
		0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	12,61 %	0,60	0,070	0,130	0,012
		0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC	27,96 %	0,05	-0,760	0,080	-0,016
		0,05	-1,170	0,030	-0,030
C	50,99 %	0,40	-1,580	-0,020	-0,044
		0,35	-1,995	-0,100	-0,058
D	85,54 %	0,30	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6:11 Rating og konkurssannsynlighet med tilhørende klassifisering av fire forholdstall (Knivsflå, 2016h)

Som det fremgår av tabell 6.12 får SalMar karakteren A på virksomhetens tidsvektede kredittrisiko gjennom analyseperioden. Med våre tidsvekter legger vi mest vekt på årene 2013, 2014 og 2015. Konkurssannsynligheten vurderes som lite sannsynlig, nærmere bestemt på 0.21 %. I analyseperioden har SalMar sin syntetiske rating variert fra BB til AAA. Siden fastsettelsen av kredittrisikoen til en viss grad er skjønnsbasert, må den øvrige risikoanalysen tas i betraktning.

Syntetisk rating	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	A	BBB	BBB	A	A	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	AAA	AA	BBB	AA	AAA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	AAA	BBB	BB	A	AA	A	AA
Syntetisk rating	AA	BBB	BB	A	AA	A	A
Konkurssannsynlighet	0.02 %	0.26 %	0.97 %	0.08 %	0.02 %	0.08 %	0.21 %

Tabell 6:12 Syntetisk rating for SalMar

Øvrig risikoanalyse

I likviditetsanalysen har SalMar i sum en tilfredsstillende likviditet med en rentedekningsgrad og likviditetsgrad 1 som understøtter høy rating, mens likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekningsgrad trekker i motsatt retning. SalMar har tilfredsstillende likviditet relativt til bransjen, men med enkelte svakheter som svekker den kortsiktige evnen til å dekke forpliktelser.

I soliditetsanalysen har SalMar en positiv utvikling i egenkapitalprosenten, i motsetning til bransjen. SalMar har en positiv netto driftsrentabilitet, som er høyere enn bransjen. I finansieringsmatrisen fremstår SalMar som solid og har relativ lik grad av egenkapitalfinansiering som bransjen, samt likt nivå på den langsiktige rentebærende gjelden. Det fremstår som positivt for SalMar at de har liten grad av kortsiktig rentebærende gjeld. SalMar fremstår med dette som å være relativt likt solid som bransjegjennomsnittet.

Strategisk innsikt fra analysen

Fra den strategiske analysen fremgår det at SalMar har en høy bransjefordel, og en noe lavere ressursfordel. På kort sikt fremover vil den strategiske fordelene øke på bakgrunn av økt bransjefordel. På mellomlang sikt reduseres den strategiske fordelene som følge av redusert bransjefordel og fordi ressursfordelen forsvinner. På lang sikt vil det være en svakere, men varig strategisk fordel grunnet bransjefordelen.

Strategiske risikofaktorer

På grunn av at SalMar i enkelte år har fått en lavere rating enn A, gir det grunnlag for å stille spørsmål om det bør foretas en strategisk overstyring av den syntetiske ratingen.

Ved oppsummering av signifikante strategiske risikofaktorer i kapittel 4.4.1 fremkom det at på kort og mellomlang sikt vil høye nivå av lakselus utgjøre et risikoelement. SalMar er også ekstra utsatt for denne risikoen ved at de er lokalisert i områder med høy konsentrasjon av lakselus. På lang sikt er hvilken teknologisk innovasjon eller medisinsk løsning som slår igjennom et signifikant usikkerhetsmoment. Et annet usikkerhetsmoment er hva den eksakte konsesjonsverdien for tradisjonell oppdrett vil være ved oppmykingen i konsesjonssystemet. Med oppmyking av konsesjonssystemet vil konsesjonsverdien reduseres, men ikke forsvinne som følge av at konsesjonskrav for å drive med oppdrett vedvarer.

Vi mener at ratingen A, gir et tilstrekkelig bilde av kredittrisikoen til SalMar, og ønsker ikke å nedjustere ratingen ved å foreta en strategisk overstyring av regnskapstallene. Vi mener at konkurransefortrinnet med det høyteknologiske produksjonsanlegget InnovaMar vil bidra til å styrke selskapet med lavere varekostnader og lønnskostnader spesielt på kort sikt. Innovasjonsevnen til SalMar med fokus på havbasert teknologi tar høyde på å møte de teknologiske endringene, til tross for at det foreligger stor usikkerhet.

7 Avkastningskrav

En virksomhet må gi kapitaleiere avkastning på kapitalen de har skutt i inn i virksomheten (Kaldestad & Møller, 2014, s. 105). Avkastningskravet skal kompensere for risiko, inflasjon og tidsverdi (Kaldestad & Møller, 2014, s. 105). Avkastningskravet vil senere bli brukt ved fundamental verdsettelse ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med avkastningskravet. Formlene som presenteres i dette kapittelet er hentet fra (Knivsflå, 2016i).

Ved beregning av avkastningskrav er det viktig med konsistens mellom de ulike komponentene i netto driftskravet, WACC (Weighted Average Cost of Capital) (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 285). Netto driftskravet skal reflektere finansieringssammensetningen i virksomheten.

7.1 Egenkapitalavkastningskrav

Kapitalverdimodellen, CAPM (Capital Asset Pricing Model) er den vanligste metoden for å vurdere egenkapitalkravet (Penman, 2013, s. 96). Modellen tar ikke høyde for usystematisk risiko, siden investorene antas å være veldiversifiserte (Kaldestad & Møller, 2014, s. 108).

Kapitalverdimodellen utledes slik:

$$CAPM = R_f + \beta EK * (R_m - R_f)$$

Hvor

R_f = Risikofri rente

βEK = Beta til egenkapital

R_m = Avkastning på markedsportefølje

R_f = Risikofri rente

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke bærer risiko i form av konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2014, s. 108). Siden det ikke finnes verdipapirer med slike hypotetiske egenskaper gjelder det å finne verdipapirer med tilnærmet like egenskaper, som i praksis kan anses å være risikofrie. De mest aktuelle verdipapirene vil enten være lange statsobligasjoner til solide stater, eller korte interbankrenter. Kaldestad og Møller (2015 s.108-110) argumenterer for at statsobligasjoner er det nærmeste man kommer risikofri rente. Det positive med lange statsobligasjoner er at de er relativt stabile, mens lange renter varierer mindre enn korte renter (Kaldestad & Møller, 2014, s. 110). Tatt i betraktning at det ved lange renter innbakes likviditetspremie og inflasjonspremie, er den ikke lenger risikofri. Korte renter er tilnærmet

risikofrie, fordi den i mindre grad blir påvirket av likviditetspremie og risikopremie (Kaldestad & Møller, 2014, s. 110).

Ved å analysere tidligere års korte renter fremgår det at renten gradvis er redusert fra 2,4 % i 2010 til 1,5 % i 2015. Endringen er mindre enn endringen i lengre statsobligasjoner, som underbygger det at det ikke har vært høye svingninger i korte renter i analyseperioden. Vi anvender dermed en kort rente, i form av 3 måneder NIBOR (Norsk interbankrente) til analysen. Vi tar utgangspunkt i en gjennomsnittlig bankrating på AA, for å utlede kredittrisikopremie til bank. Som vist i tabell 7.1 er gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt i analyseperioden på 1 %.

Risikofri rente	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Rente (NIBOR - 3mnd)	0.024	0.027	0.022	0.018	0.018	0.015	0.019
- Kredittrisikopremie til bank	0.006	0.006	0.006	0.006	0.005	0.005	0.006
= Risikofri rente før skatt	0.018	0.021	0.016	0.012	0.013	0.010	0.014
- Skatt (27% / 28%)	0.005	0.006	0.005	0.003	0.003	0.003	0.004
= Risikofri rente etter skatt	0.013	0.015	0.012	0.009	0.009	0.007	0.010

Tabell 7:1 Risikofri rente etter skatt

7.1.2 Risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen investorer i aksjemarkedet forventer ved å plassere midler i en markedsportefølje (Kaldestad & Møller, 2014, s. 117). I praksis blir det i likhet med den risikofrie renten benyttet ulike metoder for å utlede markedets risikopremie.

Ifølge Kaldestad & Møller (2015 s.117) er det tre hovedmetoder for finne markedets risikopremie. Den første metoden er å utrede den historiske risikopremien over en lengre tidsperiode, da historisk risikopremien anses som et godt estimat for fremtidig risikopremie.

Den andre metoden er å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs. Den utledes ved å se historisk tilbake i tid for å finne ut hvilken risikopremie som kan forsvare aksjekursen. Denne metoden er imidlertid sensitiv for marginale endringer, og blir dermed brukt i mindre grad (Kaldestad & Møller, 2014, s. 120).

Den tredje metoden er å utføre spørreundersøkelse blant investorer for å finne deres holdninger til passende risikopremie. I en undersøkelse om risikopremien blant norske finansanalytikere i 2015 har PWC intervjuet 151 medlemmer av Norske Finansanalytikeres

Forening (PWC, 2015). Funnene fra denne undersøkelsen er at markedsrisikopremien i det norske markedet i 2015 lå på 5 %, og er uendret fra tidligere år.

Risikopremien vi vil benytte vil være basert på historiske avkastningskrav. Vi vil i tillegg sammenligne med metode tre, altså spørreundersøkelse blant finansanalytikere. I tabell 7.2 fremgår Knivsflå (2016l) sine estimater på årlig risikopremie på kort og lang sikt. Denne har blitt vektet for å ta mest høyde for den langsiktige risikopremien. Ved en slik vekting får vi en gjennomsnittlig risikopremie over analyseperioden på 4,7 %. Risikopremien virker ikke urimelig sett i lys av verdien fra spørreundersøkelsen blant finansanalytikere var på 5 %.

Kaldestad og Møller (2015 s.122) hevder at de tre teknikkene vil legge til rette for en risikopremie på rundt 4 % - 5 %, med variasjoner i perioder. En risikopremie på 4,7 % vurderes dermed som rimelig.

Markedsrisikopremie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Årlig risikopremie 95-t	0.039	0.036	0.038	0.040	0.040	0.041	0.039
* Vekt	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
+ Årlig risikopremie 58-t	0.048	0.049	0.049	0.049	0.050	0.050	0.049
* Vekt	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %
= Løpende risikopremie	0.046	0.046	0.046	0.047	0.048	0.0478	0.047

Tabell 7:2 Markedsrisikopremie

7.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på risikoen til en aksje relativt til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2014, s. 111). Markedsporteføljen har et gjennomsnitt på 1, og en aksje med egenkapitalbeta lik 1, vil svinge i takt med aksjemarkedet. Egenkapitalbetaen utledes ved å dividere kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen med variansen til markedsporteføljen (Knivsflå, 2016i). Dette kan utledes slik:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{Var}(r_m)} = \rho * \frac{\sigma_r}{\sigma_m}$$

Hvor:

ρ = Korrelasjonskoeffisient mellom avkastningen til virksomheten og til markedsindeksen

σ_r = Standardavvik til aksjen

σ_m = Standardavvik til markedsindeksen

Ifølge Dagens Næringsliv har SalMar en beta på 0,27 per 11.04.2016, som er observert gjennom ett år (Dagens Næringsliv, 2016). Til sammenligning fremstiller E24 en betaverdi på

0,27 (E24, 2016). Siden det ikke fremgår hvordan Dagens Næringsliv og E24 kalkulerer betaverdi, velger vi å utføre egne analyser av egenkapitalbetaen.

Neste steg er å velge sammenligningsgrunnlag. Det mest aktuelle er enten å bruke Oslo Børs sin hovedindeks, OSEBX, eller en større global indeks som MSCI World Index. Fordelen ved å benytte OSEBX er at SalMar er notert på indeksen og blir dermed handlet av samme investorer. Det at aksjen handles i samme valuta reduserer også volatiliteten i kursene. Ulempen ved å benytte OSEBX er at den i stor grad er eksponert mot oljerelatert virksomhet. Oljerelatert virksomhet har vært svært volatil de siste årene og en vektning mot OSEBX vil mest sannsynlig undervurdere SalMar sin beta. Ved å benytte en global indeks reduseres utfordringen med oljerelatert virksomhet siden indeksen er mindre oljerelatert. Sannsynligvis vil det gi en betaverdi nærmere 1 ved bruk av globale indekser. En ulempe er at globale indekser består i liten grad av norske selskaper, som sees ved at SalMar ikke er notert på MSCI World Index (MSCI, 2016). På grunnlag av at OSEBX er svært oljerelatert velger vi å benytte en global indeks i form av MSCI WI, men vi vil i tillegg kontrollere dette mot OSEBX og vurdere dette avviket. Vi utfører dermed en regresjon av månedlige logaritmiske avkastninger til SalMar og MSCI WI.

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.444548162
R Square	0.197623069
Adjusted R Sq	0.188707769
Standard Erro	0.076938072
Observations	92

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.13121525	0.13121525	22.1667342	9.02158E-06
Residual	90	0.532752022	0.00591947		
Total	91	0.663967272			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	0.0201	0.0080	2.5030	0.0141	0.0041	0.0360	0.0041	0.0360
X Variable 1	0.6218	0.1321	4.7082	0.0000	0.3594	0.8842	0.3594	0.8842

Tabell 7:3 Regresjonsutskrift av SalMar sin betaverdi

Som det fremgår av tabell 7.3 gir regresjonen en foreløpig beta på 0,62. Over tid beveger betaverdien seg mot 1, og dermed foretas justering av betaen mot langsiktige likevekt på 1 (Damodaran, 2012, s. 187). Vi vil i denne oppgaven utføre en vektning hvor vi vekter

selskapets beta med $\frac{2}{3}$ og den langsiktige markedslikevekten med $\frac{1}{3}$. Den langsiktige markedslikevekten er følgelig én.

$$\text{Justert beta} = \text{Ujustert beta} * \frac{2}{3} + \text{Langsiktig likevektsbeta} * \frac{1}{3}$$

Dette gir en justert beta på 0,75. Til sammenligning vil en beta ved bruk av OSEBX være på 0,67. At denne betaen vil være lavere stemmer med våre antagelser, siden oljeaksjer på Oslo Børs har vært volatile i analyseperioden. En beta på 0,75 tilsier at SalMar er en mindre volatil aksje enn gjennomsnittet, noe som virker rimelig. Lakseaksjer i stor grad blir styrt av laksepriser, som igjen kan ha store variasjoner, mener vi at lavere beta enn dette med stor sannsynlighet undervurderer aksjens volatilitet.

7.1.4 Illikviditetspremie

En illikviditetspremie skal kompensere investor for innlåsing ved en illikvid plassering, altså at det kan bli dyrt eller krevende å kvitte seg med aksjer (Kaldestad & Møller, 2014, s. 122). Hovedaksjonær i SalMar, Kværva AS, eier 53,4 % av aksjene i selskapet. De ti største aksjonærene eier totalt 73,1 % av selskapets aksjer. Selskapet er det tiende største selskapet på Oslo Børs per 02.05.2016, men er ikke på OBX-indeksen som består av de 25 mest omsatte selskapene på Oslo Børs. Selv om markedsverdien er av betydelig størrelse, er den relativt lite omsatt tatt størrelsen i betraktning. Vi vurderer med det en illikviditetspremie på 2 % til rimelig. Videre er risikoen for minoritetseiere større, og vi legger til 2 %, til totalt 4 % for minoritetseiere.

7.2 Gjeldskrav til netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld er fastsatt ved følgende vekting (Knivsflå, 2016i);

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

Hvor:

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav fgk = finansielt gjeldskrav

FG = Finansiell gjeld fek = Finansielt eiendelskrav

FE = Finansielle eiendeler NFG = Netto finansiell gjeld

7.2.1 Krav til avkastning på finansiell gjeld:

Kredittrisikopremien er basert på virksomhetens syntetiske rating som ble utledet i kapittel 6.3. Som det fremgår av tabell 7.4 er gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav for analyseperioden på 0,023. Vi ser at kredittrisikopremien holder seg relativt konstant, og endringer i det finansielle gjeldskravet skyldes hovedsakelig endringer i den risikofrie renten.

Finansielt gjeldskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Syntetisk rating	AA	BBB	BB	A	AA	A	A
Risikofri rente etter skatt	0.013	0.015	0.012	0.009	0.009	0.007	0.010
+ Kredittrisikopremie	0.008	0.014	0.031	0.010	0.008	0.010	0.013
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0.021	0.029	0.043	0.019	0.017	0.017	0.023

Tabell 7:4 Finansielt gjeldskrav

7.2.2 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

Krav på avkastning til finansielle eiendeler kan dekomponeres i et kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav;

$$\text{Kontantkravet} = R_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE}$$

$$\text{Fordringskravet} = (R_f * (1 - s) + KRP_{for}) * \frac{FOR}{FE}$$

$$\text{Investeringskravet} = (R_f * (1 - s) + \beta_{inv} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE}$$

Vi antar at SalMar sine investeringer er en tilnærmet veldiversifisert portefølje, og med det får vi en investeringsbeta på 1. Kredittrisikopremie for fordringer er satt til 1 %, noe som tilsvarer gjennomsnittlig kort kredittrisiko. Gjennomsnittlig tidsvektet finansielt eiendelskrav var i perioden på 0,012.

Finansielt eiendelskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Kontantkrav	0.013	0.015	0.012	0.009	0.009	0.007	0.010
* Kontantvekt	0.987	0.984	0.778	1.000	0.997	0.999	0.963
+ Fordringskrav	0.017	0.025	0.039	0.015	0.013	0.013	0.019
* Fordringsvekt	0	0	0	0	0	0	0.000
+ Investeringskrav	0.059	0.061	0.058	0.056	0.057	0.055	0.057
* Investeringsvekt	0.013	0.016	0.222	0.000	0.003	0.001	0.037
= Finansielt eiendelskrav	0.014	0.016	0.022	0.009	0.009	0.007	0.012

Tabell 7:5 Finansielt eiendelskrav

7.2.3 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Vi legger sammen kravet til avkastning på finansiell gjeld fra avsnitt 7.2.1 med kravet til avkastning på finansielle eiendeler fra avsnitt 7.2.2. Det tidsvektede snittet på netto finansiell gjeld er på 0,025.

Krav til netto finansiell gjeld	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Krav til finansiell gjeld	0.021	0.029	0.043	0.019	0.017	0.017	0.023
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1.060	1.018	1.025	1.599	1.073	1.104	1.172
- Krav til finansielle eiendeler	0.014	0.016	0.022	0.009	0.009	0.007	0.012
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0.060	0.018	0.025	0.599	0.073	0.104	0.172
= Krav til netto finansiell gjeld	0.022	0.030	0.043	0.025	0.018	0.018	0.025

Tabell 7:6 Krav til netto finansiell gjeld

7.2.4 Beta til finansiell gjeld

Beta til finansiell utledes slik;

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

Mrd er markedsrisikodelen, krp er den lange kredittrisiko premien og mrp er markedspremien. Kredittrisiko premien avhenger av ratingen til virksomheten. Markedspremien har blitt hentet fra kapittel 7.1.2. Markedsrisikoandelen er hentet ut ifra regresjonen i tabell 7.3, og er justert for en passende justeringsfaktor, som utledes slik (Knivslå, 2016i);

$$\text{Justert } R2 * \frac{2}{3} = \text{Markedsrisikodel}$$

Finansiell gjeldsbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Rating SalMar	AA	BBB	BB	A	AA	A	A
Lang kredittrisiko premie	0.008	0.014	0.031	0.010	0.008	0.010	0.013
/ Markedspremie	0.046	0.046	0.046	0.047	0.048	0.048	0.047
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0.175	0.306	0.670	0.214	0.168	0.209	0.276
* Markedsrisikodel	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126
= Finansiell gjeldsbeta	0.022	0.038	0.084	0.027	0.021	0.026	0.035

Tabell 7:7 Finansiell gjeldsbeta

7.2.5 Beta til finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler består som tidligere nevnt av kontanter, fordringer og investeringer. Siden kontanter og tilsvarende likvide midler er risikofrie, er beta for kontanter lik null.

Finansielle eiendeler fremgår som følgende;

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{INV} * INV + \beta_{FOR} * FOR}{FE}$$

Finansiell eiendelsbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0.000
* Kontantvekt	0.987	0.984	0.778	1.000	0.997	0.999	0.963
+ Fordringsbeta	0.011	0.027	0.073	0.016	0.011	0.016	0.024
* Fordringsvekt	0	0	0	0	0	0	0.000
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1.000
* Investeringsvekt	0.013	0.016	0.222	0.000	0.003	0.001	0.037
= Finansiell eiendelsbeta	0.013	0.016	0.222	0.000	0.003	0.001	0.037

Tabell 7:8 Finansiell eiendelsbeta

7.2.6 Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell eiendelsbeta utledes fra følgende formel;

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Netto finansiell gjeldsbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Finansiell gjeldsbeta	0.022	0.038	0.084	0.027	0.021	0.026	0.035
* Finansiell gjeldsvekt	1.060	1.018	1.025	1.599	1.073	1.104	1.172
- Finansiell eiendelsbeta	0.013	0.016	0.222	0.000	0.003	0.001	0.037
* Finansiell eiendelsvekt	0.060	0.018	0.025	0.599	0.073	0.104	0.172
= Netto finansiell gjeldsbeta	0.023	0.039	0.081	0.043	0.023	0.029	0.035

Tabell 7:9 Netto finansiell eiendelsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta har et tidsvektet snitt på 0,035 i analyseperioden.

7.3 Krav til netto driftskapital

Ifølge Modigliani & Miller (1958) er verdien av selskapet uavhengig av finansieringen, gitt perfekte markeder. I situasjoner der virksomheter er i finansiell krise, oppstår det derimot krisekostnader som bryter med Modigliani & Miller sin forutsetning. På bakgrunn av risikoanalysen i kapittel 6 vurderer vi derimot sannsynligheten for finansiell krise i SalMar som lav på grunn av deres tilfredsstillende likviditet og soliditet.

Netto driftsbeta utledes slik;

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

Dette fordi at vi antar at $\beta_{EK} = \beta_{MI}$.

Netto driftsbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Egenkapitalbeta	-	-	-	-	-	-	0.748
* EK/NDK	0.491	0.419	0.453	0.630	0.631	0.591	0.559
+ Egenkapitalbeta	-	-	-	-	-	-	0.748
* MI/NDK	0.031	0.025	0.025	0.059	0.009	0.012	0.026
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0.023	0.039	0.081	0.043	0.023	0.029	0.035
* NFG/NDK	0.478	0.555	0.522	0.311	0.360	0.397	0.415
= Netto driftsbeta							0.452

Tabell 7:10 Netto driftsbeta

Som vist i tabell 7.10 får vi en netto driftsbeta på 0,452. I tabell 7.11 fremgår årlig egenkapitalbeta.

Egenkapitalbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto driftsbeta	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452
Netto finansiell gjeldsbeta	0.023	0.039	0.081	0.043	0.023	0.029	0.039
(NFG / (EK + MI))	0.916	1.249	1.090	0.451	0.562	0.657	0.747
Egenkapitalbeta	0.845	0.968	0.856	0.636	0.693	0.730	0.761

Tabell 7:11 Egenkapitalbeta

Da vi nå har utledet en justert egenkapitalbeta, kan vi nå utlede egenkapitalkravet og minoritetskravet, som vist i tabell 7.12.

Egenkapitalkrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
= Risikofri rente etter skatt	0.013	0.015	0.012	0.009	0.009	0.007	0.010
+ Justert beta	0.845	0.968	0.856	0.636	0.693	0.730	0.758
* Risikopremie etter skatt	0.046	0.046	0.046	0.047	0.048	0.048	0.047
+ Markedets illikviditetspremie	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020
= Egenkapitalkrav	0.072	0.080	0.071	0.059	0.062	0.062	0.066
+ Minoritetens illikviditetspremie	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020
= Minoritetskrav	0.092	0.100	0.091	0.079	0.082	0.082	0.086

Tabell 7:12 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Netto driftskrav (WACC)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	0.072	0.080	0.071	0.059	0.062	0.062	0.065
* EK/NDK (Egenkapitalvekt)	0.491	0.419	0.453	0.630	0.631	0.591	0.559
+ Minoritetskrav	0.092	0.100	0.091	0.079	0.082	0.082	0.085
* MI/NDK (Minoritetsvekt)	0.031	0.025	0.025	0.059	0.009	0.012	0.026
+ Netto finansiell gjeldskrav	0.022	0.030	0.043	0.025	0.018	0.018	0.025
* NFG/NDK (Netto finansiell gjeldsvekt)	0.478	0.555	0.522	0.311	0.360	0.397	0.415
= Netto driftskrav (WACC)	0.049	0.052	0.057	0.049	0.046	0.045	0.049

Tabell 7:13 Netto driftskrav (WACC)

Til slutt veker vi egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav med tilhørende vekter. Som vist i tabell 7.13 får vi dermed et netto driftskrav (WACC) på 4,9 %. Dette er et forholdsvis lavt netto driftskrav, men ut ifra våre analyser mener vi 4,9 % gjenspeiler risikonivået i virksomheten.

8 Analyse av lønnsomhet

I kapittel åtte vil vi foreta en strategisk rentabilitetsanalyse. Vi vil utrede om SalMar har superrentabilitet, og dekomponere kildene som fører til det. Det som karakteriserer en strategisk rentabilitetsanalyse er at man fokuserer på rentabiliteten i forhold til avkastningskravet (Knivsflå, 2016j). Vi benytter oss av normaliserte regnskapstall, siden det er mest relevant for budsjettering og framskrivning (Knivsflå, 2016j).

Vi benytter følgende formel for utregning av rentabilitet;

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapital}}{\text{Inngående kapital} + \frac{(\Delta \text{Kapital} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

Rentabilitetsformelen antar at endringer i kapital, som hovedsakelig er en følge av utbytte, skjer i midten av året. I henhold til årsrapporter til SalMar og komparative virksomheter, gir SalMar utbytte i starten av juni, mens resten av bransjen har utbyttedatoer som i snitt summerer seg opp til midten av året. I analysen har vi benyttet samme netto driftskrav for bransjen som for SalMar. Siden virksomhetene har relativt lik finansieringsstruktur mener vi at dette i liten grad vil påvirke resultatene fra analysen.

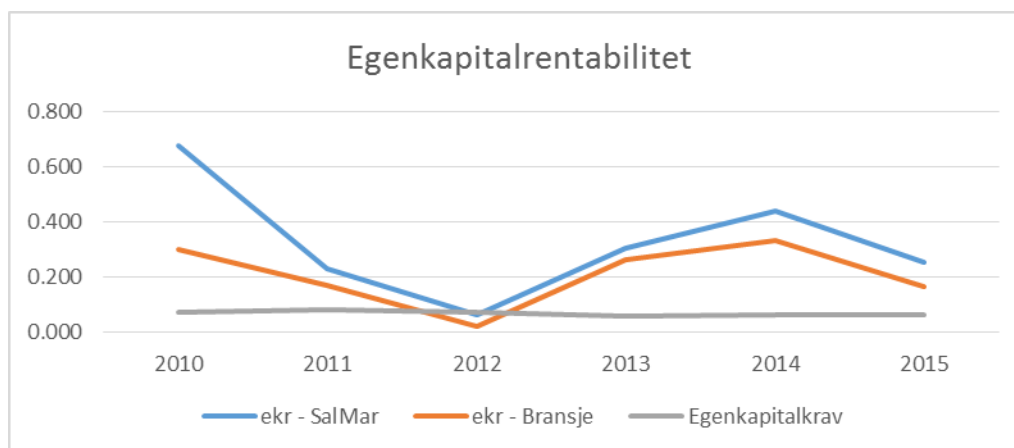
8.1 Strategisk fordel

En virksomhet har en strategisk fordel når egenkapitalrentabiliteten er høyere enn avkastningskravet. Dette kalles også for superrentabilitet.

I tabell 8.1 fremgår egenkapitalrentabiliteten til SalMar og bransjen. Det fremgår at SalMar har hatt en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Både bransjen og SalMar har hatt positiv egenkapitalrentabilitet gjennom hele analyseperioden. SalMar har hatt en lik utvikling som bransjen, med en nedadgående trend til 2012, oppadgående trend til 2014, og en reduksjon til 2015.

Egenkapitalrentabilitet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
ekr - SalMar	0.678	0.230	0.061	0.304	0.438	0.255	0.312
ekr - Bransje	0.302	0.168	0.022	0.265	0.334	0.165	0.211
Differanse	0.376	0.062	0.039	0.039	0.104	0.090	0.101
Egenkapitalkrav	0.072	0.080	0.071	0.059	0.062	0.062	0.065

Tabell 8:1 Egenkapitalrentabilitet



Figur 8:1 Egenkapitalrentabilitet

Foruten 2012 har egenkapitalrentabiliteten til SalMar vært over avkastningskravet, som for øvrig også gjelder for bransjen. Dette er også fremstilt i tabell 8.2.

Superrentabilitet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	0.678	0.230	0.061	0.304	0.438	0.255	0.312
Egenkapitalkrav	0.072	0.080	0.071	0.059	0.062	0.062	0.065
Superrentabilitet	0.606	0.150	-0.011	0.245	0.376	0.193	0.246

Tabell 8:2 Superrentabilitet

8.2 Strategisk fordel dekomponert drift og finansiering

Den strategiske fordelen består av driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordelen fremstår som den mest betydningsfulle og vil i analysen vektlegges mest. Følgende formel har blitt brukt for å utlede den strategiske fordelen;

$$\text{Strategisk fordel} = \underbrace{(\text{ndr} - \text{ndk}) * (1 + \text{nfgg} + \text{mig})}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{((\text{nfgk} - \text{nfgR}) * \text{nfgg} + (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig})}_{\text{Finansieringsfordel}}$$

Den strategiske driftsfordelen er vist i tabell 8.3. Som det fremgår av tabellen har SalMar, foruten i 2012 besittet en strategisk driftsfordel gjennom hele analyseperioden. Bransjefordelen fremstår som den største kilden til den strategiske driftsfordelen, med et tidsvektet snitt på 9,5 %. Finansieringsfordelen dekomponeres i avsnitt 8.4.

Driftsfordel - Dekomponert	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Bransjefordel drift	0.159	0.068	-0.025	0.139	0.158	0.065	0.095
+ Ressursfordel drift	0.131	-0.003	0.023	0.019	0.078	0.056	0.050
= Strategisk driftsfordel	0.290	0.066	-0.002	0.158	0.235	0.121	0.144

Tabell 8:3 Strategisk driftsfordel

8.3 Dekomponering av driftsfordel

Driftsfordelen er hovedkilden til den strategiske fordel. Driftsfordelen kan dekomponeres til en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel (Knivsflå, 2016j). Det kan utledes slik;

$$\begin{aligned}
 \text{Driftsfordel} = & \underbrace{(\text{ndrB} - \text{ndkB})}_{\text{Bransjefordel drift}} + \underbrace{(\text{ndr} - \text{ndrB}) + (\text{ndkB} - \text{ndk})}_{\text{Ressursfordel drift}} + \underbrace{(\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})}_{\text{Gearingfordel drift}}
 \end{aligned}$$

Driftsfordel - Dekomponert	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Bransjefordel drift	0.159	0.068	-0.025	0.139	0.158	0.065	0.095
+ Ressursfordel drift	0.131	-0.003	0.023	0.019	0.078	0.056	0.050
= Strategisk driftsfordel	0.290	0.066	-0.002	0.158	0.235	0.121	0.144
+ Gearingfordel drift	0.321	0.088	-0.003	0.150	0.154	0.087	0.123
= Driftsfordel	0.611	0.154	-0.005	0.308	0.389	0.208	0.267

Tabell 8:4 Dekomponering av driftsfordel

Som vist i tabell 8.4 har SalMar hatt en bransjefordel på 9,5 % i perioden, og en ressursfordel på 5 %. Gearingfordelen har i gjennomsnitt vært positiv, men den var svakt negativ i 2012. Disse funnene samsvarer med vår strategiske analyse i kapittel fire, hvor vi observerte både en bransjefordel og en ressursfordel. Bransjefordelen fremstår som hovedkilden til driftsfordelen.

8.3.1 Bransjefordel

At oppdrettsbransjen besitter en betydelig bransjefordel samstemmer med vår bransjeanalyse i kapittel fire, hvor vi trakk frem at lav trussel fra nye aktører og lav grad av rivalisering er med på gjøre oppdrettsbransjen særlig lønnsom. Et lite antall konsesjoner i forhold til etterspørselen gjør at virksomheter som innehar disse konsesjonene får en naturlig fordel, og det oppstår dermed høye inngangsbarrierer, som reduserer trusselen fra nye aktører. Av tabell 8.4 ser vi at bransjefordelen var fallende frem til 2012, men den negative trenden er reversert fra 2012 og til 2014. Disse funnene korrelerer i stor grad med historiske priser på laks, der 2012 var et år med betydelig lavere laksepriser enn resterende år i analyseperioden.

8.3.2 Ressursfordel

Ressursfordel - dekomponert	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Marginfordel	0.117	0.012	0.028	0.042	0.112	0.078	0.067
+ Omløpsfordel	0.014	-0.014	-0.005	-0.023	-0.034	-0.021	-0.017
= Ressursfordel	0.131	-0.003	0.023	0.019	0.078	0.058	0.050

Tabell 8:5 Dekomponert ressursfordel

Ressursfordelen kan dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel, som vist i tabell 8.5. Av tabellen ser vi at marginfordelen er grunnlaget for ressursfordelen, med en fordel på 6,7 %. SalMar besitter derimot en omløpsulempe. Marginfordelen er derimot større enn omløpsulempen og SalMar oppnår med dette en ressursfordel på 5 %. Videre vil marginfordelen og omløpsulempen analyseres.

8.3.2.1 Marginfordel

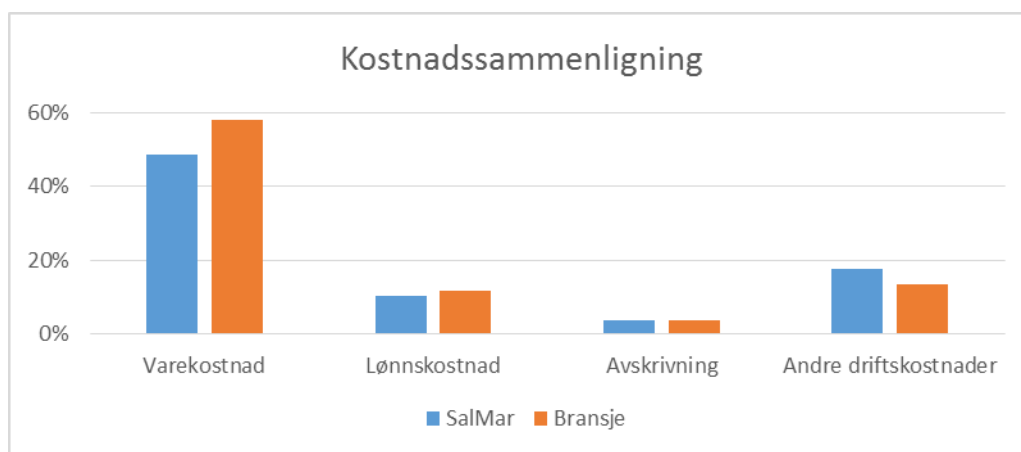
Marginfordelen er et resultat av at SalMar sin netto driftsmargin er større enn bransjens netto driftsmargin. Omløpet til netto driftskapital er derimot med på å redusere marginfordelen. I tabell 8.6 ble det utført en Common-Size analyse, som fremstiller kostnadene til SalMar i forhold til driftsinntektene. Fremstillingen gir en dypere forståelse av kildene til marginfordelen til SalMar. Fra Common-Size analysen vises relative kostnadsstørrelser i forhold til driftsinntekter.

Common Size Resultatanalyse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1
Varekostnad	0.44	0.52	0.55	0.49	0.44	0.49	0.49
Lønnskostnad	0.09	0.10	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10
Avskrivning	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
Andre driftskostnader	0.15	0.18	0.21	0.17	0.16	0.17	0.18
Driftsresultat fra egen virksomhet	0.29	0.16	0.08	0.20	0.26	0.19	0.20
Driftsrelatert skattekostnad	0.07	0.04	0.02	0.05	0.07	0.05	0.05
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0.22	0.12	0.06	0.15	0.20	0.14	0.15
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	0.03	0.00	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
Netto driftsresultat	0.25	0.13	0.06	0.17	0.21	0.15	0.16

Tabell 8:6 Common-Size analyse

Resultatet fra Common-Size analysen kan vi fremstille grafisk, som vist i figur 8.2. Av figur 8.2 ser vi at det vektete snittet til SalMar i analyseperioden har en betydelig lavere varekostnad enn bransjen som helhet, i tillegg til en marginalt lavere lønnskostnad. SalMar har derimot en betydelig høyere andel av andre driftskostnader. Totalt sett gir dette lavere kostnader for SalMar sammenlignet med deres konkurrenter. Det virker rimelig ut ifra den

strategiske analysen i kapittel 4. Det høyteknologiske produksjonsanlegget InnovaMar med automatisering av prosessene reduserer lønnskostnadene. I tillegg reduseres svinn, samt effektiv utnytting av varer i produksjonen som gir lavere varekostnader. I kapittel fire påpekte vi også at SalMar har oppdrettsanlegg i områder med høy konsentrasjon av lakselus, som kan være en betydelig årsak til at andre driftskostnader hos SalMar her høyere enn hos konkurrentene. Det at SalMar de siste årene også har investert mye i forskning og utvikling, kan også være en kilde til andre driftskostnader har vært høyere enn snittet i bransjen.



Figur 8:2 Kostnadssammenligning

8.3.2.2 Omløpsfordel

Omløpsfordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Omløpet til netto driftskapital	1.335	0.943	0.849	1.241	1.349	1.227	1.180
- Omløpet til netto driftskapital - bran	1.251	1.071	1.003	1.413	1.618	1.466	1.355
= Omløpsfordel (Uvektet)	0.084	-0.128	-0.154	-0.172	-0.269	-0.239	-0.175
* Netto driftsmargin i bransjen	0.166	0.113	0.032	0.133	0.126	0.086	0.106
= Omløpsfordel	0.014	-0.014	-0.005	-0.023	-0.034	-0.021	-0.017

Tabell 8:7 Omløpsfordel

Omløpet til netto driftskapital er driftsinntekter per krone investert og er et mål på virksomhetens effektivitet (Knivsfå, 2016k). Av tabell 8.7 ser vi at SalMar har en omløpsulempe som har holdt seg relativt stabil gjennom analyseperioden. SalMar fremstår dermed som mindre effektive til å skape driftsinntekter i forhold til investerte midler enn sine konkurrenter. Ved å splitte omløpet i en prisfordel og en effektivitetsfordel, kan vi analysere SalMar sin omløpsulempe. Prisfordel, ARPU (Average Revenue Per Unit), fremgår av driftsinntekter dividert på antall tonn slaktet laks. Som det fremgår av tabell 8.8 har SalMar en prisulempe samtlige år.

ARPU - Average Revenue per Unit	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
ARPU - SalMar	43.7	36.9	36.2	48.6	46.4	48.9	44.7
ARPU - Bransje	56.7	49.7	43.3	58.9	63.6	68.8	58.8
Differanse ARPU	-13.0	-12.8	-7.1	-10.3	-17.1	-19.9	-14.1

Tabell 8:8 ARPU for SalMar og bransjen

Omløpsfordel består av en effektivitetsfordel, som fremgår som antall tonn, dividert med gjennomsnittlig netto driftskapital. Av tabell 8.9 vises det at SalMar besitter en betydelig prisulempe, men har samtlige år hatt en effektivitetsfordel.

Dekomponering av omløpsfordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Prisfordel (ARPU)	-0.398	-0.328	-0.166	-0.262	-0.498	-0.501	-0.375
+ Effektivitetsfordel	0.482	0.200	0.013	0.090	0.229	0.262	0.199
= Omløpsfordel (uvektet)	0.084	-0.128	-0.154	-0.172	-0.269	-0.239	-0.175
* Netto driftsmargin i bransjen	0.166	0.113	0.032	0.133	0.126	0.086	0.106
= Omløpsfordel	0.014	-0.014	-0.005	-0.023	-0.034	-0.021	-0.017

Tabell 8:9 Omløpsfordel dekomponert i ARPU og effektivitetsfordel

Basert på bransjekunnskap kan en prisulempe for SalMar virke logisk, ved at flere av konkurrentene driver med større grad av videreforedling, noe som vil øke prisene for produktene de selger. Siden oppdrettslaks fremstår som et homogent produkt på lik linje med råvarer, er det naturlig at mye av prisforskjellen skyldes det. Det at SalMar besitter en effektivitetsfordel er i stor grad også en virkning av lavere grad av viderefordeling, da det reduserer kapitalbehovet, relativt til slaktet volum. Siden både prisulempen og effektivitetsfordelen i liten grad forbedrer seg i løpet av analyseperioden, vil omløpsulempen mest sannsynlig opptre i løpet av budsjetteringsperioden.

8.3.3 Gearingfordel

Gearing er med på å øke den strategiske fordelene i situasjoner der virksomheter innehar superrentabilitet. Det er tilfellet for SalMar i analyseperioden, hvor det foreligger en gearingfordel fra drift, som i løpet av perioden vektet til 12,3 %. Den er positiv i alle årene der selskapet besitter netto driftsrentabilitet som er høyere enn netto driftskrav. Det vil si alle år foruten 2012, som vist i tabell 8.10.

Gearingfordel drift	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0.34	0.12	0.05	0.21	0.28	0.17	0.193
* Nett driftskrav	0.05	0.05	0.06	0.05	0.05	0.04	0.049
+ Netto finansiell gjeldsgrad	1.043	1.268	1.238	0.854	0.640	0.699	0.890
* Minoritetsgrad	0.063	0.060	0.056	0.093	0.015	0.020	0.048
Gearingfordel drift	0.321	0.088	-0.003	0.150	0.154	0.087	0.123

Tabell 8:10 Gearingfordel drift

8.4 Finansieringsfordel – superrente og gearing

Som vist i tabell 8.11 har SalMar i samtlige år av analyseperioden hatt en finansieringsulempe. Det tidsvektet gjennomsnittet av denne ulempen er på 2,3 %, som er en relative liten ulempe. Dette samsvarer med den strategiske analysen i kapittel 4, hvor det er lite av våre analyser som viser til at SalMar besitter en finansieringsfordel, noe som også fremgår av historiske regnskapstall. Det stemmer i henhold til teori om effisiente kapitalmarkeder som gjør at man ikke klarer å oppnå rimeligere finansering over tid (Fama, 1970). Dermed er finansiering i liten grad med på å øke virksomhetens strategiske fordel. En eventuell finansieringsfordel eller finansieringsulempe kan dermed forventes å være svak. Markedet er med stor sannsynlighet effesient, og investorer vil vente en rentabilitet som er tilnærmet likt kravet (Knivsflå, 2016j).

Av dekomponeringen fremgår det at finansieringsulempen fra minoritet har større innvirkning enn finansieringsulempen fra netto finansiell gjeld. Det foreligger en finansieringsulempe for minoritetsinteressene som følge av at minoritetsrentabiliteten er vesentlig høyere enn minoritetskravet. På sikt forventes finansieringsulempen fra minoritet til å forsvinne.

Finansieringsfordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto finansielt gjeldskrav	0.022	0.030	0.043	0.025	0.018	0.018	0.025
Netto finansiell gjeldsrente	0.021	0.035	0.048	0.050	0.041	0.030	0.038
Netto finansiell gjeldsgrad	1.043	1.268	1.238	0.854	0.640	0.699	0.890
Finansiering ford. Netto finan. Gjeld	0.000	-0.007	-0.005	-0.021	-0.015	-0.008	-0.011
Minoritetskrav	0.092	0.100	0.091	0.079	0.082	0.082	0.085
Minoritetsrentabilitet	0.210	0.021	0.115	0.628	0.122	0.444	0.302
Minoritetsgrad	0.063	0.060	0.056	0.093	0.015	0.020	0.048
Finsneringsfordel Minoritetsinterss	-0.007	0.005	-0.001	-0.051	-0.001	-0.007	-0.013
Finansieringsfordel	-0.007	-0.002	-0.006	-0.072	-0.016	-0.016	-0.023

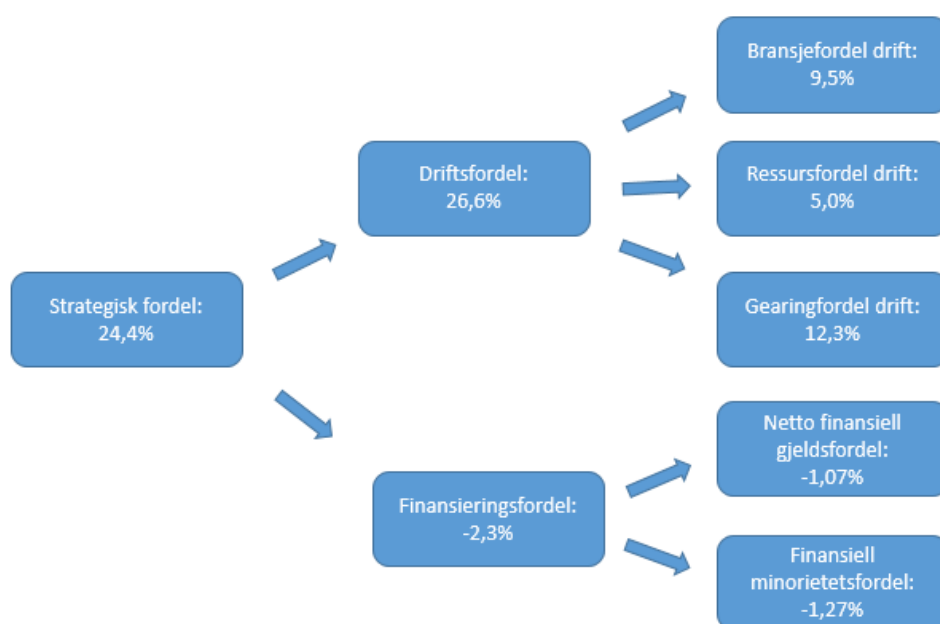
Tabell 8:11 Finansieringsfordel

8.5 Oppsummering – historisk superrentabilitet

I tabell 8.12 og figur 8.3 er den strategiske fordelen til SalMar blitt dekomponert i driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordelen er dekomponert i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Finansieringsfordelen er dekomponert i netto finansiell gjeldsfordel og finansiell minoritetsfordel.

Strategisk fordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Bransjefordel drift	0.16	0.07	-0.03	0.14	0.16	0.07	0.095
+ Ressursfordel drift	0.13	0.00	0.02	0.02	0.08	0.06	0.050
= Strategisk driftsfordel	0.290	0.066	-0.002	0.158	0.235	0.121	0.144
+ Gearingfordel drift	0.321	0.088	-0.003	0.150	0.154	0.087	0.123
= Driftsfordel	0.611	0.154	-0.005	0.308	0.389	0.208	0.267
+ Finansieringsfordel	-0.007	-0.002	-0.006	-0.072	-0.016	-0.016	-0.023
= Strategisk fordel	0.604	0.152	-0.012	0.236	0.374	0.192	0.244

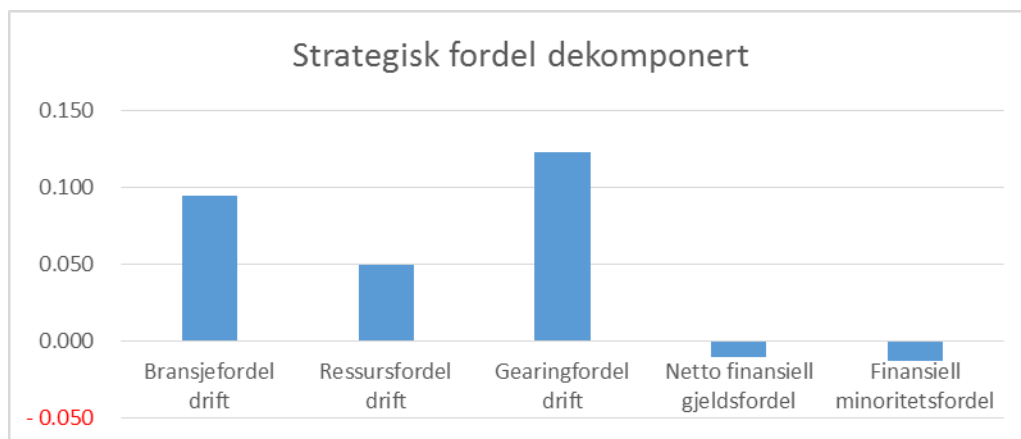
Tabell 8:12 Strategisk fordel



Figur 8:3 Dekomponering av strategisk fordel

Hovedkilden til den strategiske fordelen er driftsfordelen, som igjen blir mest påvirket av bransjefordelen. Ressursfordelen er også positiv. Disse funnene samsvarer med analyser i kapittel fire, med at det foreligger både en bransjefordel og ressursfordel. Oppdrettsbransjen har i analyseperioden vært svært lønnsom, på grunn lav trussel fra nye aktører og lav grad av rivalisering. Den lave trusselen fra nye aktører kommer hovedsakelig av konsesjonsordningen som gjør det svært krevende for nye aktører å etablere seg i bransjen. Hovedkilden til ressursfordelen er en marginfordel som SalMar innehar på grunn av produksjonsanlegget

InnovaMar som gir lavere varekostnader og lønnskostnader enn sine konkurrenter. Gearingfordelen er positiv, noe som er et naturlig utfall av en rentabilitet høyere enn kravet. Finansieringsulempen påvirker den strategiske fordelen i liten grad.



Figur 8:4 Strategisk dekomponering - tidsvektet

Av figur 8.4 ser vi utviklingen i de ulike komponentene av strategisk fordel. Bransjefordelen og gearingfordelen har fulgt hverandre gjennom analyseperioden. Bransjefordelen har vært svært volatil og har fulgt spot-prisene på fisk. Ressursfordelen har hatt mindre svingninger, men en økende trend fra 2011 og til i dag.

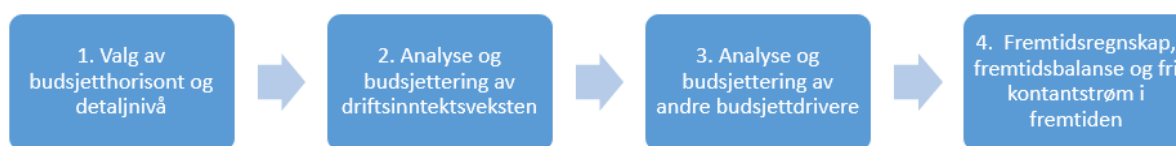
9 Fremtidsregnskap

9.1 Rammeverk for fremtidsregneskap

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskap legges innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen til grunn. Fremtidsregnskapet legger grunnlaget for utførelsen av fundamental verdsettelse i kapittel 11 (Penman, 2013, s. 505). Utførelsen av fremtidsregnskap baseres på Penman (2013 s. 520-526) og Knivsflå (2016l).

Først vil vi beskrive valg av budsjettthorisont og detaljnivå ved fremtidsbudsjetteringen. I det andre steget vil vi analysere og budsjettere driftsinntektsveksten, som er en driver som legger føringer for andre budsjett drivere. I det tredje steget analyserer og budsjetterer vi de andre budsjett driverne, før vi til slutt presenterer fremtidsregnskapet, fremtidsbalansen og fri kontantstrøm i budsjetteringsperioden. Ved fremstilling av tabeller utelater vi tall for horisontverdien $t+2$. Bakgrunnen er at vi vil gjøre tabellene mer leselig.

Vi vil utelate å ta med tall i horisontverdien $t+2$, på grunn av



Figur 9:1 Rammeverk for fremtidsregnskap, basert på Penman (2013, s. 520-526) og Knivsflå (2016l)

9.2 Valg av budsjettthorisont og detaljnivå

Fremtidsregnskap kan deles inn i to perioder; budsjetteringsperiode og periode med konstant vekst. I budsjetteringsperioden varierer budsjett driverne slik at veksten kan være ulik fra år til år. Perioden med konstant vekst omtales enten som konstant vekstperiode eller «steady state». I en periode med «steady state» er budsjett driverne konstante slik at veksten er lik hvert år.

Varigheten på budsjetteringsperioden har konsekvenser for verdsettelsen. Koller, Goedhart og Wessels (2015 s. 230) anbefaler å ha en budsjetteringsperiode fra 10 til 15 år, fordi ved å bruke en kortere periode oppstår problemer med undervurdering av virksomhetens verdier. En innsigelse til en lang budsjetteringshorisont er at det fører til større usikkerhet i prognosene for budsjetteringsperioden (Penman, 2013, s. 91).

Varigheten av perioden avhenger av vekstfasen til selskapet og bransjen, samt kvaliteten på selskapets regnskapsføring. Selskaper og bransjer som er modne bør ha en kortere budsjetteringshorisont enn selskaper i mindre modne bransjer. SalMar og oppdrettsbransjen har vært i en vekstperiode de siste ti årene. Som nevnt i avsnitt 2.2.2 var den gjennomsnittlige årlige veksten i verdiskapningen for oppdrettsnæringen 15,4 % fra 1995 til 2012. Det trekker i retning av en kortere budsjetteringsperiode. Endringer i konsesjonssystemet, samt teknologisk utvikling, gjør at bransjen forventer store endringer i fremtiden, som taler for en lengre budsjett horisont. Ved bruk av verdibasert regnskapsføring fremgår reelle verdier i større grad enn ved regnskapsføring med historisk kost, og man kan tillate en kortere budsjetteringshorisont. SalMar rapporterer etter IFRS og legger til grunn historisk kost, med unntak av biologiske eiendeler og derivater (SalMar, 2016a).

For å få implementert ovennevnte forhold ønsker vi å benytte en lang budsjetteringsperiode på 12 år, fra 2016 til 2028.

En budsjettmodell kan enten være enkel eller fullstendig (Penman, 2013, s. 504). Med en enkel budsjettmodell er man opptatt av å fremskrive få enkeltposter, samt at man benytter en lavere grad av informasjonsinnhenting (Penman, 2013, s. 504). En mer fullstendig budsjettmodell innebærer en større grad av informasjonsinnhenting for å fremskrive flere poster, og er mer forenelig med en kort budsjetteringshorisont (Penman, 2013, s. 505).

Tatt i betraktning at vi bruker en lang budsjetteringshorisont på 12 år, vil det by på problemer å utføre detaljert framskriving ved fullstendig budsjettmodell. Vi vil dermed benytte oss av en enkel budsjettmodell med bruk av ni budsjett drivere; driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsrente, finansiell eiendelsrentabilitet, minoritetsdel og minoritetsresultat.

Vi vil benytte fire budsjett punkt; et historisk budsjett punkt for 2015, et for 2016, et i 2021 og et siste budsjett punkt i 2028 som markerer overgangen til konstant vekstperiode. Vi vil benytte en lineær utvikling mellom budsjett punktene 2016 til 2021 og fra 2021 til 2028. Vi vil utelate unormale poster i fremtidsbudsjetteringen på grunn av at det er vanskelig å predikere, med mindre man vet om konkrete hendelser som sannsynligvis vil inntreffe.

9.3 Analyse og budsjettering av driftsinntekstvekst

Driftsinntektene utgjør en viktig faktor for fremtidsbudsjettering da det avgjør det fremtidige omfanget av virksomheten (Knivsfå, 2016). For å budsjettere driftsinntektene vil vi bruke driftsinntektsvekst, div , som budsjettdriver, som vist med formelen under;

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

Driftsinntektsveksten har stor innvirkning på verdiesestimater. På lang sikt kan ikke virksomheter vokse i raskere takt enn verdensøkonomien (Damodaran, 2012, ss. 306-307). Veksten kan således ikke være høyere enn summen av forventet realvekst i verdensøkonomien og forventet global inflasjon i dag, som henholdsvis er på 3,3 % og 1,8 % (Knivsfå 2016). Den nominelle driftsinntekstveksten kan dermed ikke være høyere enn 5 %.

Gjennom analyseperioden var den vektete driftsinntekstveksten for SalMar på 20%. Det skyldes i stor grad høye vekstrater i 2010 og 2013. I 2015 var driftsinntekstveksten på kun 2 %. Den vektete driftsinntekstveksten til bransjen var på 13 %.

9.3.1 Strategisk vekstanalyse

Som det fremgår av den strategiske vekstanalysen i kapittel 4.5 vil vi på kort sikt få en redusert, men likevel høy vekst sammenlignet med analyseperioden.

På mellomlang sikt vil veksttakten reduseres, men forbli positiv. Bakgrunnen er innføringen av det nye konsesjonssystemet som begrenser produksjonsveksten ved å ha en strengere tildeling av konsesjoner.

På lang sikt vil veksttakten reduseres, men stabiliseres på et positivt nivå. Oppmyking av konsesjonssystemet gir økte produksjonsmuligheter, som støttes av Regjeringens vekstambisjon om å femdoble produksjonen frem til 2050, samt økning i verdens befolkning som gir økt etterspørsel etter mat. Som nevnt i avsnitt 2.2.6.1 antas det at det må være en årlig produksjonsvekst mellom 3-5 % for å nå denne ambisjonen. Krav om å ha konsesjoner for å drive med oppdrett vil bestå til tross for oppmykninger, som demper veksttakten.

SalMar sine driftsinntekter dekomponeres i laksepris multiplisert med produksjonsvolum, noe som vil bli redegjort i påfølgende avsnitt.

9.3.2 Laksepris

I avsnitt 4.2.1.1 med figur 4.2 fremgår dagens prisnivå på oppdrettslaks, et gjennomsnittlig prisnivå mellom 2005 og 2015, samt Forwardpriser frem til 2021. Lakseprisen er svært volatil, noe som gjør den krevende å prognostisere. Forwardkurven gjenspeiler markedets forventning til framtidige priser på oppdrettslaks. Forwardprisene reduseres gradvis mot 2019, der de stabiliseres på et nivå på 39 kr/kg, som er betraktelig lavere enn dagens priser på 57 kr/kg. Markedet har opplevd historisk høye priser i starten av 2016, noe som taler for at markedet vil oppleve høye priser på kort sikt fremover. På mellomlang sikt vil det forventes at prisene vil reduseres noe, blant annet grunnet endring i konsumentvaner, som effekt av en periode med høye priser. En nedgang i det historisk høye prisnivået på mellomlang sikt støttes også av Forwardkurven. Oppmykningen i konsesjonssystemet på lang sikt vil øke konkurransen og redusere lakseprisen til et nivå som i større grad gjenspeiler marginalkostnaden av produsert laks.

9.3.3 Produksjonsvolum

Produksjonsvolumet til SalMar blir i stor grad styrt av konsesjonssystemet som per i dag hindrer en høyere veksttakt for bransjen.

På kort sikt forventes få endringer som følge av at oppdrettsnæringen i liten grad har utviklet løsninger som kan løse dagens utfordringer som hindrer deregulering av et strengt konsesjonssystem. På lang sikt er det derimot sannsynlig at teknologiske løsninger som havbasert oppdrett, eller medisinske innovasjoner kan føre til at problemene løses og konsesjonssystemet i større grad dereguleres. Dette taler for en større produksjonsøkning og vil stabilisere seg med en moderat vekstrate på lang sikt.

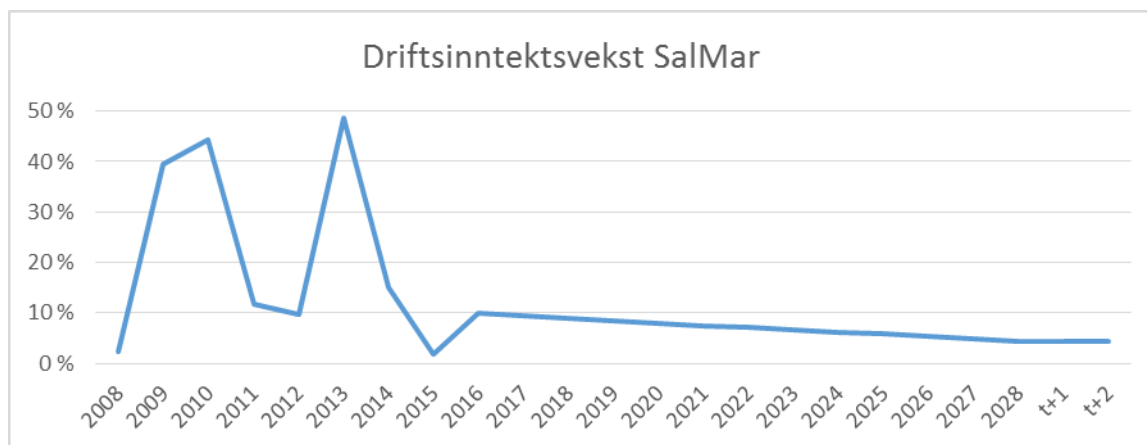
9.3.4 Endelig estimat av fremtidig driftsinntektsvekst

På bakgrunn av analyse av fremtidige laksepriser og produksjonsvolum er det trolig at driftsinntektsveksten vil øke på kort sikt fra nivået i 2015. Det begrunnes med høye laksepriser, siden det i liten grad forventes noen volumøkning.

På mellomlang sikt vil prisnivået gradvis reduseres før det stabiliseres på lang sikt. Produksjonsveksten vil begrenses på mellomlang sikt, men vil øke på lang sikt sett i lys av Regjeringens vekstambisjon med produksjonsvekst på 3-5 %. Driftsinntektsveksten vil deretter stabilisere seg på et nivå med en moderat vekstrate.

I 2016 vil prisnivået være den viktigste driveren for driftsinntektsvekst, mens volumøkningen vil være den viktigste driveren på langt sikt. Summert opp vil dette innebære en

driftsinntektsvekst i 2016 på 10%, som vil reduseres mot 7,5 % i 2021, mot 4,5 % i 2028, og stabiliseres på dette nivået i «steady state». Denne utviklingen er vist i figur 9.2. Totalt sett innebærer dette en økning i driftsinntekter på 145 % fra 2015 til 2028.



Figur 9:2 Driftsinntektsvekst

9.4 Analyse og budsjettering av andre budsjett drivere

Vi vil i de neste delkapitlene analysere og budsjettere følgende budsjett drivere; omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsrente, finansiell eiendelsrentabilitet, minoritetsdel og minoritetsresultat.

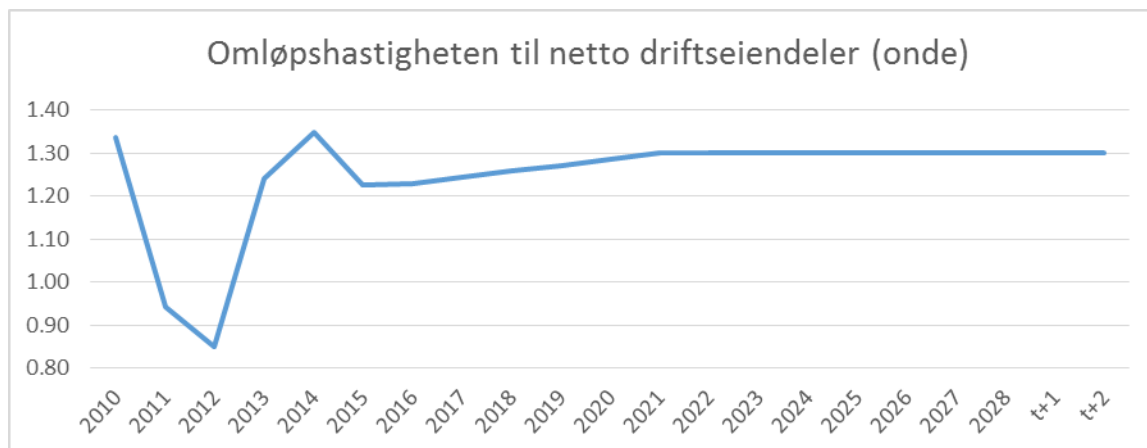
9.4.1 Omløpet til netto driftseiendeler

For å budsjettere netto driftseiendeler vil vi bruke omløpshastigheten til netto driftseiendeler, onde, som budsjett driver. Netto driftseiendeler finnes ved å ta neste års driftsinntekter delt på neste års omløpshastighet til netto driftseiendeler, som vist i formelen under;

$$NDE_t = \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}}$$

I analyseperioden fra 2010 til 2015 var det tidsvektede gjennomsnittet for omløpet til netto driftseiendeler på 1,18, mens det for bransjen var på 1,36. Vi budsjetter med at omløpet til netto driftseiendeler i 2016 vil være tilnærmet likt nivået i 2015. Det vil gradvis forbedres til 1,3 i 2021 og holde dette nivået i «steady state». Vi forventer dermed ikke at SalMar vil få en omløpshastighet i netto driftseiendeler på nivå med bransjesnittet, siden mye av grunnlaget for at bransjen har en høyere omløpshastighet for netto driftseiendeler skyldes en høyere salgspris. Som forklart i kapittel 8, kan høyere salgspris begrunnes med en større grad av videreforedlede produkter. Vi forventer at SalMar ikke vil øke graden av videreforedling, slik

at omløpshastigheten til netto driftseiendeler ikke vil konvergere med bransjesnittet på langt sikt.



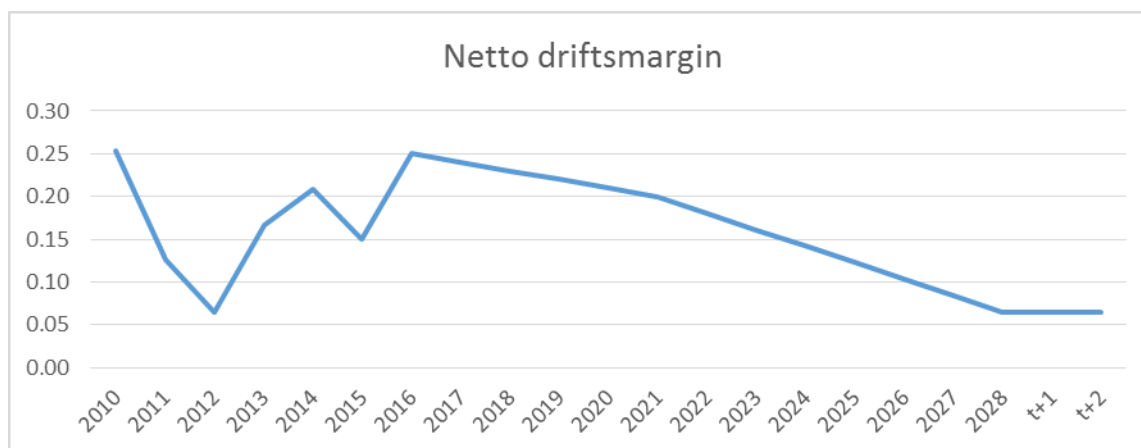
Figur 9:3 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

9.4.2 Netto driftsresultatet

For å budsjettere netto driftsresultat vil vi bruke budsjettdriveren netto driftsmargin, ndm. Netto driftsmargin utledes på følgende måte;

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

SalMar hadde i analyseperioden en netto driftsmargin på 16 % mot det tidsvektede bransjesnittet på 11 %. Hvert år i analyseperioden hadde SalMar en høyere netto driftsmargin enn bransjen. I 2015 var SalMar sin netto driftsmargin på 15 %. Fra Common-Size analysen i kapittel 8.3.2.1 kom det frem at kilden til SalMar sin marginfordel var lavere varekostnad og lønnskostnad enn bransjen. I 2016 vil netto driftsmargin bli på 25 %, noe som skyldes historisk høye laksepriser i inngangen til året. Netto driftsmargin vil reduseres til 20% i 2021. I «steady state» vil driveren reduseres til 6,5 %, et nivå som er lavere enn dagens bransjegjennomsnitt, siden økt konkurranse vil redusere prisnivået på sikt. Siden kostnader relatert til lakselus avtar på lang sikt, hindres en ytterligere reduksjon av netto driftsmargin.



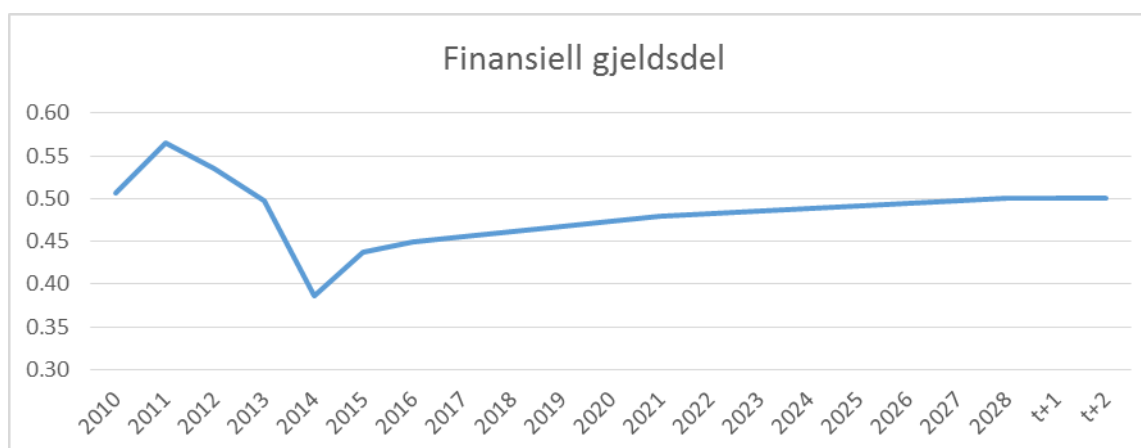
Figur 9:4 Netto driftsmargin

9.4.3 Finansiell gjeldsdel

For å budsjettere finansiell gjeld bruker vi budsjettdriveren finansiell gjeldsdel, som vist i formelen nedenfor. Et optimalt mål på netto finansiell gjeld er bransjegjennomsnittet, eller et tidsvektet gjennomsnittet til virksomheten (Knivsflå, 2016m).

$$FG_t = (fgd_t) * NDE_t$$

I analyseperioden har SalMar hatt et tidsvektet gjennomsnitt på den finansielle gjeldsdelen på 47 %, mot bransjen sitt tidsvektede gjennomsnitt på 46 %. I 2015 var den gjennomsnittlige gjeldsdelen på 44 % for SalMar. I 2016 vil den finansielle gjeldsdelen øke til 45 %, og i budsjettperioden frem til 2021 vil den øke til 48 %. Fra 2021 til 2028 øker gjeldsdelen til 50% hvor den stabiliseres. Sett ut i fra kapitalstrukturen på Oslo Børs fra 1999-2014 utgjorde finansiell gjeld 43,6 % (Knivsflå, 2016m). SalMar vil på lang sikt ligge på et høyere nivå enn kapitalstrukturen på Oslo Børs.



Figur 9:5 Finansiell gjeldsdel

9.4.4 Finansiell eiendelsdel

For å budsjettere finansielle eiendeler brukes finansiell eiendelsdel som budsjettdriver, som vist i formelen under.

$$FE_t = (fed_t) * NDE_t$$

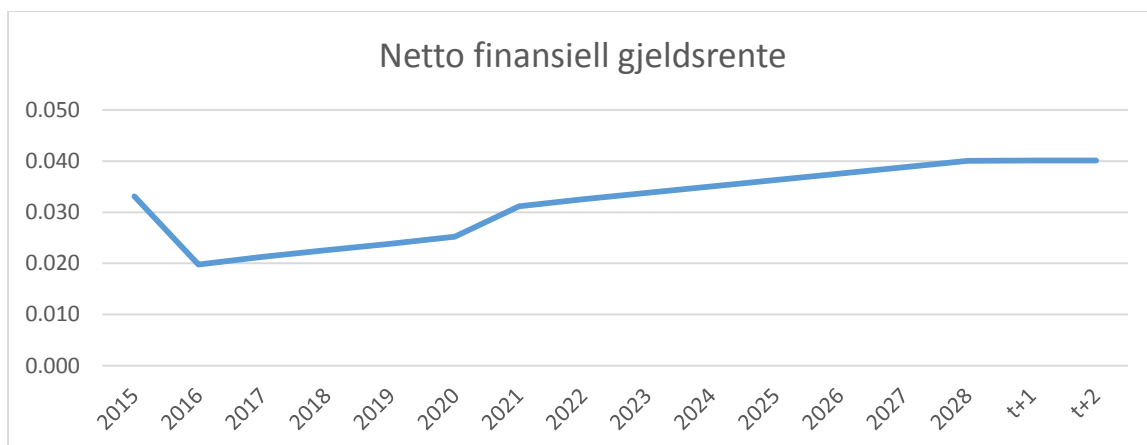
I analyseperioden hadde SalMar en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 6 %, mot bransjegjennomsnittet på 8 %. SalMar sin gjennomsnittlige eiendelsdel preges av den høye andelen i 2013 på 19 %, med nedsalg til 3 % året etter. I 2015 lå den gjennomsnittlige eiendelsdelen for SalMar på 4 %. Både SalMar og bransjen har hatt en lav andel av finansielle eiendeler i analyseperioden. De fleste virksomhetene har også årlig gitt utbytte til sine aksjonærer. Det impliserer at de klarer å drive med lav andel av finansielle eiendeler.

Siden dette også gjelder for bransjesnittet er det lite sannsynlig at det vil bli store endringer i den finansielle eiendelsdelen, men på grunn av høy volatilitet i de finansielle eiendelene er det trolig at et likevektsnivå ligger over dagens lave nivå. Sett ut i fra kapitalstrukturen på Oslo Børs fra 1999-2014 utgjorde finansielle eiendeler 18,2 % (Knivsflå, 2016m). Det antas dermed som rimelig at den finansielle eiendelsdelen gradvis vil øke i budsjetteringsperioden. I 2016 vil finansiell eiendelsdel øke til 5 %, og videre til 7 % i 2021. Mellom 2021 til 2028 økes den til 8 % og stabiliseres på dette nivået.

9.4.5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt

$$NFK_t = nfg_r_t * NFG_{t-1}$$

I kapittel 8.4 kom det frem at SalMar har hatt en finansieringsulempe i analyseperioden. Ut ifra tidligere analyse er det lite som tyder på at denne finansieringsulempen skal vedvare. Vi forutsetter dermed at netto finansiell gjeldsrente vil konvergere mot netto finansielt gjeldskrav, nfgk. I 2016 vil netto finansiell gjeldsrente være 2 %. I 2021 blir den 3 % før den stabiliseres på 4 % i «steady state».



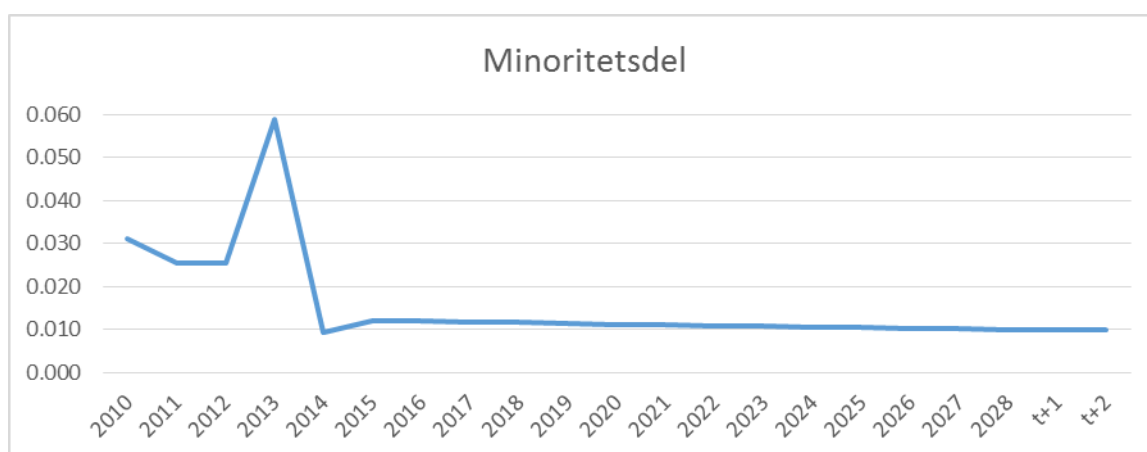
Figur 9:6 Netto finansiell gjeldsrente

9.4.6 Minoritetsdel

Minoritetsdelen vil bli brukt som budsjettdriver for minoritetsinteresser, og fremgår ved formelen under.

$$MI_t = (mid_t) * NDE_t$$

I analyseperioden var gjennomsnittet av minoritetsdelen på 3 %, på likt nivå med bransjegjennomsnittet. I 2015 var minoritetsdelen på henholdsvis 1,2 % og 2,4 % for SalMar og bransjen. Den nedadgående trenden tyder på at både SalMar og de komparative virksomhetene ikke har incentiver for å ha minoritetsinteresser, og prøver således å presse de ut. Vi mener denne utviklingen vil fortsette fremover. I 2016 vil minoritetsdelen forbli 1,2 %. Fra 2016 til 2021 reduseres minoritetsdelen til 1,1 %, og reduksjonen fortsetter frem til 2028 til 1 %.



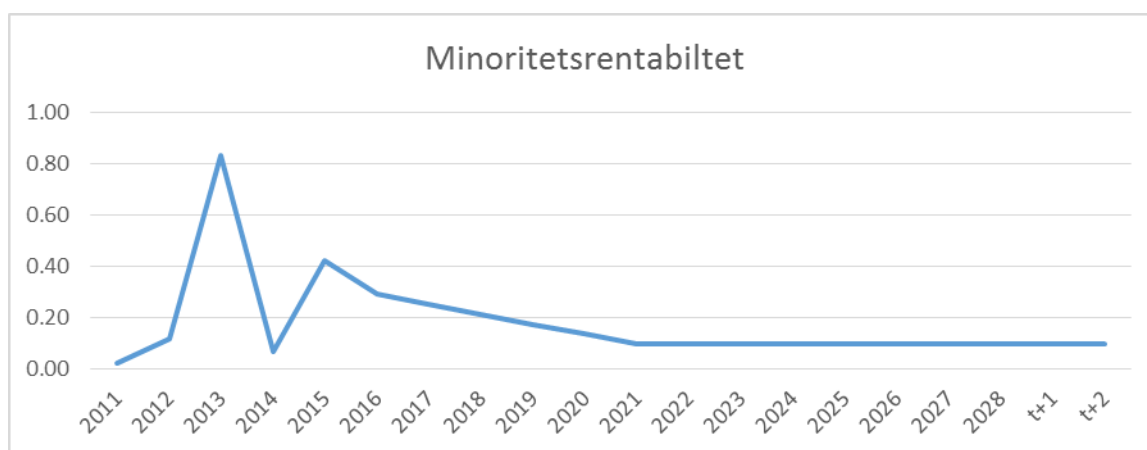
Figur 9:7 Minoritetsdel

9.4.7 Minoritetsrentabilitet

Minoritetsrentabilitet vil bli brukt som budsjettdriver for netto minoritetsresultat, og fremgår ved formelen under.

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

I analyseperioden fra 2010 til 2015 var det tidsvektede snittet av minoritetsrentabiliteten på 27 %, hvor den i 2015 utgjorde 44 %. I 2016 forventer vi at rentabiliteten vil reduseres til 29 %. På lang sikt mener vi at minoritetsulempen SalMar har ved at minoritetsrentabiliteten er høyere enn minoritetskravet, gradvis vil forsvinne. På sikt vil dermed minoritetsrentabiliteten konvergere mot kravet, og i «steady state» være på 9,6 %.



Figur 9:8 Minoritetsrentabilitet

9.5 Fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fri kontantstrøm

På bakgrunn av vår vurdering av fremtidige drivere har vi utarbeidet fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig kontantstrøm, som vist i tabell 9.1-9.3.

Fremtidsresultat	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Driftsinntekter	7 326 202	8 058 822	8 824 410	9 618 607	10 436 189	11 271 084	12 116 415	12 973 219	13 835 011	14 694 758	15 544 955	16 377 721	17 184 908	17 958 229	18 766 349
Netto driftsresultat	1 098 535	2 014 706	2 117 858	2 212 280	2 295 962	2 366 928	2 423 283	2 344 446	2 233 366	2 088 755	1 909 809	1 696 264	1 448 442	1 167 285	1 219 813
+ Netto finansinntekt	3 413	2 244	3 319	4 345	5 564	6 988	8 629	10 615	12 438	14 437	16 609	18 949	21 448	24 095	25 637
= Netto resultat til SSK	1 101 948	2 016 949	2 121 177	2 216 625	2 301 526	2 373 916	2 431 912	2 355 061	2 245 804	2 103 192	1 926 418	1 715 212	1 469 890	1 191 380	1 245 450
- Netto finanskostnad	76 303	52 110	60 372	69 363	79 131	89 654	118 570	133 263	148 005	163 522	179 734	196 547	213 846	231 502	243 309
- Netto minoritetsresultat	25 506	23 108	21 400	19 199	16 579	13 548	10 126	10 627	11 163	11 677	12 163	12 616	13 030	13 400	13 806
= Netto resultat til EK	1 000 139	1 941 731	2 039 405	2 128 063	2 205 816	2 270 713	2 303 216	2 211 171	2 086 636	1 927 993	1 734 520	1 506 049	1 243 014	946 478	988 335
+ Unormalt netto driftsresultat	-18 293														
+ Unormalt netto finansresultat	0														
= Fullstendig nettoresultat	981 846	1 941 731	2 039 405	2 128 063	2 205 816	2 270 713	2 303 216	2 211 171	2 086 636	1 927 993	1 734 520	1 506 049	1 243 014	946 478	988 335
- Netto betalt utbytte	1 095 768	1 694 298	1 728 372	1 815 380	1 894 386	1 963 641	1 938 386	1 841 025	1 719 102	1 566 384	1 382 287	1 166 730	920 174	609 910	618 060
= Endring i egenkapital	-113 922	247 433	311 033	312 683	311 430	307 072	364 831	370 146	367 535	361 609	352 232	339 320	322 840	336 569	370 275

Tabell 9:1 Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Netto driftseiere	6 635 343	7 093 577	7 645 952	8 204 551	8 764 451	9 320 319	9 979 399	10 642 316	11 303 660	11 957 658	12 598 247	13 219 160	13 814 022	14 435 653	15 085 258
+ Finansielle eiendeler	273 985	354 679	412 881	475 864	543 396	615 141	698 558	760 165	823 552	888 283	953 867	1 019 764	1 085 387	1 154 852	1 206 821
= Sysselsatte eiendeler	6 909 328	7 448 256	8 058 833	8 680 415	9 307 847	9 935 461	10 677 957	11 402 482	12 127 213	12 845 941	13 552 114	14 238 924	14 899 410	15 590 506	16 292 078
Egenkapital	3 923 590	4 171 024	4 482 057	4 794 740	5 106 169	5 413 242	5 778 072	6 148 218	6 515 753	6 877 361	7 229 594	7 568 913	7 891 754	8 228 322	8 598 597
+ Minoritetsinteresser	79 684	85 123	90 222	95 173	99 915	104 388	109 773	115 545	121 111	126 410	131 382	135 969	140 114	144 357	150 853
+ Finansiell gjeld	2 906 054	3 192 110	3 486 554	3 790 503	4 101 763	4 417 831	4 790 112	5 138 718	5 490 349	5 842 170	6 191 138	6 534 042	6 867 543	7 217 827	7 542 629
= Sysselskatt kapital	6 909 328	7 448 256	8 058 833	8 680 415	9 307 847	9 935 461	10 677 957	11 402 482	12 127 213	12 845 941	13 552 114	14 238 924	14 899 410	15 590 506	16 292 078

Tabell 9:2 Fremtidsbalanse

Fremtidig fri kontantstrøm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Netto driftsresultat	1 098 535	2 014 706	2 117 858	2 212 280	2 295 962	2 366 928	2 423 283	2 344 446	2 233 366	2 088 755	1 909 809	1 696 264	1 448 442	1 167 285	1 219 813
+ Unormalt netto driftsresultat	-18 293														
- Økning i netto driftseiere	233 531	458 234	552 374	558 599	559 900	555 868	659 080	662 917	661 344	653 997	640 589	620 914	594 862	621 631	649 604
= Fri kontantstrøm fra drift	846 711	1 556 471	1 565 484	1 653 680	1 736 062	1 811 059	1 764 203	1 681 529	1 572 022	1 434 757	1 269 220	1 075 350	853 580	545 654	570 208
+ Netto finansinntekter	3 413	2 244	3 319	4 345	5 564	6 988	8 629	10 615	12 438	14 437	16 609	18 949	21 448	24 095	25 637
+ Unormalt netto finansresultat	0														
- Økning i finansielle eiendeler	106 503	80 694	58 203	62 983	67 532	71 745	83 417	61 608	63 387	64 731	65 584	65 897	65 624	69 465	51 968
= Fri kontantstrøm til SSK	743 621	1 478 021	1 510 600	1 595 043	1 674 094	1 746 302	1 689 415	1 630 536	1 521 074	1 384 464	1 220 245	1 028 402	809 404	500 284	543 877
- Netto finanskostnad	76 303	52 110	60 372	69 363	79 131	89 654	118 570	133 263	148 005	163 522	179 734	196 547	213 846	231 502	243 309
+ Økning i finansiell gjeld	434 894	286 056	294 444	303 949	311 261	316 068	372 280	348 607	351 631	351 821	348 968	342 904	333 501	350 284	324 802
- Netto minoritetsresultat	25 506	23 108	21 400	19 199	16 579	13 548	10 126	10 627	11 163	11 677	12 163	12 616	13 030	13 400	13 806
+ Økning i minoritetsinteresser	19 062	5 439	5 099	4 951	4 742	4 473	5 386	5 772	5 565	5 299	4 972	4 587	4 145	4 243	6 496
= Fri KS til EK (NBU)	1 095 768	1 694 298	1 728 372	1 815 380	1 894 386	1 963 641	1 938 386	1 841 025	1 719 102	1 566 384	1 382 287	1 166 730	920 174	609 910	618 060

Tabell 9:3 Fremtidig kontantstrøm

9.6 Analyse av fremtidsregnskap

Det er essensielt ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet å analysere rimeligheten av fremtidsregnskapet. Dette kan gjøres ved å se det i sammenheng med analyser tidligere i utredningen, samt eksterne analytikerestimater (Knivsflå, 2016n). Vi vil i kapittel 10.3 foreta en grundigere analyse av hvordan den strategiske fordelingen påvirker fremtidsregnskapet. I avsnittet vil vi sammenligne med relevante analytikerestimater.

Ved å bruke analytikerestimatet *fortjeneste per aksje*, *EPS*, kan vi trekke slutninger om vi har et mer pessimistisk eller optimistisk fremtidsregnskap enn analytikere.

$$\text{Fortjeneste per aksje} = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapitalen}}{\text{Tidsvektet gjennomsnitt av utestående aksjer}}$$

Vi velger å sammenligne fortjeneste per aksje, kvotert av Dagens Næringsliv. I 2015 er avviket på -7,4 %, i 2016 på 14,1 % og i 2017 på 3,2 %. Det trekker i retning av at vi har en mer optimistisk fremtidsbudsjettering for SalMar på kort sikt. Avviket er imidlertid av begrenset størrelse.

EPS	2015	2016	2017
Vårt estimat	8.83	17.14	18.00
Estimat DN	9.53	15.02	17.44
Avvik	-7.4 %	14.1 %	3.2 %

Tabell 9:4 Fortjeneste per aksje

10 Fremtidskrav og strategisk fordel

I kapittel 10 skal vi beregne avkastningskravene til fremtidsregnskapet. Avkastningskravene vil være basert på formler som både er forklart og anvendt i kapittel 7. I kapittel 10.1 beregner vi egenkapitalkravet og minoritetskravet og i kapittel 10.2 beregnes netto driftskravet, WACC. Vi vil i kapittel 10 estimere verdivekter, mens vi i kapittel 11 vil anvende de estimerte verdivektene til å finne virkelige verdivekter. I kapittel 10.3 vil vi analysere strategisk fordel i fremtidsregnskapet for å forsikre oss om at framskrivningen er konsistent med den kvalitative og kvantitative analysen i del én og to.

10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

For å beregne egenkapitalkrav og minoritetskrav må vi utlede fremtidsverdier for risikofri rente, markedsrisikopremien, finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta, netto finansiell gjeldsbeta og netto driftsbeta (Knivsflå, 2016n).

10.1.1 Risikofri rente etter skatt

Den risikofrie renten avhenger i stor grad av utviklingen i NIBOR-renten, da vi antar at den kortsiktige risikopremien for bank holdes konstant gjennom budsjetteringsperioden. Vi har ingen indikasjoner på at gjennomsnittlig bankrating vil avvike fra en AA-rating som benyttet i analyseperioden. I analyseperioden har NIBOR-renten gått fra 2,4 % i 2010 til 1,5 % i 2015 som vist i kapittel 7.1.1. I budsjetteringsperioden antar vi at NIBOR renten gravis vil øke, da vi antar at den risikofrie renten vil tendere mot en likevekt, beregnet på bakgrunn av tidsgjennomsnitt av NIBOR-renter og lange statsobligasjoner (Knivsflå, 2016n). I perioden 1994-2015 hadde 3 måneder NIBOR-rente et snitt på 4,1 %. Lange statsobligasjoner per 02.05.2016 hadde en rente på 1,5 %. Ved å vekte lange statsobligasjoner med ($\frac{1}{3}$) og NIBOR-renten sin langsiktige likevekt med ($\frac{2}{3}$), blir den risikofrie renten trukket mot en likevekt på 2 %. Vi legger dermed inn en risikofri rente på 2 % i «steady state», og en lineær utvikling gjennom budsjettperioden.

10.1.2 Markedsrisikopremien

I analyseperioden 2010-2015 økte markedsrisikopremien fra 4,6 % til 4,8 %. Vi forutsetter at markedsrisikopremien vil forbli konstant på 4,8 % i budsjetteringsperioden og i «steady state». Forklaringen for dette er at beste prediksjon på fremtidig markedsrisikopremie er dagens nivå (Knivsflå, 2016n). En konstant markedsrisikopremie på 4,8 % ansees også som fornuftig ut i fra at markedspremien i Norge lå på 5 % i 2014 og i 2015 (PWC, 2015).

10.1.3 Finansielle betaverdier

Før vi utleder finansielle betaverdier må vi utrede SalMar sin syntetiske fremtidsrating. Som i kapittel 7, er dette til en viss grad en skjønsmessig vurdering basert på forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

Syntetisk fremtidsrating	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Rating - Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	14.4	38.7	35.1	32.0	29.1	26.5	20.5	17.7	15.2	12.9	10.7	8.7	6.9	5.1	5.1
Rating - Rentedekningsgrad	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0.39	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38
Rating Egenkapitalandel	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0.166	0.344	0.375	0.338	0.325	0.312	0.297	0.266	0.234	0.204	0.174	0.144	0.116	0.088	0.088
Rating - Netto driftsrentabilitet	A	A	AA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB
Syntetisk fremtidsrating	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10:1 Syntetisk fremtidsrating

Som det fremgår av tabellen vil SalMar beholde sin nåværende A-rating frem til 2021. Fra og med 2021 endres denne til BBB. Vi ser en gradvis endring i verdier, men utslaget for endring i rentedeckningsgrad kommer først i 2022. Vi mener likevel at det gjenspeiler SalMar sin risiko ved å endre den syntetiske ratingen til BBB allerede i 2021. Det fører også til en jevn syntetisk rating gjennom den lineære budsjettperioden fra 2021 til 2028.

10.1.3.1 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta forblir på 0,026 i 2016 som er likt med 2015. I 2021 øker verdien til 0,037 som følge av nedgradering av syntetisk rating fra A til BBB. Finansiell gjeldsbeta forblir 0,037 i «steady state».

Finansiell gjeldsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Rating	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kreditrisikopremie	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014
* Markedsrisikodel	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126
/ Markedspremie	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048
= Finansiell gjeldsbeta	0.026	0.0263	0.0263	0.0263	0.0263	0.0263	0.0369	0.0369	0.0369	0.0369	0.0369	0.0369	0.0369	0.0369	0.0369

Tabell 10:2 Finansiell gjeldsbeta

10.1.3.2 Finansiell eiendelsbeta

Den finansielle eiendelsbetaen vil i budsjetteringsperioden fra 2016 til 2021 øke fra 0,004 til 0,018. Frem til 2028 øker betaverdien til 0,037. Det skyldes en positiv utvikling i investeringsvekten, siden vi antar den vil konvergere mot det tidsvektede snittet i analyseperioden.

Fordringsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Rating på fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kreditrisikopremie	0.01	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
- Langtillegg	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004
= Kort kreditrisikopremie	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
/ Markedspremie	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048
= Fordringsbeta når mrd = 1	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126
* Markedsrisikodel	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126	0.126
= Fordringsbeta	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016
Finansiell eiendelsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt	0.999	0.996	0.993	0.991	0.988	0.985	0.982	0.980	0.977	0.974	0.971	0.968	0.966	0.963	0.963
+ Fordringsbeta	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016
* Fordringsvekt	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
+ Investeringsbeta	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
* Investeringsvekt	0.001	0.004	0.007	0.009	0.012	0.015	0.018	0.020	0.023	0.026	0.029	0.031	0.034	0.037	0.037
= Finansiell eiendelsbeta	0.001	0.004	0.007	0.009	0.012	0.015	0.018	0.020	0.023	0.026	0.029	0.031	0.034	0.037	0.037

Tabell 10:3 Finansiell eiendelsbeta

10.1.3.3 Netto finansiell gjeldsbeta

I budsjetteringsperioden øker netto finansiell gjeldsbeta fra 0,030 i 2016 til 0,040 i 2021. Fra 2021 til «steady state» øker betaverdien til 0,037. Dette skyldes i stor grad en økning i den finansielle gjeldsvekten.

Netto finansiell gjeldsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Finansiell gjeldsbeta	0.026	0.026	0.026	0.026	0.026	0.026	0.037	0.037	0.037	0.037	0.037	0.037	0.037	0.037	0.037
* Finansiell gjeldsvekt	1.104	1.125	1.134	1.144	1.153	1.162	1.171	1.174	1.176	1.179	1.182	1.185	1.188	1.190	1.190
- Finansiell eiendelsbeta	0.001	0.004	0.007	0.009	0.012	0.015	0.018	0.020	0.023	0.026	0.029	0.031	0.034	0.037	0.037
* Finansiell eiendelsvekt	0.104	0.125	0.134	0.144	0.153	0.162	0.171	0.174	0.176	0.179	0.182	0.185	0.188	0.190	0.190
= Netto finansiell gjeldsbeta	0.029	0.029	0.029	0.029	0.029	0.028	0.040	0.040	0.039	0.039	0.038	0.038	0.037	0.037	0.037

Tabell 10:4 Netto finansiell gjeldsbeta

10.1.4 Netto driftsbeta

I budsjetteringsperioden og i «steady state» vil netto driftsbeta forbli konstant på 0,452. Dette kan ses i sammenhengen med Modigliani & Miller sitt teorem som vi redegjorde for i kapittel 7.3.

Netto driftsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Egenkapitalbeta	0.730	0.734	0.736	0.739	0.741	0.744	0.738	0.740	0.742	0.744	0.746	0.748	0.750	0.752	0.752
* Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0.591	0.588	0.586	0.584	0.583	0.581	0.579	0.578	0.576	0.575	0.574	0.573	0.571	0.570	0.570
+ Minoritetsbeta	0.730	0.734	0.736	0.739	0.741	0.744	0.738	0.740	0.742	0.744	0.746	0.748	0.750	0.752	0.752
* Minoritetsvekt (MI/NDK)	0.012	0.012	0.012	0.012	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0.029	0.029	0.029	0.029	0.029	0.028	0.040	0.040	0.039	0.039	0.038	0.038	0.037	0.037	0.037
* NFG-vekt (NFG/NDK)	0.397	0.400	0.402	0.404	0.406	0.408	0.410	0.411	0.413	0.414	0.416	0.417	0.419	0.420	0.420
= Netto driftsbeta	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452	0.452

Tabell 10:5 Utledning av egenkapitalbeta

10.1.5 Oppsummering av egenkapitalkrav og minoritetskrav

Fra 2015 til 2016 øker egenkapitalkravet fra 6,2 % til 6,3 %. I budsjetteringsperioden frem til 2021 øker egenkapitalkravet til 6,8 %. Dette skyldes i stor grad økning i egenkapitalbetaen. I 2028 utgjør egenkapitalkravet 7,6 %, en økning som kommer spesielt av den markante økningen i den risikofrie renten, som har bakgrunn i økt NIBOR-rente.

Vi forutsetter en stabil illikviditetspremie for minoritet på 2 % gjennom hele budsjetteringsperioden. Siden minoritetens illikviditetspremie er konstant, er minoritetskravet avhengig av utviklingen i egenkapitalkravet. Minoritetskravet øker til 8,3 % i 2016. Frem til 2021 øker kravet til 8,8 %, og frem til 2028 øker minoritetskravet til 9,6 %.

Egenkapitalkrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
= Risikofri rente etter skatt	0.007	0.008	0.009	0.010	0.011	0.012	0.013	0.014	0.015	0.016	0.017	0.018	0.019	0.020	0.020
+ Egenkapitalbeta	0.730	0.734	0.736	0.739	0.741	0.744	0.738	0.740	0.742	0.744	0.746	0.748	0.750	0.752	0.752
* Markedspremien	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048
+ Markedets illikviditetspremie	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
= Egenkapitalkrav	0.062	0.063	0.064	0.065	0.066	0.067	0.068	0.069	0.070	0.071	0.072	0.073	0.075	0.076	0.076
+ Minoritetens illikviditetspremie	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020
= Minoritetskrav	0.082	0.083	0.084	0.085	0.086	0.087	0.088	0.089	0.090	0.091	0.092	0.093	0.095	0.096	0.096

Tabell 10:6 Egenkapitalkrav

10.2 Krav til netto driftskapital - WACC

For å beregne krav til netto driftskapital, WACC, må vi utlede fremtidsverdier for finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav og netto finansielt gjeldskrav.

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav øker fra 1,7 % i 2015 til 2,7 % i 2021. Fra 2021 til 2028 øker den videre til 3,4 %. Økningen i kravet drives av høyere risikofrie rente i budsjetteringsperioden, samt en endring i syntetisk rating fra A til BBB, som øker kredittrisikopremien.

Finansielt gjeldskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0.007	0.008	0.009	0.010	0.011	0.012	0.013	0.014	0.015	0.016	0.017	0.018	0.019	0.020	0.020
+ Kredittrisikopremie	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014	0.014
= Finansielt gjeldskrav	0.017	0.018	0.019	0.020	0.021	0.022	0.027	0.028	0.029	0.030	0.031	0.032	0.033	0.034	0.034

Tabell 10:7 Finansielt gjeldskrav

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

I budsjetteringsperioden øker finansielt eiendelskrav fra 0,8 % i 2016 til 1,4 % i 2021. I konstant vekstperiode stabiliseres det finansielle eiendelskravet på 2,2 %.

Finansielt eiendelskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Kontantkrav	0.007	0.008	0.009	0.010	0.011	0.012	0.013	0.014	0.015	0.016	0.017	0.018	0.019	0.020	0.020
* Kontantvekt	0.999	0.996	0.993	0.991	0.988	0.985	0.982	0.980	0.977	0.974	0.971	0.968	0.966	0.963	0.963
+ Fordringskrav	0.017	0.018	0.019	0.020	0.021	0.022	0.023	0.024	0.025	0.026	0.027	0.028	0.029	0.030	0.030
* Fordringsvekt	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
+ Investeringskrav	0.075	0.076	0.077	0.078	0.079	0.080	0.081	0.082	0.083	0.084	0.085	0.085	0.086	0.087	0.087
* Investeringsvekt	0.001	0.004	0.007	0.009	0.012	0.015	0.018	0.020	0.023	0.026	0.029	0.031	0.034	0.037	0.037
= Finansielt eiendelskrav	0.007	0.008	0.009	0.011	0.012	0.013	0.014	0.015	0.016	0.018	0.019	0.020	0.021	0.022	0.022

Tabell 10:8 Finansielt eiendelskrav

10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Ved å vekte det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet, kan vi utlede netto finansielt gjeldskrav. Netto finansielt gjeldskrav øker til 1,9 % i 2016. I budsjetteringsperioden frem til 2021 øker kravet til 2,9 %. I konstant vekstperiode stabiliseres netto finansielt gjeldskrav på 3,6 %.

Krav til netto finansiell gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Krav til finansiell gjeld	0.017	0.018	0.019	0.020	0.021	0.022	0.027	0.028	0.029	0.030	0.031	0.032	0.033	0.034	0.034
Finansiell gjeld, vektet	1.104	1.125	1.134	1.144	1.153	1.162	1.171	1.174	1.176	1.179	1.182	1.185	1.188	1.190	1.190
Krav til finansielle eiendeler	0.007	0.008	0.009	0.011	0.012	0.013	0.014	0.015	0.016	0.018	0.019	0.020	0.021	0.022	0.022
Finansielle eiendeler, vektet	0.104	0.125	0.134	0.144	0.153	0.162	0.171	0.174	0.176	0.179	0.182	0.185	0.188	0.190	0.190
Krav til netto finansiell gjeld	0.018	0.019	0.020	0.021	0.022	0.023	0.029	0.030	0.031	0.032	0.033	0.034	0.035	0.036	0.036

Tabell 10:9 Krav til netto finansiell gjeld

10.2.4 Netto driftskrav, WACC

Netto driftskravet forventes å gradvis øke fra 4,5 % i 2015 til 5,9 % i «steady state». Dette skyldes hovedsakelig økt egenkapitalkrav og økt netto finansielt gjeldskrav.

Netto driftskrav (WACC)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Egenkapitalkrav	0.062	0.063	0.064	0.065	0.066	0.067	0.068	0.069	0.070	0.071	0.072	0.073	0.075	0.076	0.076
* EK/NDK (Egenkapitalvekt)	0.591	0.588	0.586	0.584	0.583	0.581	0.579	0.578	0.576	0.575	0.574	0.573	0.571	0.570	0.570
+ Minoritetskrav	0.082	0.083	0.084	0.085	0.086	0.087	0.088	0.089	0.090	0.091	0.092	0.093	0.095	0.096	0.096
* MI/NDK (Minoritetsvekt)	0.012	0.012	0.012	0.012	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
+ Netto finansiell gjeldskrav	0.018	0.019	0.020	0.021	0.022	0.023	0.029	0.030	0.031	0.032	0.033	0.034	0.035	0.036	0.036
* NFG-vekt (NFG/NDK)	0.397	0.400	0.402	0.404	0.406	0.408	0.410	0.411	0.413	0.414	0.416	0.417	0.419	0.420	0.420
= Netto driftskrav (WACC)	0.045	0.046	0.047	0.048	0.049	0.050	0.052	0.053	0.054	0.055	0.056	0.057	0.058	0.059	0.059

Tabell 10:10 Netto driftskrav (WACC)

10.3 Analyse av strategisk fordel

Vi vil i henhold til kapittel 9.6 analysere rimeligheten av fremtidsregnskapet og fremtidskravet. Det gjør vi ved å analysere den budsjetterte strategiske fremtidsfordelen i sammenheng med den kvalitative strategiske analysen og den kvantitative regnskapsanalysen. Vi analyserer den strategiske fordelen ut i fra kort-, mellomlang- og lang sikt. Tatt i betraktning at det forelå en marginal finansieringsulempe i kapittel 8.4, vil finansieringsfordelen ikke vektlegges for videre analyseformål.

Kort sikt: På kort sikt vil den strategiske bransjefordelen øke som følge av lav grad av rivalisering og høye inngangsbarrierer. Få og mektige bransjeaktører, strengt konsesjonssystem og dyre konsesjoner på annenhåndsmarkedet bidrar til lav grad av rivalisering og høye laksepriser. Konsesjonssystemet hindrer volumvekst på kort sikt. Ressursfordelen til SalMar, i form av produksjonsanlegget InnovaMar vil føre til en ressursfordel på kort sikt. Dette gjelder også for SalMar sin konkurranseulempe ved å være i områder med høy konsentrasjon av lakselus. Som vist i tabell 10.10 fører dette til at SalMar sin strategiske fordel vil øke til 29,8 % i 2016.

Mellomlang sikt: På mellomlang sikt reduseres den strategiske fordelen. Høye laksepriser vil føre til endrede konsumentvaner, og lakseprisene vil reduseres fra et historisk høyt nivå. Høye inngangsbarrierer vil derimot fortsatt eksistere og føre til at prisene fortsatt vil være på høye nivåer. Kostnadsutviklingen som følge av lakselus reduserer marginene, og bortfall av ressursfordelen trekker i retning av redusert strategisk fordel. SalMar sin innovasjonsevne vil gi grunnlag for etablere en sentral posisjon dersom de lykkes med havbasert oppdrett, men selv dette er imiterbart på lang sikt. Det foreligger derimot stor usikkerhet rundt slike fremtidige innovasjoner og potensiell konkurransefordel fra dette. På mellomlang sikt vil dermed den strategiske fordelen reduseres, men bransjen vil fortsatt karakteriseres som svært lønnsom. Vi estimerer den strategiske fordelen til å være på 24,5 % i 2021.

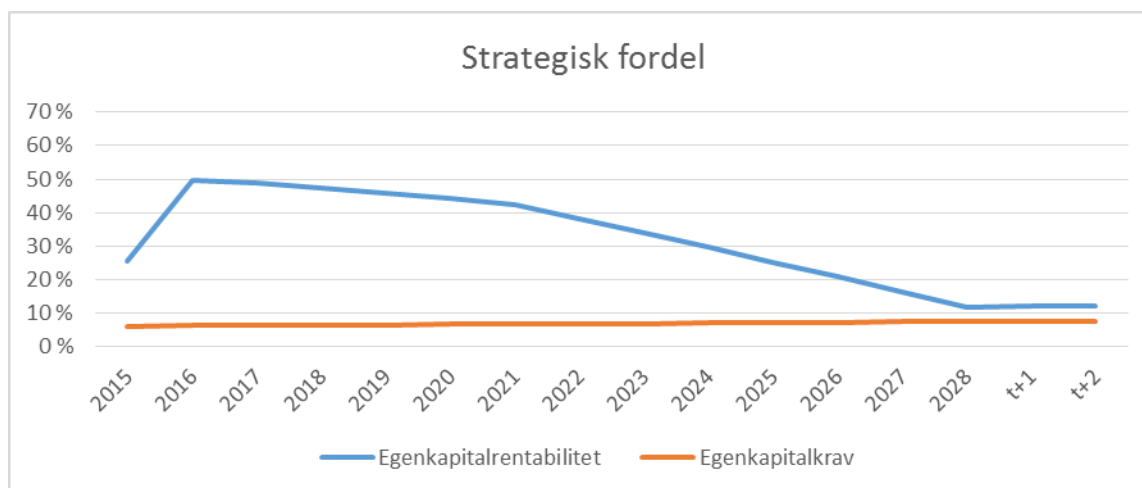
Lang sikt: Behov for statlig regulering av matproduksjon gjør at konsesjonssystemet vil vedvare på lang sikt. Teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger vil løse utfordringer med lakselus. Med det nye konsesjonssystemet hvor grunnpilaren av systemet er å ha lave nivåer av lakselus, vil det således gi oppmykninger i konsesjonssystemet. Konsesjonsverdien til tradisjonell oppdrett vil dermed reduseres, men trolig ikke forsvinne. Oppmykning av konsesjonssystemet vil føre til flere nyetableringer siden inngangsbarrierene reduseres, noe som reduserer bransjelønnsomheten. Det vil derimot fortsatt eksistere

inngangsbarrierer da konsesjonssystemet vil bestå. En annen konsekvens av oppmykningen er at bransjen vil oppleve bransjevekst i form av økt produksjon. Økt produksjon for aktørene henger sammen med Regjeringens mål om femdobling av produksjon frem til 2050 og økt behov for mat i verden som følge av befolkningsvekst. Varig bransjefordel kommer fra vedvarende krav om konsesjoner for å drive, samt stabil bransjevekst på lang sikt. Den strategiske fordel vil reduseres til et nivå på rundt 2,9 % i «steady state».

Grunnlaget for en strategisk fordel på lang sikt begrunnes dermed ut fra en vedvarende bransjefordel. Den strategiske fordel er vist i tabell 10:11 og figur 10:1.

Driftsfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t+1
Netto driftsrentabilitet	0.166	0.344	0.375	0.338	0.325	0.312	0.297	0.266	0.234	0.204	0.174	0.144	0.116	0.088	0.088
- Netto driftskrav	0.045	0.046	0.047	0.048	0.049	0.050	0.052	0.053	0.054	0.055	0.056	0.057	0.058	0.059	0.059
= Strategisk fordel	0.121	0.298	0.329	0.290	0.277	0.263	0.245	0.213	0.180	0.148	0.117	0.087	0.058	0.029	0.029
+ Gearingfordel drift	0.087	0.206	0.230	0.205	0.197	0.188	0.177	0.155	0.132	0.109	0.087	0.065	0.043	0.022	0.022
= Driftsfordel	0.208	0.504	0.559	0.496	0.473	0.451	0.421	0.368	0.312	0.258	0.204	0.152	0.101	0.051	0.051

Tabell 10:11 Dekomponering av strategisk driftsfordel



Figur 10:1 Strategisk driftsfordel

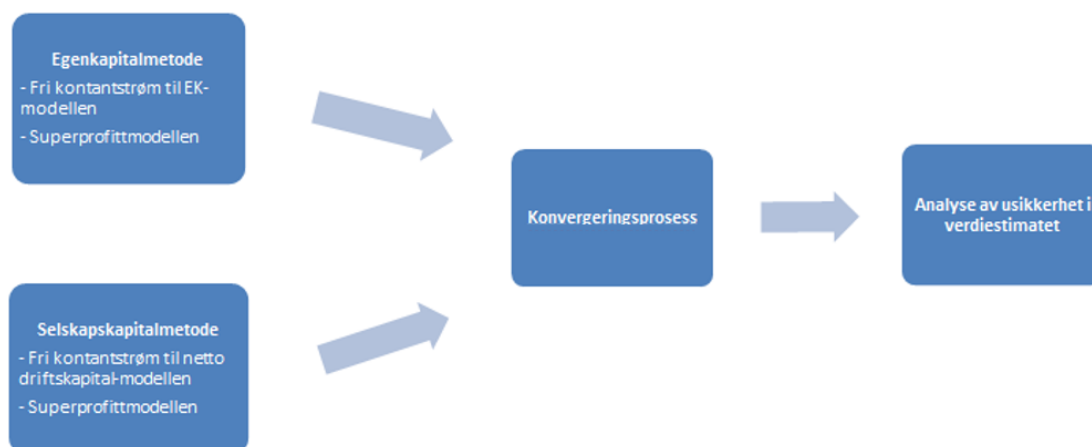
Ved å ta i betraktning gearingfordelen ser vi fra tabell 10:11 at driftsfordelen vil øke til 29,8 % i 2016, 55,9 % i 2017, før den vil avta mot 2028, og stabilisere seg på et nivå på 5,1 % i «steady state».

11 Fundamental verdsettelse

11.1 Fundamental verdsettelse

Vi vil i dette kapitlet utføre fundamental verdsettelse som nevnt i avsnitt 3.2 for å få et verdiestimat av SalMar sin egenkapital. I henhold til Palepu, Healy & Peak (2013, s. 13-15) sitt rammeverk, har vi utført en strategisk analyse og kvantitativ regnskapsanalyse. Denne innsikten har vi i kapittel 9 og 10 benyttet for å utarbeide fremtidsregnskap, fremtidskrav og fremtidig kontantstrøm for SalMar.

Fundamental verdsettelse er en grunnleggende verdsettelsesteknikk for å fremheve underliggende økonomiske forhold, og andre verdsettelsesteknikker bygger i stor grad på denne (Damodaran, 2012, s. 11). Ved fundamental verdsettelse er egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden de to hovedmetodene for utførelse. De to metodene gir ulike verdiestimat på grunn av budsjetterte vekter fremfor verdivekter (Knivsflå, 2016o). Ved utførelse av en konvergeringsprosess oppdaterer vi vektene til virkelige verdier, og de to verdiestimatene blir likere hverandre, helt til de konvergerer til vårt endelige estimat. Det foreligger usikkerhet i verdiestimatet. Analyse av verdiestimatets usikkerhet vil bli presentert i avsnitt 11.5. Til slutt vil vi oppsummere vårt verdiestimat og se dette i forhold til strategisk analyse og regnskapsanalyse.



Figur 11:1 Fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2016o)

11.2 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden utledes verdiestimatet av egenkapitalen direkte. Det eksisterer fire modeller innenfor egenkapitalmetoden, og vi skal benytte to av de; fri kontantstrøm til egenkapital-modellen og superprofittmodellen. Disse to modellene skal gi ekvivalente verdiestimater (Knivsflå, 2016o). Vår horisontverdi er fra og med 2028, og vi har da budsjettert med en konstant vekst på 4,5 %.

11.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen-modellen

Med denne modellen finner vi verdien av egenkapitalen ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen, med egenkapitalkravet. Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er resterende sum etter at investeringer er foretatt, altså den summen som går til utbytte til aksjonærer (Knivsflå, 2016o). Dette er vist i formelen under.

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

Som vist i tabell 11.1, blir verdien av egenkapitalen med fri kontantstrøm til egenkapital-modellen 22 330 242 kr.

Fri KS til EK - metoden	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Fri kontantstrøm EK		1 694 298	1 728 372	1 815 380	1 894 386	1 963 641	1 938 386	1 841 025	1 719 102	1 566 384	1 382 287	1 166 730	920 174	609 910	618 060	645 873
Egenkapitalkrav		0.0630	0.0641	0.0652	0.0663	0.0674	0.0681	0.0692	0.0702	0.0713	0.0724	0.0735	0.0746	0.0756	0.0756	0.0756
Diskonteringsfaktor		1.063	1.131	1.205	1.285	1.371	1.465	1.566	1.676	1.795	1.925	2.067	2.221	2.389	2.569	0.079
Nåverdi av FKE		1 593 932	1 528 087	1 506 816	1 474 664	1 432 081	1 323 555	1 175 764	1 025 849	872 498	717 977	564 536	414 345	255 324	240 542	8 204 272
Verdi av egenkapital	22 330 242															

Tabell 11.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen

11.2.2 Superprofittmodellen

Verdiestimatet ved superprofittmodellen utledes ved å summere den balanseførte egenkapitalverdien i 2015 med nåverdien av superprofitt. Superprofitt utledes fra nettoresultatet til egenkapital fratrukket kapitalkravet, som er utledet ved inngående balanseverdi multiplisert med egenkapitalkravet. Verdiestimatet med superprofittmodellen ble 22 330 242 kr, noe som tilsvarer verdien vi fant ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen. Beregningene vises i tabell 11.2.

$$VEK 0 = EK 0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE t}{(1 + ekk) * \dots * (1 + ekk t)} + \frac{SPE T + 1}{(1 + ekk 1) * \dots * (ekk - ekv)}$$

Superprofitt til EK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Netto resultat til EK	1 941 731	2 039 405	2 128 063	2 205 816	2 270 713	2 303 216	2 211 171	2 086 636	1 927 993	1 734 520	1 506 049	1 243 014	946 478	988 335	1 032 810	
EK	3 923 590	4 171 024	4 482 057	4 794 740	5 106 169	5 413 242	5 778 072	6 148 218	6 515 753	6 877 361	7 229 594	7 568 913	7 891 754	8 228 322	8 598 597	8 985 534
Residualt resultat	247 059	267 224	292 089	317 761	344 052	368 532	399 589	431 813	464 654	497 868	531 181	564 302	596 920	622 377	650 384	
Superprofitt til EK	1 694 672	1 772 181	1 835 974	1 888 055	1 926 661	1 934 684	1 811 581	1 654 824	1 463 339	1 236 652	974 868	678 712	349 558	365 957	382 425	
Egenkapitalkrav	0.0630	0.0641	0.0652	0.0663	0.0674	0.0681	0.0692	0.0702	0.0713	0.0724	0.0735	0.0746	0.0756	0.0756	0.0756	
Diskonteringsfaktor	1.063	1.131	1.205	1.285	1.371	1.465	1.566	1.676	1.795	1.925	2.067	2.221	2.389	2.569	0.079	
Nåverdi superprofitt til EK	1 594 284	1 566 820	1 523 910	1 469 736	1 405 112	1 321 028	1 156 961	987 492	815 100	642 332	471 701	305 617	146 334	142 426	4 857 799	
Sum nåverdi av SPE	18 406 651															
BV EK 2015	3 923 590															
Verdi av egenkapital	22 330 242															

Tabell 11:2 Superprofittmodellen

11.3 Selskapskapitalmetoden

Ved selskapskapitalmetoden vil vi anvende to ulike modeller; fri kontantstrøm til netto driftskapital og superprofittmodellen. De to modellene skal gi ekvivalente verdierestimer. Selskapskapitalmetoden finner verdierestimat på en indirekte måte ved å trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital.

11.3.1 Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen

Fri kontantstrøm til netto driftskapital finnes ved å ta netto driftsresultat og trekke fra endringen som har skjedd i netto driftskapital gjennom året. Nåverdien av netto driftseiendeler fremkommer ved å beregne nåverdien av den frie kontantstrømmen til driftskapitalen. Nåverdien av kontantstrømmen utledes ved å neddiskontere kontantstrømmen med netto driftskravet (Knivsflå, 2016p). Verdien av egenkapitalen fremgår ved at vi trekker fra den balanseførte verdien av netto finansiell gjeld og nåverdien av minoritetsinteresser fra nåverdien av netto driftseiendeler. Med fri kontantstrøm til netto driftskapitalmodellen har vi fått et verdierestimat av egenkapitalen på 31 828 202 kr. Dette er vist i tabell 11.3.

$$VNKD 0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD t}{(1 + ndk) * \dots * (1 + ndk t)} + \frac{FKD T + 1}{(1 + ndk 1) * \dots * (1 + ndk T) * (nkk - nkV)}$$

Fri KS fra drift	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Netto driftsresultat		2 014 706	2 117 858	2 212 280	2 295 962	2 366 928	2 423 283	2 344 446	2 233 366	2 088 755	1 909 809	1 696 264	1 448 442	1 167 285	1 219 813	1 274 704
NDE t	6 635 343	7 093 577	7 645 952	8 204 551	8 764 451	9 320 319	9 979 399	10 642 316	11 303 660	11 957 658	12 598 247	13 219 160	13 814 022	14 435 653	15 085 258	15 764 094
Endring i NDE		458 234	552 374	558 599	559 900	555 868	659 080	662 917	661 344	653 997	640 589	620 914	594 862	621 631	649 604	678 837
Fri KS fra drift		1 556 471	1 565 484	1 653 680	1 736 062	1 811 059	1 764 203	1 681 529	1 572 022	1 434 757	1 269 220	1 075 350	853 580	545 654	570 208	595 868
Netto driftskapitalkrav		0.046	0.047	0.048	0.049	0.050	0.052	0.053	0.054	0.055	0.056	0.057	0.058	0.059	0.059	0.059
Diskonteringsfaktor		1.046	1.094	1.147	1.202	1.262	1.328	1.399	1.475	1.556	1.644	1.738	1.839	1.947	2.063	0.029
Nåverdien av FKD		1 488 477	1 430 346	1 442 204	1 443 823	1 434 986	1 328 401	1 202 114	1 065 999	921 998	772 215	618 869	464 235	280 191	276 448	20 417 417
Verdi netto driftseiendeler		34 587 722														
Balanseført NFG (2015)		2 632 069														
Verdi av minoritet		127 451														
Verdi av egenkapital		31 828 202														

Tabell 11:3 Fri kontantstrøm til netto driftskapitalmodellen

Minoritet: Fri KS fra drift	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Fri KS til minoritet		17 669	16 301	14 249	11 837	9 076	4 740	4 855	5 597	6 378	7 191	8 029	8 885	9 157	7 310	7 639
Minoritetskrav		0.083	0.084	0.085	0.086	0.087	0.088	0.089	0.090	0.091	0.092	0.093	0.095	0.096	0.096	0.096
Diskontering		1.083	1.174	1.274	1.384	1.505	1.637	1.783	1.944	2.122	2.318	2.535	2.774	3.039	3.330	0.169
Neddiskontert KS fra Drift		16 316	13 885	11 184	8 553	6 031	2 895	2 722	2 879	3 006	3 103	3 168	3 203	3 013	2 195	45 299
Verdi minoritet		127 451														

Tabell 11:4 Minoritetsverdi ved fri kontantstrøm til netto driftskapital

11.3.2 Superprofittmodellen

Verdiestimat ved superprofittmodellen finnes ved å summere den balanseførte netto driftskapitalen i 2015 med nåverdien av superprofitt fra drift, fratrukket balanseført verdi av netto finansiell gjeld og nåverdi av minoritetsinteresser. Med superprofittmodellen har vi fått et verdiestimat av egenkapitalen på 31 828 202 kr, som samsvarer med verdien fra fri kontantstrøm til netto driftskapitalmodellen.

$$VNKD_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (nkk - nkv)}$$

Superprofitt fra drift	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Netto driftsresultat		2 014 706	2 117 858	2 212 280	2 295 962	2 366 928	2 423 283	2 344 446	2 233 366	2 088 755	1 909 809	1 696 264	1 448 442	1 167 285	1 219 813	1 274 704
Netto driftskapital	6 635 343	7 093 577	7 645 952	8 204 551	8 764 451	9 320 319	9 979 399	10 642 316	11 303 660	11 957 658	12 598 247	13 219 160	13 814 022	14 435 653	15 085 258	15 764 094
Residualt resultat		303 104	331 036	364 354	399 062	434 931	487 339	531 587	577 334	624 293	672 133	720 487	768 950	817 087	853 856	892 279
Superprofitt fra drift		1 711 601	1 786 823	1 847 925	1 896 900	1 931 997	1 935 944	1 812 859	1 656 032	1 464 462	1 237 675	975 777	679 492	350 198	365 957	382 425
Netto driftskrav		0.046	0.047	0.048	0.049	0.050	0.052	0.053	0.054	0.055	0.056	0.057	0.058	0.059	0.059	0.059
Diskonteringsfaktor		1.046	1.094	1.147	1.202	1.262	1.328	1.399	1.475	1.556	1.644	1.738	1.839	1.947	2.063	0.029
Nåverdi av SPE		1 636 830	1 632 578	1 611 608	1 577 587	1 530 811	1 457 717	1 296 001	1 122 967	941 086	753 023	561 564	369 554	179 825	177 423	13 103 805
Summen av nåverdi SPE		27 952 379														
Balanseført verdi NDK (2015)		6 635 343														
Balanseført verdi NFG (2015)		2 632 069														
Verdi av minoritet		127 451														
Verdi av egenkapital		31 828 202														

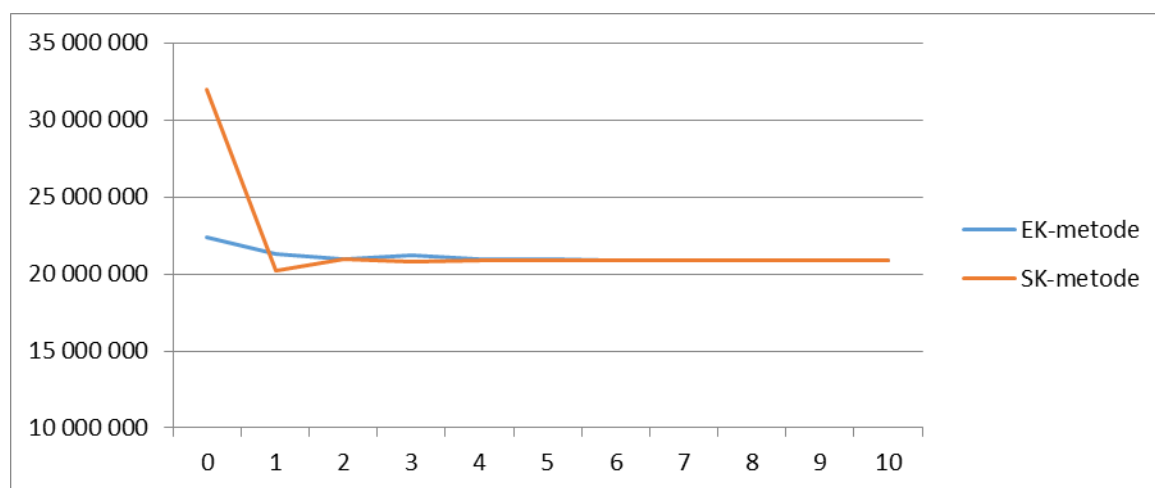
Tabell 11:5 Superprofittmodellen

Superprofitt fra drift	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T+1	T+2
Minoritetsrentabilitet		0.29	0.25	0.21	0.17	0.14	0.097	0.097	0.097	0.096	0.096	0.096	0.096	0.096	0.096	0.096
Minoritetskrav		0.083	0.084	0.085	0.086	0.087	0.088	0.089	0.090	0.091	0.092	0.093	0.095	0.096	0.096	0.096
Balanse minoritet	79 684	85 123	90 222	95 173	99 915	104 388	109 773	115 545	121 111	126 410	131 382	135 969	140 114	144 357	150 853	157 641
Balanse minoritet IB		79684	85 123	90 222	95 173	99 915	104 388	109 773	115 545	121 111	126 410	131 382	135 969	140 114	144 357	150 853
SPMI		16 497	14 244	11 515	8 368	4 818	931	840	737	618	484	336	174	0	0	0
Diskontering		1.083	1.174	1.274	1.384	1.505	1.637	1.783	1.944	2.122	2.318	2.535	2.774	3.039	3.330	0.169
Neddiskontert SPMI		15 233	12 133	9 039	6 047	3 202	569	471	379	291	209	132	63	0	0	0
Verdi av minoritet		127 451														

Tabell 11:6 Minoritetsverdi ved superprofittmodellen

11.4 Konvergeringsprosess

Verdiestimatet ved bruk av egenkapitalmetoden ble kr 22 330 242 og ved selskapskapitalmetoden på kr 31 828 202. De to metodene har et avvik på 35 %. Årsaken til ulikt verdiestimat ved de to metodene er på grunn av at vi har brukt budsjetterte vekter for avkastningskravene, og ikke estimerte virkelige vekter (Knivsflå, 2016p). Vi foretar dermed en stegvis konvergeringsprosess slik at de to verdiestimatene konvergerer på vårt endelige verdiestimat. Vi utførte 10 konvergeringssteg, som vist i figur 11.2.



Figur 11:2 Konvergeringsprosessen

Som det fremgår av figur 11.2, vil bruk av estimerte virkelige vekter føre til at selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden konvergerer til en verdi på kr 20 925 007. SalMar har 113 299 999 utestående aksjer, noe som gir en verdi på kr 184,7 per aksje.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet vi kom frem til i konvergeringsprosessen var på kr 184,7 per aksje forutsetter at samtlige variabler utvikler seg lik vår forventning. Det er derimot stor usikkerhet rundt flere variabler som igjen vil påvirke påliteligheten i vårt estimat. Fra den strategiske analysen kapittel 4.4.1 fremhevet vi en høy usikkerhet vedrørende den fremtidige veksten i bransjen, samt prisnivået for laks. Variabler som driftsinntektsvekst, driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er dermed kritiske variabler å analysere. Vårt verdiestimat forutsetter også fremtidig drift. I dette avsnittet vil vi første redegjøre for SalMar sin aksjekurs justert for konkurssansynlighet. Vi vil deretter utføre sensitivitetsanalyser og scenarioanalyser for å få frem usikkerheten i vårt verdiestimat.

11.5.1 Konkursansynlighet

Fremtidsregnskapet tar prinsipielt høyde for konkurrisiko gjennom avkastningskravet, men ifølge Knivsflå (2016q) blir dette i praksis ofte undervektet. Vi mener derfor det er hensiktsmessig å utføre en justering som i større grad reflekterer den faktiske konkurssansynligheten. I risikoanalysen i kapittel 6.3 utledet vi SalMar sin syntetiske rating til å være A i 2015. Vi forventer en fremtidig rating på A, men den vil endre seg til BBB i 2021. BBB ratingen holdes konstant fra 2021. Vi vurderer dermed SalMar sin konkurssansynlighet til å ligge mellom A og BBB, og konkurssansynligheten settes til 0,21 %, som tilsvarer den tidsvektede konkurssansynligheten gjennom analyseperioden. Vi vil implementere konkurrisikoen i vårt verdiestimat, ved å justere verdiestimatet for konkurrisiko. Justeringen av verdiestimatet gjøres ved følgende formel;

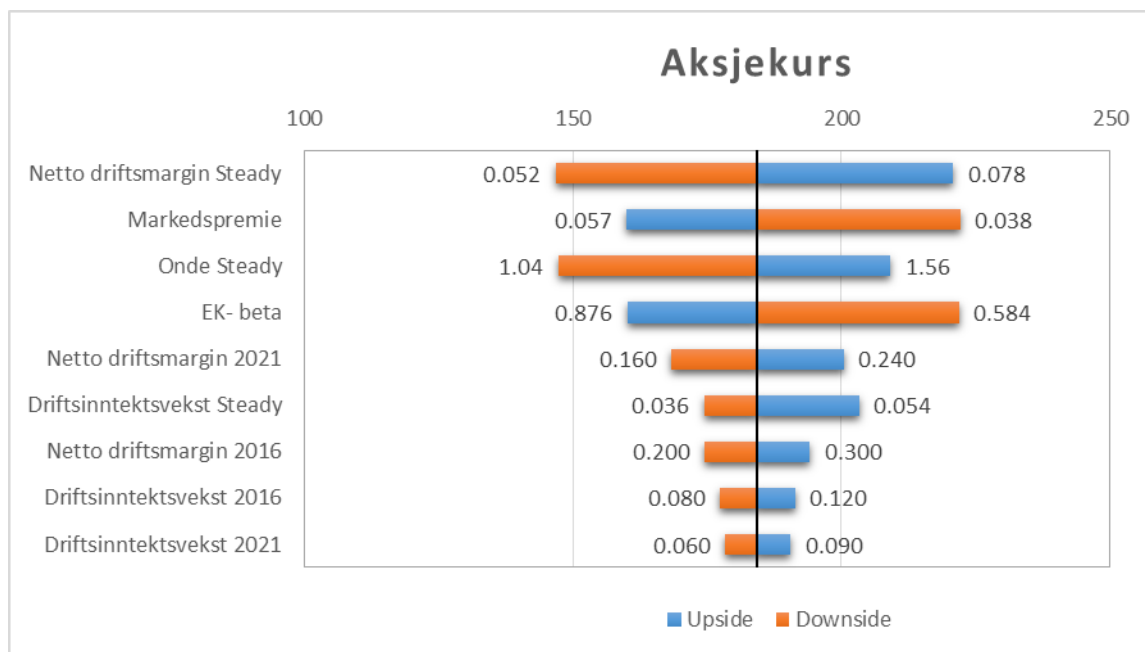
$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

P er sannsynligheten for konkurs, FVEK er den fundamentale verdien gitt videre drift, og LVEK er verdien ved likvidasjon av virksomheten. Vi antar at verdien ved konkurs er tilnærmet lik 0, da gjeldseiere og andre kreditorer stiller i en bedre posisjon enn virksomhetens eiere når eiendeler skal deles ut ved likvidasjon (Knivsflå, 2016p). Dette gir et verdiestimat, justert for konkurrisiko på 184,3 kr.

11.5.2 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse har som formål å undersøke hvor sensitiv estimatet er for endringer i de ulike variablene i modellen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, ss. 342-343). De mest usikre variablene relaterer seg til SalMar sin drift. Siden utviklingen mellom budsjettpunktene antas å være lineære, gjør vi om variabler i budsjettpunktene til stokastiske variabler, med normale- eller uniforme sannsynlighetsfordelinger. Vi velger å gjøre følgende variabler stokastiske; driftsinntekstvekst, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, egenkapitalbeta, markedspremie og finansiell gjeldsgrad. For driftsinntekstveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler vil budsjettpunktene i 2016, 2021 og i 2028 gjøres om, da vi antar lineære baner mellom disse punktene.

Vi utfører en tornadoanalyse ved bruk av programvaren «Crystal Ball». En tornadoanalyse viser hvordan estimatet endrer seg ved å endre én variabel av gangen. Det gir verdifull innsikt i å se hvilke variabler som vil føre til størst endring i aksjekursen. Tornadoanalysen er vist i figur 11.3.



Figur 11:3 Sensitivitetsanalyse

I tornadodiagrammet i figur 11.3 endres variablene med en variasjon på 20% fra estimerte verdier. En 20% endring i de respektive variablene, vil påvirke aksjekursen mest ved endring av netto driftsmargin i «steady state», markedspremie og omløpshastigheten til netto driftseiendeler i «steady state». Vi har utelatt de minst betydningsfulle variablene fra figuren. Av figuren fremgår det at en 20% endring i netto driftsmargin, til henholdsvis 5,2 og 7,8 %, fra estimert netto driftsmargin på 6,5 %, gjør at aksjekursen vil variere fra henholdsvis 147 og 220 kr. Små utslag i nevnte variabler vil dermed ha stor påvirkning på SalMar sin verdi.

11.5.3 Simulering

Vi vil i dette avsnittet utføre Monte Carlo simuleringer for å videre analysere usikkerheten i verdiestimatet. Fra sensitivitetsanalysen i forrige avsnitt redegjorde vi for hvor følsom aksjekursen er for endringer i ulike variabler. En slik analyse ser derimot utelukkende på utfallet ved å endre én variabel av gangen (Damodaran, 2012, s. 895). Ved å utføre Monte Carlo simuleringer vil samtlige variabler endre seg i hvert enkelt scenario. I tillegg tar Monte

Carlo simuleringer hensyn til de ulike sannsynlighetsfordelingene til de ulike variablene (Damodaran, 2012, ss. 908-914). Det å estimere slike sannsynlighetsfordelinger har stor innvirkning på variasjonen i estimatet. Vår vurdering av de ulike sannsynlighetsfordelingene kan ses på som skjønnsmessige vurderinger basert på historiske data for SalMar og bransjen, samt faglig litteratur.

Driftsinntektsvekst	2016	2021	Steady
Forventning	0.10	0.075	0.045
Standardavvik	0.08	0.09	U(0.04; 0.05)
Sannsynlighetsfordeling	Normal	Normal	Uniform
Netto driftsmargin	2016	2021	Steady
Forventning	0.25	0.20	0.065
Standardavvik	0.05	0.06	U(0.06; 0.07)
Sannsynlighetsfordeling	Normal	Normal	Uniform
Omløpet til netto driftseiendel	2016	2021	Steady
Forventning	1.23	1.3	1.30
Standardavvik	0.05	0.1	0.15
Sannsynlighetsfordeling	Normal	Normal	Normal
Andre variabler	EK-beta	FGD t+1	Markedspremie
Forventning	0.730	0.450	0.048
Standardavvik	0.1	U(0.40; 0.50)	U(0.044; 0.052)
Sannsynlighetsfordeling	Normal	Uniform	Uniform

Tabell 11:7 Variabler til simulering

Av tabell 11.7 fremgår forventningene, standardavviket og sannsynlighetsfordelingene til de ulike variablene som inngår i modellen. Standardavviket for driftsinntektsveksten har mellom 2008-2015 vært på 19 % for SalMar og 13 % for bransjen. På kort sikt fremstår usikkerheten i veksten som stor, grunnet konsesjonssystemet, lakselusproblematikk og teknologiske innovasjoner. Standardavviket i 2016 settes dermed til 8 %. Det er rimelig å tro at usikkerheten økes i fremtiden, og standardavviket settes til 9 % i 2021. I «steady state» har vi lagt inn en uniform fordeling mellom 4 % og 5 %. Hvert utfall innenfor dette intervallet er dermed like sannsynlig.

For netto driftsmargin har standardavviket for analyseperioden vært på 6,5 %, og vi forventer liten endring på kort og mellomlang sikt. Den settes derfor til henholdsvis 5 % og 6 % i 2016 og 2021. I «steady state» legges det inn en uniform fordeling fra 6 % til 7 %.

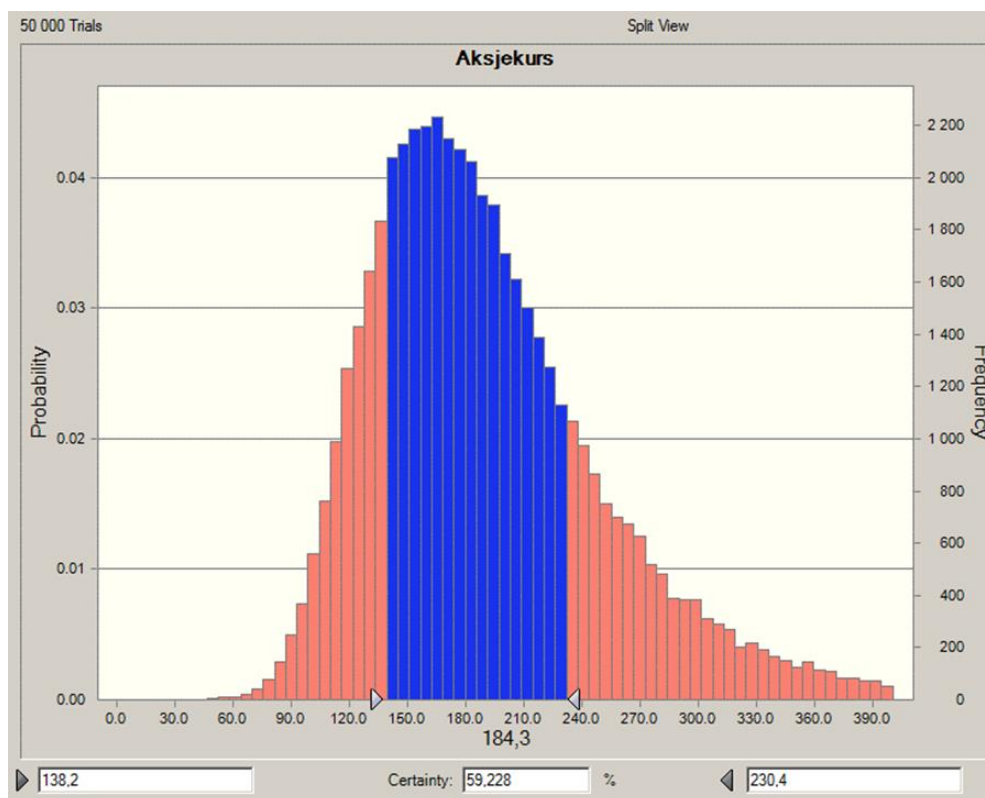
For omløpshastigheten til netto driftseiendeler forventes usikkerheten å øke, og basert på historiske tall vurderes standardavviket til henholdsvis 5 %, 10% og 15 % i 2016, 2021 og

«steady state». Egenkapitalbetaen, finansiell gjeldsdels og markedspremien vurderes ut ifra analyseperioden, og fremgår i tabell 11.7.

Korrelasjoner

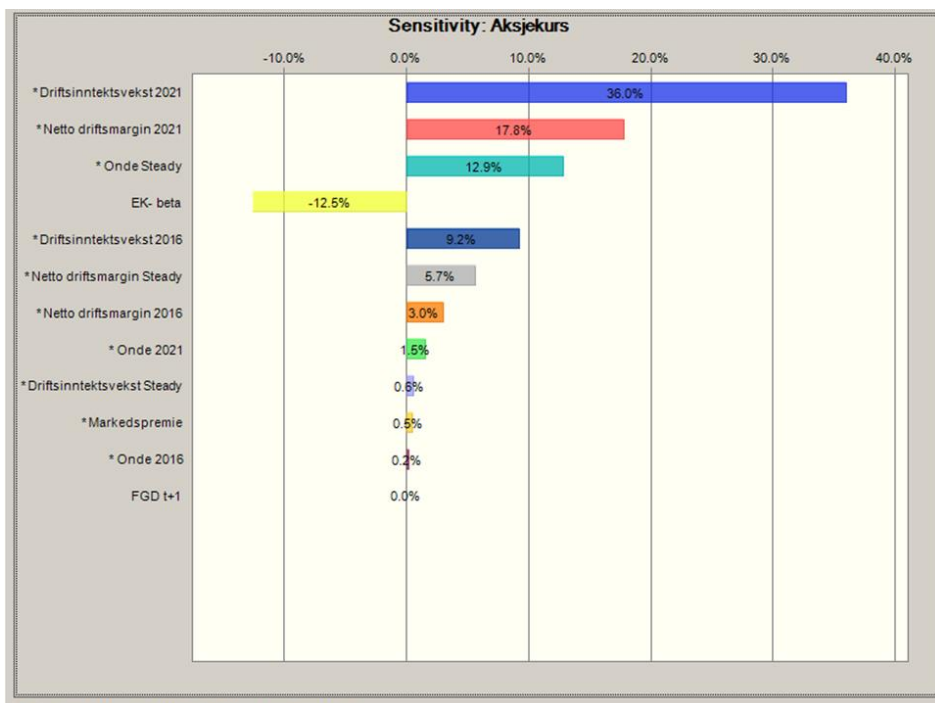
Ved å analysere endringene i budsjettdrivere gjennom analyseperioden finner vi at flere verdier korrelerer med hverandre. Vi ønsker å ta hensyn til dette i simuleringsprosessen ved å utføre korrelerte trekninger. En korrelert trekning innebærer at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger (Knivsflå, 2016q).

SalMar og bransjen har i analyseperioden hatt en korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpshastigheten til driftseiendeler på henholdsvis 0,91 og 0,43. Ifølge Knivsflå (2016q) er det derimot vanlig for virksomheter at en økning i margin går på bekostning av omløpshastigheten til driftseiendeler, noe som fordrer en negativ korrelasjon. På bakgrunn av dette nedjusterer vi den observerte korrelasjonen og benytter en korrelasjon på 25 % i simuleringene. Dette gjør vi også fordi analyseperioden kan anses som svært kort, og som nødvendigvis ikke er representativt for de historiske tallene til virksomheten. Videre hevder Knivsflå (2016q) at i situasjoner hvor driftsinntektsveksten er høy, vil alternativkostnaden for kapitalbruk også være høy. Dette fordrer en positiv korrelasjon mellom virksomhetens driftsinntektsvekst og markedspremien, og den settes dermed til 25 %.



Figur 11:4 Monte Carlo simulering

Figur 11.4 viser resultatet av 50 000 simuleringer. Fra før har vi estimert en aksjekurs på 184,3 kr. Gjennomsnittet av simuleringene er på 193,1 kr og medianen er på 181,1 kr. Vårt estimat ligger dermed mellom medianen og gjennomsnittet. Det at medianen er lavere enn vårt estimat, mens gjennomsnittet er høyere enn viser til at høye verdier som er mindre sannsynlige drar opp gjennomsnittet. Et intervall med +/- 25 % variasjon fra forventet aksjekurs er lagt inn i grafen. Som det fremgår er det 59,2 % sannsynlighet for at aksjekursen vil være +/- 25 % fra forventet aksjekurs, som viser til den store usikkerheten i de ulike variablene. Dette samsvarer også med våre strategiske analyser i kapittel fire, hvor vi påpekte at de fundamentale forholdene la til rette for en stor grad av usikkerhet i verdiestimatet. En stor grad av usikkerhet kommer også frem gjennom et høyt standardavvik på 35 %.



Figur 11:5 Sensitivitet ved Monte Carlo simulering

Figur 11.5 viser hvor sensitiv verdiestimatet er for ulike endringer i de ulike variablene. Som det fremgår er det variabler på mellomlang sikt som har størst påvirkning på usikkerheten. Dette virker ikke urimelig siden usikkerheten i perioden forventes å være høy. På lang sikt vil derimot variablene konvergere mot likevekter og variasjonen forventes å bli redusert, siden bransjen forventes å bli mer moden.

11.5.4 Fundamentalt Pris/Bok-forhold og Pris/fortjeneste-forhold

For å kontrollere konsistens i verdiestimatet vil vi kontrollere vårt fundamentale verdiestimat ved hjelp av multiplene Pris/Bok og Pris/Fortjeneste. Pris/Bok blir forklart i kapittel 12.1.1.1 og Pris/Fortjeneste blir forklart i kapittel 12.1.1.2. Vi anvender den balanseførte egenkapitalverdien per 31.12.2015, noe som gir følgende Pris/Bok og Pris/Fortjeneste;

Fundamental Pris/Bok		Fundamental Pris/Fortjeneste	
Verdiestimat per aksje	184.3	Verdiestimat per aksje	184.3
Balanseført EK per aksje	45.4	Fortjeneste per aksje 2016	17.1
Fundamentalt Pris/Bok	4.1	Fundamental Pris/Fortjenest	10.8

Tabell 11:8 Fundamental Pris/Bok og Fundamental Pris/Fortjeneste

Som presisert i kapittel 12.1.1.1, vil et Pris/Bok forhold over 1 tilsi at virksomheten besitter en strategisk fordel. Vår beregnede fundamentale Pris/Bok er på 4,1. Gjennomsnittlig Pris/Bok på Oslo Børs i perioden 1999-2014, var på 1,6 (Knivsflå, 2016p). Sammenlignet med Oslo Børs er vårt Pris/Bok-forhold høyt. Bakgrunnen for dette er den strategiske fordel vi har budsjettert med. Den strategiske fordel kommer først og fremst fra bransjefordelen, men til dels også en ressursfordel. Bransjefordelen kommer på kort og mellomlang sikt fra konsesjonssystemet som begrenser rivaliseringen og bygger inngangsbarrierer. Vi forutsetter at konsesjonssystemet vil vedvare, til tross for oppmykninger på lang sikt grunnet teknologiske eller medisinske løsninger på dagens biologiske utfordringer. Konkurransen i bransjen vil dermed fortsatt begrenses. Oppmykningen vil føre økte produksjonsvolumer som underbygges av Regjeringens vekstambisjon og økt etterspørsel etter mat som følge av økt befolkning.

Videre har vi en fundamental Pris/Fortjeneste på 10,8. Ifølge Knivsflå (2017p) er det verdivektede Pris/Fortjenesteforholdet på Oslo Børs i perioden 1999-2014 på 10,7. Dette tilsier at SalMar ligger på gjennomsnittet. Dette kan indikere at vår estimerte aksjekurs gir et rimelig bilde av virksomhetens verdi. Videre analyse av multipler vil fremgå av kapittel 12.

11.6 Oppsummering av fundamental verdsettelse

Ved egenkapitalmetoden utgjorde verdiestimatet 22 330 242, mens for selskapskapitalmetoden ble verdiestimatet 31 828 202. Verdiestimatet er basert på våre forutsetninger og analyser. Ved konvergeringsprosessen kom vi frem til et forventet verdiestimat på 20 925 007, som fordrer videre drift. Dette ga en estimert aksjekurs på 184,7 kr. Ved å justere for en konkurssannsynlighet nedjusterte vi den estimerte aksjekursen til 184,3 kr. Vi fikk et Pris/Bok-forhold på 4,1 som er vesentlig høyere enn gjennomsnittet på Oslo Børs. Bakgrunnen for det høye Pris/Bok-forholdet er den strategiske fordelene som foreligger i budsjetteringsperioden. Den strategiske fordelene skyldes et konsesjonssystem som begrenser konkurransen på kort og mellomlang sikt, noe som fører til økt lønnsomhet. Oppmykning av konsesjonssystemet vil redusere lønnsomheten, men konsesjonssystemet vil fortsatt vedvare. Oppmykningen av konsesjonssystemet vil gi produksjonsvekst, slik at det blir en redusert, men varig bransjefordel.

Sensitivitetsanalysen indikerte at budsjettdriverne; endringer i netto driftsmargin i «steady state», markedspremien og egenkapitalbetaen har stor påvirkning på verdiestimatet. Fra tidligere strategisk analyse fremhevet vi at det vil forekomme en stor usikkerhet i verdiestimatet, grunnet usikkerhet rundt konsesjonssystemet, lakselus og teknologiske innovasjoner. Ved anvendelse av Monte Carlo simuleringer tok vi høyde for dette, noe som også resulterte i en stor usikkerhet i verdiestimatet. Simuleringene viste at det er 59,2 % sannsynlighet for at verdiestimatet har et avvik mindre enn +/- 25 % fra vårt verdiestimat. Det er spesielt driftsinntektsvekst i 2021, netto driftsmargin i 2021 og «onde» i «steady state» som fremstår som variablene med størst påvirkning på den totale usikkerheten.

12 Supplerende verdsettelse

Som nevnt i kapittel 3.2 vil vi utføre en supplerende verdsettelse med multiplikatormodellen i tillegg til den fundamentale verdsettelsen. Ved å anvende en supplerende verdsettelse vil vi få et mer omfattende grunnlag til å estimere SalMar sin egenkapitalverdi.

12.1 Komparativ verdsettelse

Som presentert i kapittel 3.1.2 er det to hovedteknikker for utførelse av komparativ verdsettelse; substansverdimodeller og multiplikatormodellen. Vi vil utføre en komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen. Multiplikatormodellen baseres på markedsverdier (Kaldestad & Møller, 2014, s. 31), og er således et godt supplement til fundamental verdsettelse som er mer sentrert rundt bokførte regnskapsverdier.

Ifølge Damodaran (2012, s. 462) bør de komparative selskapene ha likt risikonivå, vekstpotensial og kontantstrøm. Jo strengere kriterier, jo færre virksomheter vil være sammenlignbare (Damodaran, 2012, s. 462). Etter regnskapsanalysen i kapittel 5, vurderer vi de komparative virksomhetene Marine Harvest, Lerøy, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon som godt sammenligningsgrunnlag, og vi vil bruke disse selskapene videre i analysen. Formålet er å finne verdien av eiendeler ut i fra prisen på lignende eiendeler i markedet (Damodaran, 2012, s. 453).

12.1.1 Multiplikatormodellen

Ved multiplikatormodellen brukes enten egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte, mens selskapskapitalmetoden finner egenkapitalverdien indirekte. Tatt i betraktning at egenkapitalmetoden fordrer for at det justeres for ulikheter i kapitalstruktur, så velger vi å anvende selskapskapitalmetoden (Knivsflå, 2016r).

Det skilles mellom tre ulike typer i multiplikatormodellen; resultat og kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler (Kaldestad & Møller, 2014, s. 151). Vi vil benytte multiplikatorene; Pris/Bok, Pris/Fortjeneste, EV/EBITDA og EV/Slaktet volum. Disse vil til sammen danne et helhetlig bilde av virksomhetenes sitt resultat, balanse og oppdrettsproduksjon.

Vi bruker normaliserte tall for å få et bilde av den normale driften sin evne til å generere inntekter, og dermed utelate ekstraordinære begivenheter.

12.1.1.1 Pris/Bok

Pris/Bok-multippelen forklarer forholdet mellom markedsverdien til egenkapitalen og egenkapitalens bokførte verdi. Multippelen uttrykker virksomhetens evne til verdiskapning. En Pris/Bok-verdi over 1, indikerer at markedet forventer at selskapet skal kunne skape merverdier av eiendeler sine. En Pris/Bok-verdi lavere enn 1 betyr at markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte egenkapitalverdien. Det tyder på at virksomhetens eiendeler er overvurdert, og markedet forventer nedskrivning av eiendelene (Kaldestad & Møller, 2014, s. 161).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

12.1.1.2 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste-multippelen utleder forholdet mellom den markedsbaserte egenkapitalverdien og virksomhetens evne til å skape inntekter. Multippelen ser på antall år det tar før driftsresultatet er akkumulert opp til verdien av virksomheten.

En høy Pris/Fortjeneste kan indikere at virksomheten er overvurdert, mens en lav Pris/Fortjeneste kan indikere at virksomheten er undervurdert (Damodaran, 2016, s. 66). En innsigelse mot dette er at en lav Pris/Fortjeneste kan komme av at virksomheten har lavt vekstpotensial, og ikke nødvendigvis burde karakteriseres som undervurdert (Damodaran, 2016, ss. 66-68).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

12.1.1.3 EV/EBITDA

Enterprise Value, EV, består av markedsverdien til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. EV/EBITDA bruker driftsresultatet fratrukket avskrivninger. EV/EBITDA-multippelen er god ved sammenligning siden det utelukker forskjeller i avskrivning, renter og goodwill (Kaldestad & Møller, 2014, ss. 160-161).

Oppdrettsbransjen kjennetegnes av å ha et høyt investeringsnivå og er således kapitalintensiv. Det fordrer høye kapitalkostnader og avskrivninger utgjør en viktig faktor i regnskapet. Vi vil dermed kunne forvente relativt store forskjeller mellom Pris/Fortjeneste-multippelen og EV/EBITDA-multippelen.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{EBITDA}$$

12.1.1.4 EV/Slaktet volum

Som ved multippelen EV/EBITDA, består EV av markedsverdien til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. Multiplien er et produksjonsmål som gir verdien per tonn slaktet oppdrettslaks.

EV/Slaktet volum fremstår som en aktuell multipl, da multippelen tar for seg forholdet mellom virksomhetsverdi og produksjonsnivået. En høy EV/Slaktet volum betyr at virksomheten skaper større verdi per tonn, enn sine konkurrenter.

Ulempen ved å bruke denne multippelen er at foredlingsgraden av laksen i stor grad varierer. Eksempelvis bearbeider Lerøy oppdrettslaksen gjennom flere ledd enn andre aktører. Det er dermed naturlig å anta at Lerøy dermed vil oppnå en høyere multiplverdi enn SalMar. En annen svakhet ved multippelen er at den nødvendigvis ikke gjenspeiler verdiskapningen i virksomheten. Flere av oppdrettsselskapene foretar slaktning for eksterne aktører, noe som kan redusere deres multiplverdi, da mye av verdiskapningen blir appropriert av eksterne aktører.

$$\frac{EV}{\text{Slaktet tonn}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Slaktet tonn}}$$

12.2 Utrekning av multiplikatorer

I tabell 12.1 fremgår multiplene; Pris/Bok, Pris/Fortjeneste, EV/EBITDA og EV/Slaktet volum for SalMar og de komparative virksomhetene.

Som det fremgår av tabellen har SalMar multiplikatorer som er på et relativt likt nivå som de komparative selskapene. Likevel skiller SalMar seg ut ved å relativt lav Pris/bok, lav Pris/Fortjeneste og lav EV/EBITDA enn de komparative virksomhetene. Grieg Seafood fremstår som den virksomheten som har de største avvikene fra de resterende virksomhetene. Dette medfører at vi utelater Grieg Seafood ved utførelse av bransjegjennomsnittet for å utelukke ekstreme verdier. Vi antok i 12.1.1.4 at Lerøy hadde en høyere EV/Slaktet volumverdi enn komparative selskaper på grunn av høyere grad av bearbeiding av oppdrettslaksen. Denne påstanden stemmer likevel ikke, da Lerøy fikk en lavere multippelverdi enn SalMar, Marine Harvest og Norway Royal Salmon. Vi vil benytte verdiene til Marine Harvest, Lerøy og Norway Royal Salmon, og vekte de likt for å komme frem til et bransjegjennomsnitt.

Pris/Bok	SalMar	Marine Harvest	Lerøy	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon
Markedsverdi Egenkapital	22 344 000	57 470 710	21 102 311	4 526 896	4 207 061
Balanseført netto finansiell gjeld	2 632 069	9 570 700	2 593 794	1 898 944	498 146
Netto driftskapital	7 859 109	23 568 800	7 037 016	2 207 343	854 737
Pris/Bok	3.18	2.84	3.37	2.91	5.50
Pris/Fortjeneste	SalMar	Marine Harvest	Lerøy	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon
Markedsverdi Egenkapital	22 344 000	57 470 710	21 102 311	4 526 896	4 207 061
Balanseført netto finansiell gjeld	2 632 069	9 570 700	2 593 794	1 898 944	498 146
Netto driftsresultat	1 098 535	2 429 882	1 065 713	73 726	192 086
Pris/Fortjeneste	22.74	27.59	22.23	87.16	24.50
EV/EBITDA	SalMar	Marine Harvest	Lerøy	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon
Markedsverdi egenkapital	22 344 000	57 470 710	21 102 311	4 526 896	4 207 061
Balanseført netto finansiell gjeld	2 632 069	9 570 700	2 593 794	1 898 944	498 146
EBITDA	1 725 324	4 226 900	1 779 662	254 317	280 591
EV/EBITDA	14.48	15.86	13.31	25.27	16.77
EV/ Slaktet volum	SalMar	Marine Harvest	Lerøy	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon
Markedsverdi egenkapital	22 344 000	57 470 710	21 102 311	4 526 896	4 207 061
Balanseført netto finansiell gjeld	2 632 069	9 570 700	2 593 794	1 898 944	498 146
Slaktet volum	149 900	420 148	157 697	65 398	27 903
EV/ Slaktet volum	166.62	159.57	150.26	98.26	168.63

Tabell 12:1 Utrekning av multiplikatorer

12.3 Verdi av egenkapital, VEK

For å finne verdien av egenkapitalen ved de ulike multiplikatormodellene vil følgende formler brukes. Ved å dividere dette på antall aksjer får vi aksjekurs ved de ulike multiplikatormodellene.

Pris/Bok;

$$VEK = (mk * NDK) - NFG$$

Pris/Fortjeneste;

$$VEK = (mk * NDR) - NFG$$

EV/EBIT;

$$VEK = (mk * EBIT) - NFG$$

EV/ Slaktet volum;

$$VEK = (mk * Slaktet volum) - NFG$$

	Pris/bok	Pris/Fortjeneste	EV/EBITDA	EV/Slaktet Volum	Gjennomsnitt
Multiplikator	3.91	24.77	15.31	159.49	
• Basisverdi	7 859 109	1 098 535	1 725 324	149 900	
= VNDK	30 694 298	27 214 625	26 423 061	23 906 900	
- Netto finansiell gjeld	2 632 069	2 632 069	2 632 069	2 632 069	
= Verdi Egenkapital	28 062 229	24 582 556	23 790 992	21 274 831	24 427 652
/ Antall aksjer (1000)	113 300	113 300	113 300	113 300	113 300
= Aksjekurs	kr 247.7	kr 217.0	kr 210.0	kr 187.8	kr 215.6

Tabell 12:2 Aksjekurs ved bruk av multiplikatormodellen

Pris/Bok-multippelen gav den høyeste verdien på 247,7 kr, mens EV/Slaktet volum gav den laveste verdien på 187,8 kr. Pris/Fortjeneste-multippelen og EV/EBITDA-multippelen gir verdier på henholdsvis 217 kr og 210 kr. Overordnet fremstår aksjekursene ved de fire ulike multiplikatorene som relativt like, med et avvik på 59,9 kr fra høyeste til laveste verdi. Ved å vekte multiplikatorene likt, får vi en gjennomsnittlig aksjekurs for SalMar på 215,6 kr.

12.4 Komparativ handlingsstrategi

Aksjekursen var den 02.05.2016 på 199,5 kr, mens aksjekursen ved multipler ble 215,6 kr. Av tabell 12.3 fremgår et avvik på 8,1 % mellom aksjekurs med multipler og aksjekurs per 02.05.2016. Multiplikatormodellene viser at SalMar sin aksjekurs er underpriset i forhold til komparative virksomheter, noe som taler for en kjøpsanbefaling.

Avvik	Pris
Aksjekurs per 02.05.2016	kr 199.5
Aksjekurs ved multipler	kr 215.6
Avvik	kr 16.1
Prosentvis avvik	8.1 %

Tabell 12:3 Avvik mellom aksjekurs og multippelverdi

12.5 Vektet estimat av fundamental verdi og komparativ verdi

Ved å vekte det fundamentale verdiestimatet med $\frac{2}{3}$ og det komparative verdiestimatet med $\frac{1}{3}$, får vi et endelig estimat på 194,7 kr. Dette er et avvik på -2,4 % fra virkelig aksjekurs per 02.05.2015. Vår fundamentale verdsettelse legger dermed til grunn for at aksjen er overpriset, mens den komparative analysen legger til grunn at aksjen er underpriset. Begge estimatene er derimot innenfor +/- 10% fra virkelig aksjekurs.

Endelig estimat	SalMar
Fundamental verdsettelse	kr 184.3
Vekt	66.7 %
Komparativ verdsettelse	kr 215.6
Vekt	33.3 %
Endelig estimat	kr 194.7
Aksjekurs per 02.05.2016	199.5
Avvik	-kr 4.8
Prosentvis avvik	-2.4 %

Tabell 12:4 Vektet verdiestimat

13 Oppsummering og handlingsstrategi

13.1 Oppsummering

Formålet med mastergradutredningen har vært å beregne egenkapitalverdien til SalMar ved bruk av fundamental verdsettelse. Vi har i tillegg utført en komparativ verdsettelse som supplement til den fundamentale verdsettelsen, for å komme frem til et best mulig estimat av SalMar sin egenkapitalverdi.

Som følge av at oppdrettsbransjen er en syklisk bransje har vi anvendt en analyseperiode fra 2010 til 2015 for å få med konjunktorene i bransjen. Ved hjelp av tidsvekting har vi lagt mest vekt på de senere årene i analyseperioden, med den begrunnelse at det gir den mest relevante informasjonen for fremtidsbudsjettering. Vi har kun benyttet offentlig informasjon, og stanset innhenting av informasjon den 02.05.2016, til tross for visshet om at SalMar og bransjen kan ha endret seg siden den tid. Vi har brukt konsernregnskap fremfor selskapsregnskap. SalMar sine prestasjoner har blitt holdt opp mot de sammenlignbare selskapene Marine Harvest, Grieg Seafood, Lerøy Seafood og Norway Royal Salmon. Vi har utarbeidet en strategisk analyse og regnskapsanalyse av SalMar og de komparative virksomhetene.

Analyseperioden: I analyseperioden forelå det en høy strategisk fordel grunnet en høy bransjefordel, og en mindre ressursfordel. Bransjefordelen skyldes et strengt konsesjonssystem som gir høye inngangsbarrierer og en svak konkurranse med få og mektige aktører. SalMar besitter en ressursfordel ved produksjonsanlegget InnovaMar, som gir SalMar evnen til å behandle laks til lavere varekostnad og lønnskostnad enn bransjegjennomsnittet. Denne ressursfordelen karakteriseres som et midlertidig fortrinn, da konkurrenter i bransjen har mulighet til å imitere ressursfordelen. Konkurransulempen med at SalMar er lokalisert i Midt-Norge hvor det er relativt høy konsentrasjon av lakselus, bidrar til svekkelse av ressursfordelen.

Kort sikt: På kort sikt vil bransjefordelen øke som følge av et strengt konsesjonssystem, kostbare konsesjoner på annenhåndsmarkedet og få og mektige aktører. Kombinasjonen av høye inngangsbarrierer og lav rivalisering gir en høy laksepris, som har vært historisk høy i starten av 2016. Utdringer med lakselus reduserer marginene, men den positive effekten ved konkurransesituasjonen dominerer over den negative effekten av lakselus. På kort sikt vil ressursfordelene til SalMar vedvare.

Mellomlang sikt: På mellomlang sikt vil innstramminger i det nye i konsesjonssystemet med handlingsregelen som innføres i 2017 føre til at inngangsbarrierene forblir høye og

rivaliseringen forblir lav. Høye laksepriser over tid gjør at konsumenter substituerer for laks. Det vil oppstå en likevekt med lavere prisnivåer på mellomlang sikt. Til tross for en prisreduksjon vil prisene fortsatt være på høye nivåer, godt over marginalkostnad. Høye kostnader forbundet med direkte og indirekte bekjempelse av lakselus, samt resistensutvikling hos lakselusen, reduserer marginene for bransjen. Totalt sett vil dette føre til at lønnsomheten i oppdrettsbransjen reduseres, men bransjen vil fortsatt være svært lønnsom, på grunn av et vedvarende konsesjonssystem. Den svake ressursfordelen som SalMar besitter vil på mellomlang sikt forsvinne, da den er imiterbar. SalMar sin kompetanse innenfor innovasjon, spesielt med teknologi vedrørende havbasert oppdrett fremstår som et usikkerhetsmoment, men som potensielt kan gi en dominerende posisjon i oppdrettsbransjen. På mellomlang sikt vil derimot dette også karakteriseres som imiterbart.

Lang sikt: Vi forventer at konsesjonssystemet vil vedvare på lang sikt, men at det vil skje en form for oppmyking. Teknologiske innovasjoner eller medisinske løsninger vil få bukt med utfordringer med lakselus. Det vil medføre oppmyking i det nye konsesjonssystemet hvor konsesjonstildelinger baseres på å ha lave nivåer av lakselus i merdene. Konturene kan allerede skimtes ved løpende konsesjonsutdeling for landbasert oppdrett, og utviklingskonsesjoner for nye teknologiske løsninger.

På bakgrunn av behov for offentlig produksjonsregulering av matvareproduksjon, vil konsesjonssystemet vedvare. Dermed vil ikke konsesjonsverdien for tradisjonell forsvinne, men kun reduseres. Det foreligger imidlertid signifikant usikkerhet omkring den eksakte konsesjonsverdien og hvilken teknologisk endring eller medisinsk løsning som slår igjennom.

Oppmykingen vil redusere inngangsbarrierene slik at konkurransen økes. Det vil gi lavere lønnsomhet for bransjeaktørene. Vedvarende reguleringer ved konsesjonskrav gjør at det vil forblir inngangsbarrierer i oppdrettsbransjen. Oppveingen for lavere lønnsomhet er bransjeveksten, som kommer av økte produksjonsmuligheter. Økte produksjonsmuligheter støttes opp under Regjeringens mål om femdobling av produksjon frem til 2050 og befolkningsveksten som markant øker verdens behov for mat. På lang sikt foreligger det dermed en varig bransjefordel.

I den tredje delen av utredningen har vi laget fremtidsbudsjett og fremtidskrav basert på innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Vi utførte fundamental verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, som ved anvendelse av en konvergeringsprosess gav et verdiestimat på 184,3 kr, justert for konkurrisiko per

02.05.2016. Vi fikk et Pris/Bok-forhold på 4,1 som er vesentlig høyere enn gjennomsnittet for virksomheter på Oslo Børs. Bakgrunnen er den strategiske fordelene, som i hovedsak skyldes bransjefordelen.

Videre presenterte vi usikkerhetsfaktorer vedrørende dette estimatet, og konkluderte med at oppdrettsbransjen fremstår som en bransje med stor usikkerhet. Vi vurderer det som 59,2 % sannsynlig at vårt verdiestimat ligger innenfor +/- 25 % av den underliggende verdien til virksomheten. Faktorer som fremtidig driftsinntektsvekst og fremtidig driftsmargin har stor påvirkning på usikkerheten i vårt verdiestimat.

I kapittel 12 utførte vi en supplerende verdsettelse i form av multiplikatormodellen. Dette ga et verdiestimat på 215,6 kr. Vi benyttet multiplikatorene Pris/bok, Pris/Fortjeneste, EV/EBITDA og EV/Slaktet volum. De ulike multiplikatormodellene ga en verdi som varierte mellom 187,8 kr og 247,7 kr.

Vårt fundamentale verdiestimat er på 184,3 kr per aksje og vårt verdiestimat ved bruk av multiplikatormodellen er på 215,6 kr per aksje. Ved å vekte verdien fra fundamental verdsettelse med ($\frac{2}{3}$) og verdien fra multiplikatormodellen med ($\frac{1}{3}$), utledet vi en aksjekurs på 194,7 kr per aksje.

13.2 Handlingsstrategi

Siste steg av verdivurderingen er å utarbeide en handlingsstrategi basert på verdiestimatet (Penman, 2013, s. 85). Aksjekursen for SalMar per 02.05.2016 er på 199,5 kr. Med 10% margin vil dette forde en hold-strategi fra 179,5 og opp til 219,5 kr. Den fundamentale verdsettelsen vurderer SalMar som overpriset, mens multiplikatormodellen trekker i retning av at SalMar er underpriset. De to estimatene er derimot innenfor +/- 10 % fra virkelig aksjekurs per 02.05.2016.

Per 02.05.2016 utsetter vi dermed en Hold-anbefaling på SalMar ASA.

14 Tabelloversikt

Tabell 5:1 Resultatregnskap 2010-2015	66
Tabell 5:2 Balanse 2010-2015	67
Tabell 5:3 Endring i egenkapital	69
Tabell 5:4 Fullstendig nettoresultat til EK.....	69
Tabell 5:5 Fullstendig driftsresultat før skatt.....	70
Tabell 5:6 Fullstendig finansresultat før skatt.....	70
Tabell 5:7 Normale og unormale driftsposter	70
Tabell 5:8 Normale og unormale finansielle poster.....	72
Tabell 5:9 Normale og unormale skattekostnader	72
Tabell 5:10 Driftskattesats	73
Tabell 5:11 Fordeling av skattekostnad	73
Tabell 5:12 Omgruppert balanse etter drift og finans	77
Tabell 5:13 Sysselsatte eiendeler og kapital	78
Tabell 5:14 Omgjøring av sysselsatt kapital til netto driftskapital	78
Tabell 5:15 Omgruppert resultat	79
Tabell 5:16 Omgruppert balanse.....	79
Tabell 5:17 Justering av biologiske eiendeler.....	81
Tabell 5:19 Omgruppert og justert resultat	81
Tabell 5:18 Kostnadsførte FOU-utgifter.....	82
Tabell 5:20 Omgruppert resultatregnskap med justering for målefeil.....	82
Tabell 5:21 SalMar sin balanse med justering for målefeil	83
Tabell 6:1 Likviditetsgrad 1	85
Tabell 6:2 Likviditetsgrad 2.....	86
Tabell 6:3 Finansiell gjeldsdekningsgrad	87
Tabell 6:4 Rentedekningsgrad	88
Tabell 6:5 Fri kontantstrøm til egenkapital.....	89
Tabell 6:6 Egenkapitalprosent	90
Tabell 6:7 Netto driftsrentabilitet.....	91
Tabell 6:8 Finansieringsmatrise for SalMar i NOK.....	92
Tabell 6:9 Finansieringsmatrise for SalMar i prosent.....	92
Tabell 6:10 Finansieringsmatrise for bransjen i prosent.....	92
Tabell 6:11 Rating og konkurssannsynlighet med tilhørende klassifisering av fire forholdstall (Knivsflå, 2016h).....	94
Tabell 6:12 Syntetisk rating for SalMar.....	94
Tabell 7:1 Risikofri rente etter skatt	98
Tabell 7:2 Markedsrisikopremie	99
Tabell 7:3 Regresjonsutskrift av SalMar sin betaverdi.....	100
Tabell 7:4 Finansielt gjeldskrav	102
Tabell 7:5 Finansielt eiendelskrav	102
Tabell 7:6 Krav til netto finansiell gjeld	103
Tabell 7:7 Finansiell gjeldsbeta	103
Tabell 7:8 Finansiell eiendelsbeta.....	104

Tabell 7:9 Netto finansiell eiendelsbeta.....	104
Tabell 7:10 Netto driftsbeta	105
Tabell 7:11 Egenkapitalbeta.....	105
Tabell 7:12 Egenkapitalkrav og minoritetskrav	106
Tabell 7:13 Netto driftskrav (WACC)	106
Tabell 8:1 Egenkapitalrentabilitet.....	107
Tabell 8:2 Superrentabilitet.....	108
Tabell 8:3 Strategisk driftsfordel	108
Tabell 8:4 Dekomponering av driftsfordel.....	109
Tabell 8:5 Dekomponert ressursfordel.....	110
Tabell 8:6 Common-Size analyse	110
Tabell 8:7 Omløpsfordel	111
Tabell 8:8 ARPU for SalMar og bransjen.....	112
Tabell 8:9 Omløpsfordel dekomponert i ARPU og effektivitetsfordel.....	112
Tabell 8:10 Gearingfordel drift	112
Tabell 8:11 Finansieringsfordel	113
Tabell 8:12 Strategisk fordel.....	114
Tabell 9:1 Fremtidsresultat	126
Tabell 9:2 Fremtidsbalanse	126
Tabell 9:3 Fremtidig kontantstrøm	126
Tabell 9:4 Fortjeneste per aksje	127
Tabell 10:1 Syntetisk fremtidsrating.....	129
Tabell 10:2 Finansiell gjeldsbeta	129
Tabell 10:3 Finansiell eiendelsbeta.....	130
Tabell 10:4 Netto finansiell gjeldsbeta	130
Tabell 10:5 Utledning av egenkapitalbeta	130
Tabell 10:6 Egenkapitalkrav	131
Tabell 10:7 Finansielt gjeldskrav	131
Tabell 10:8 Finansielt eiendelskrav	132
Tabell 10:9 Krav til netto finansiell gjeld	132
Tabell 10:10 Netto driftskrav (WACC)	132
Tabell 10:11 Dekomponering av strategisk driftsfordel	134
Tabell 11:1 Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen.....	136
Tabell 11:2 Superprofittmodellen	137
Tabell 11:3 Fri kontantstrøm til netto driftskapitalmodellen.....	138
Tabell 11:4 Minoritetsverdi ved fri kontantstrøm til netto driftskapital	138
Tabell 11:5 Superprofittmodellen	138
Tabell 11:6 Minoritetsverdi ved superprofittmodellen	138
Tabell 11:7 Variabler til simulering.....	142
Tabell 11:8 Fundamental Pris/Bok og Fundamental Pris/Fortjeneste	146
Tabell 12:1 Utregning av multiplikatorer	151
Tabell 12:2 Aksjekurs ved bruk av multiplikatormodellen	152
Tabell 12:3 Avvik mellom aksjekurs og multiplerverdi	153
Tabell 12:4 Vektet verdiestimat.....	153

15 Figurliste

Figur 2:1 Geografisk inndeling av SalMar sin virksomhet (SalMar, 2015a)	13
Figur 2:2 SalMar sin oppstilling av verdikjeden (SalMar, 2015a)	13
Figur 2:3 Aksjekurs for SalMar fra 2007 til 2016 (Oslo Børs, 2016)	14
Figur 2:4 Volum og omsetning for norsk oppdrettsnæring (SSB, 2016c).....	17
Figur 2:5 Prosentvis endring i tonn slaktet laks (SSB, 2016c)	17
Figur 2:6 Laksens livssyklus (Egen fremstilling)	18
Figur 2:7 Inndeling av produksjonskostnader (Fiskeridirektoratet, 2015)	19
Figur 2:8 Eksportmarkeder for norsk laks (Norges Sjømatråd, 2015)	20
Figur 2:9 Prognoser BNP for viktige laksemarkeder fremt til 2020 (IMF, 2015).....	21
Figur 2:10 Kjøttkonsum ift. BNP (Churchouse, 2011).....	22
Figur 2:11 Styringsrente fra 2010 til i dag, med anslag til og med 2018 (Norges Bank, 2016a)	22
Figur 2:12 Vekslingskurser mot NOK (Norges Bank, 2016b)	23
Figur 2:13 Historiske laksepriser i NOK (FishPool, 2016)	24
Figur 2:14 Lakselus i 2016 fordelt på geografisk område (Lusedata.no, 2016).....	26
Figur 2:15 Tonn slaktet fisk fordelt på selskap. Kilde: SalMar (2016a), Marine Harvest (2016), Grieg Seafood (2016), Norway Royal Salmon (2016), Lerøy (2016) og Marine Harvest (2015b)	29
Figur 2:16 Børsutvikling siste 3 år (Oslo Børs, 2016).....	32
Figur 2:17 Slaktevolum (Diverse årsrapporter, 2016)	32
Figur 2:18 Slaktevolum i Norge. Geografisk inndelt (Diverse årsrapporter, 2016)	33
Figur 3:1 Fremgangsmåte for fundamental verdsettelse (Palepu, Healy & Peek, 2013 ss. 13-15) og (Knivsfå, 2016a)	39
Figur 4:1 PESTEL-rammeverket (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regner, 2014, ss. 34-36).....	42
Figur 4:2 Forwardpriser laks (FishPool, 2016).....	44
Figur 4:3 Porters femkraftsmodell (Porter, 1979)	48
Figur 4:4 SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001, s 99)	53
Figur 4:5 SVI-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001, s. 117)	54
Figur 4:6 Strategisk fordel på kort, mellomlang og lang sikt	61
Figur 4:7 Strategiske risikofaktorer på kort, mellomlang og lang sikt	61
Figur 4:8 Vekstutsikter i analyseperioden på kort, mellomlang og lang sikt	63
Figur 5:1 Rammeverk for utførelse av forholdstallsanalyse (Damodaran, 2012, ss. 44-48) og (Knivsfå, 2016h)	84
Figur 6:1 Likviditetsgrad 1	86
Figur 6:2 Likviditetsgrad 2	87
Figur 6:3 Rentedekningsgrad.....	88
Figur 6:4 Egenkapitalprosent.....	91
Figur 6:5 Netto driftsrentabilitet	92
Figur 8:1 Egenkapitalrentabilitet	108

Figur 8:2 Kostnadssammenligning	111
Figur 8:3 Dekomponering av strategisk fordel	114
Figur 8:4 Strategisk dekomponering - tidsvektet.....	115
Figur 9:1 Rammeverk for fremtidsregnskap, basert på Penman (2013, s. 520-526) og Knivsflå (2016l)	116
Figur 9:2 Driftsinntektsvekst	120
Figur 9:3 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler	121
Figur 9:4 Netto driftsmargin	122
Figur 9:5 Finansiell gjeldsdel	122
Figur 9:6 Netto finansiell gjeldsrente	124
Figur 9:7 Minoritetsdel	124
Figur 9:8 Minoritetsrentabilitet.....	125
Figur 10:1 Strategisk driftsfordel.....	134
Figur 11:1 Fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2016o)	135
Figur 11:2 Konvergeringsprosessen	139
Figur 11:3 Sensitivitetsanalyse	141
Figur 11:4 Monte Carlo simulering	144
Figur 11:5 Sensitivitet ved Monte Carlo simulering	145

16 Referanser

- Aarhus, I., Høy, E., Fredheim, A., & Winther, U. (2011). *Kartlegging av ulike teknologiske løsninger for å møte de miljømessige utfordringene i havbruksnæringen*. Hentet Februar 23, 2016 fra SINTEF: https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/vedlegg/rapporter/2011/sintef_kartlegging_ulike_teknologiske_loesninger2011.pdf
- Akervik, S., & Nicolajsen, S. (2016, Februar 2). *Frustrert over russernekt*. Hentet Februar 10, 2016 fra Klassekampen: <http://www.klassekampen.no/article/20160202/ARTICLE/160209992>
- Aksjeloven. (1997, Juni 13). *Lov om aksjeselskaper (aksjeloven)*. Hentet April 11, 2016 fra Lovdata: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44>
- Andreassen, K. E. (2014, Oktober 7). *Skreddersyr medisin mot lakselus*. Hentet Mai 19, 2016 fra Universitetet i Bergen: <http://www.uib.no/aktuelt/81561/skreddersyr-medisin-mot-lakselus>
- Andreassen, O., & Robertsen, R. (2014, Januar). *Eierendringer for havbrukskonsesjoner tildelt i 2009*. Hentet Mars 5, 2016 fra Nofima: <http://www.nofima.no/filearchive/rapport-4-2014-eierendringer-for-havbrukskonsesjoner-tildelt-i-2009-runden.pdf>
- Asche, F., & Tveterås, R. (2011). *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. Oslo: Handelshøyskolen BI. Hentet Mars 10, 2016 fra [http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/b63c43a0385ff61dc1256e620043c6b0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/\\$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/b63c43a0385ff61dc1256e620043c6b0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf)
- Asche, F., Roll, K., & Tveterås, R. (2012, Januar). FoU, innovasjon og produktivitetsvekst i havbruk. *Magma*, ss. 23-31. Hentet Mars 10, 2016 fra <https://www.magma.no/fou-innovasjon-og-produktivitetsvekst-i-havbruk>
- Bernhoft, A.-C., & Fardal, A. (2007, Juni). *IFRS og fiskeoppdrett*. Hentet Februar 10, 2016 fra Magma: <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>
- Bryhn, R. (2009, April 26). *Marine Harvest ASA*. Hentet April 20, 2016 fra Store Norske Leksikon: https://snl.no/Marine_Harvest_ASA
- Churchouse, P. (2011, Juli). *Agricultural Investments - The New Big Thing, the Next Big Bubble?* Hentet Februar 19, 2016 fra The Churchouse Letter: <http://churchousepublishing.com/the-churchouse-letter/agricultural-investments/>
- Dagens Næringsliv. (2016, Mai 2). *SalMar*. Hentet Mai 2, 2016 fra DN - Børs & Marked: <http://www.dn.no/finans/#/detaljer/SALM.OSE>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (Vol. Third Edition). New Jersey: Wiley.
- Damodaran, A. (2016). *Damodaran Online*. Hentet Mai 22, 2016 fra [People.stern.nyu.edu/adamodar](http://people.stern.nyu.edu/adamodar): <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/invfables/ch3new.pdf>

- E24. (2016, Mai 2). *SalMar*. Hentet Mai 2, 2016 fra E24 - Børs: <https://bors.e24.no/#!/instrument/SALM.OSE>
- E-conomic. (2016). *BNP (Bruttonasjonalprodukt) - Hva er BNP?* Hentet fra E-conomic.no: <https://www.e-conomic.no/regnskapsprogram/ordliste/bnp>
- Ehlers, S. (2009, November). *Porter 5-forces Revisted*. Hentet Mars 22, 2016 fra Berg-marketing.dk: <http://www.berg-marketing.dk/GIF/porterrev.pdf>
- Evensen, M. R., & Aasheim, E. (2010, Juni 28). *Norsk laks er en giftbombe*. Hentet Februar 18, 2016 fra NRK: http://www.nrk.no/urix/_-norsk-laks-er-en-giftbombe-1.7189184
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. Hentet Juni 1, 2016 fra https://bibsys-almaprimo.hosted.exlibrisgroup.com/primo_library/libweb/action/display.do?frbrVersion=5&tabs=viewOnlineTab&ct=display&fn=search&doc=TN_wj10.1111%2fj.1540-6261.1970.tb00518.x&indx=1&recIds=TN_wj10.1111%2fj.1540-6261.1970.tb00518.x&recIdxs=0&
- FAO. (2009). *How to Feed the World in 2050*. Hentet April 4, 2016 fra Food and Agriculture Organization of the United Nations: http://www.fao.org/fileadmin/templates/wsfs/docs/expert_paper/How_to_Feed_the_World_in_2050.pdf
- FHL. (2011, August). *Norsk Havbruk*. Hentet April 2, 2016 fra Sjømat Norge: http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/eff_fhl_komplett_lowres.pdf
- FishPool. (2016, Mai 2). *Price History - weekly, monthly and annual average*. Hentet Mai 2, 2016 fra Fishpool: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>
- Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening. (2014). *Årsmelding 2013*. Hentet Februar 15, 2016 fra Sjømat Norge: http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/%C3%85RSMELDING_2013_pdf.pdf
- Fiskeridirektoratet. (2015, November 5). *Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret*. Hentet Februar 10, 2016 fra Fiskeridirektoratet: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loennsomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret>
- Fiskeridirektoratet. (2016, Juni 1). *Oversikt over søknader om utviklingstillatelse per 1. juni 2016*. Hentet Juni 1, 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelse/Saertillatelse/Utviklingstillatelse/Soekere-antall-og-biomasse>
- Forskrift om lakselusbekjempelse § 8. (2012, Mai 5). *Forskrift om bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg*. Hentet Februar 25, 2016 fra Lovdata: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2012-12-05-1140>
- Gjerde, Ø., Knivsflå, K., & Sættem, F. (2009). *Evidence on Competitive Advantage and Superior Stock Market Performance*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*. 02/2007 (Vol. 24), 3-17.
- Gjesdal, F., Kvaal, E., & Kvifte, S. S. (2013). *Internasjonale regnskapsstandarder* (Vol. 7 opplag). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Grieg Seafood. (2011). *Årsrapport 2010*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <https://grieg.no/content/uploads/reports/Grieg-Seafood-2010.pdf>
- Grieg Seafood. (2012). *Årsrapport 2011*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>
- Grieg Seafood. (2013). *Årsrapport 2012*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>
- Grieg Seafood. (2014). *Årsrapport 2013*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>
- Grieg Seafood. (2015). *Årsrapport 2014*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>
- Grieg Seafood. (2016). *Årsrapport 2015*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet Mai 1, 2016 fra Grieg: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>
- Guttormsen, A. (2015). *Meld St. 16 2014-2015*. Hentet Februar 5, 2016 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/contentassets/6d27616f18af458aa930f4db9492f5e5/no/pdfs/stm201420150016000dddpdfs.pdf>
- Havforskningsinstituttet. (2010, Mai 12). *Resistens hos lakselus*. Hentet Februar 16, 2016 fra Havforskningsinstituttet: http://www.imr.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/resistens_hos_lakselus/nb-no
- Havforskningsinstituttet. (2013, Juni 28). *Hvordan spres lakselusa?* Hentet Mars 24, 2016 fra IMR: <http://www.imr.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/90683/nb-no>
- Hawawini, G., Subramanian, V., & Verdin, P. (2002, November). Is Performance Driven by Industry- or Firm-Specific Factors? A New Look at the Evidence. *Strategic Management Journal*, 24, 1-16. doi:10.1002/smj.278
- Hurum, E. (2014, September 15). *Opprettsnæringen må betale for egne miljøsynder*. Hentet Mars 11, 2016 fra Aftenposten: <http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/Oppdrettsnaringen-ma-betale-for-egne-miljosynder-7705076.html>
- IFRS Foundation. (2016). *International Accounting Standard 1. Presentation of Financial Statements*. Hentet fra IFRS.org: <http://www.ifrs.org/Documents/IAS1.pdf>
- Ilaks. (2013, Juli 16). *Statens lakselotteri*. Hentet Februar 20, 2016 fra Ilaks.no: <http://ilaks.no/statens-lakselotteri/>

- IMF. (2015, Oktober). *World Economic Outlook Database*. Hentet Mars 2, 2016 fra International Monetary Fund:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?sy=2010&ey=2020&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&pr1.x=38&pr1.y=11&c=924%2C964%2C922%2C132%2C534%2C158&s=NGDPD&grp=0&a=>
- Iversen, A., Hermansen, Ø., Andreassen, O., Brandvik, R., Marthinussen, A., & Nystøl, R. (2015, Oktober). *Kostnadsdrivere i lakseoppdrett*. Hentet Februar 11, 2016 fra Nofima: http://www.kontali.no/%5Cpublic_files%5Cdocs%5CRapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). Konkurannsefortrinn i nye markeder. I *Ekspansjon* (Vol. 2. utgave). Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Jakobsen, S.-E., Berge, D., & Aarset, B. (2003, Juni). *Regionale og distriktpolitiske effekter av statlig havbrukspolitikk*. SNF. Bergen: Regjeringen.no. Hentet Februar 18, 2016 fra Regjeringen:
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/krd/rap/2003/0006/ddd/pdfv/182943-a16_03.pdf
- Jensen, S. (2015, Oktober 7). *Finanstalen*. Hentet Mars 1, 2016 fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/finanstalen/id2457102/>
- Jensen, S. (2015, Oktober 24). *Havbrukskonferanse 2015*. Hentet Mars 12, 2016 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/havbrukskonferanse-2015/id2462947/>
- Johannessen, T. A. (2012). *Innovations Management and Entrepreneurship*. Essex: Pearson Custom Publishing.
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Regnér, P. (2014). *Exploring Strategy* (Vol. 10. utgave). New York: Pearson Education.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2014). *Verdivurdering*. Oslo: Fagbokforlaget.
- Kiernan, B. (2012, Juni 29). *Further Investment in Aquaculture is Critical to Meeting the Food Demands of a Growing World*. Hentet fra Global Investing:
<http://www.globalinvesting.com/news/blogdetail?contentid=1439>
- Knivsflå, K. (2016a). BUS440 Forelesning 1: Regnskapsanalyse og verdivurdering. Bergen, Norge: Norges Handelshøyskole. Hentet Februar 1, 2016 fra
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2001%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. (2016b). BUS440 Forelesning 2: Regnskap og verdi. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Februar 5, 2016 fra
<http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2002%20-%202016.pdf>

- Knivsfå, K. (2016c). BUS440 Forelesning 3: Rekneskapsanalyse: Ramme og "Trailing". Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Februar 9, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2003%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016d). BUS440 Forelesning 4: Omgruppering for analyse. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Februar 10, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2004%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016e). BUS440 Forelesning 5: Omgruppering; Balanse og kontantstrøm. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Februar 21, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2005%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016f). BUS440 Forelesning 6: Regnskapsbasert måling og målefeil. Bergen: Norges handelshøyskole. Hentet Mars 3, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2006%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016g). BUS440 Forelesning 7: Justering av målefeil. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Mars 15, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2007%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016h). BUS440 Forelesning 8: Kredittvurdering; syntetisk rating. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Mars 15, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2008%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016i). BUS440 Forelesning 9: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Mars 16, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2009%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016j). BUS440 Forelesning 10: Strategisk rentabilitetsanalyse. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Mars 12, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2010%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016k). BUS440 Forelesning 11: Strategisk driftsanalyse. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet Mars 27, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2011%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016l). BUS440 Forelesning 13: Ramme og driftsinntekter. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet April 10, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2013%20-%202016.pdf>

- Knivsfå, K. (2016m). BUS440 Forelesning 14: Fremtidsrekneskap; Andre budsjettdriverar. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet April 15, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2014%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016n). BUS440 Forelesning 15: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet April 15, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2015%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016o). BUS440 Forelesning 16: Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet April 20, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2016%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016p). BUS440 Forelesning 17: SK-metoden og verdikovergens. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet April 23, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2017%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016q). BUS440 Forelesning 18: Uvisse i verdiestimatet og "Some topics in valuation". Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet April 26, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2018%20-%202016.pdf>
- Knivsfå, K. (2016r). BUS440 Forelesning 21: Komparativ verdivurdering. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet April 27, 2016 fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2021%20-%202016.pdf>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies* (Vol. 6th edition). New Jersey: Wiley.
- Laksefakta. (2015, Oktober 26). *Bærekraftig laksefôr*. Hentet Februar 10, 2016 fra Laksefakta: <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Dette-spiser-laksen/Les-mer-om/B%C3%A6rekraftig-laksef%C3%B4r>
- Laksefakta. (2015, August 25). *Fra rogn til mat*. Hentet fra Laksefakta: <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-rogn-til-mat>
- Legemiddelverket. (2000). *Behandling mot lakselus i oppdrettsanlegg*. Hentet fra Legemiddelverket: <http://www.legemiddelverket.no/Veterinaermedisin/terapi anbefalinger/Documents/Behandling%20mot%20lakselus%20i%20oppdrettsanlegg.pdf>
- Lerøy. (2011). *Årsrapport 2010*. Bergen: Lerøy ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arssrapporter/>

- Lerøy. (2012). *Årsrapport 2011*. Bergen: Lerøy ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>
- Lerøy. (2013). *Årsrapport 2012*. Bergen: Lerøy ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>
- Lerøy. (2014). *Årsrapport 2013*. Bergen: Lerøy ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>
- Lerøy. (2015). *Årsrapport 2014*. Bergen: Lerøy ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>
- Lerøy. (2016). *Årsrapport 2015*. Bergen: Lerøy ASA. Hentet Mai 1, 2016 fra Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>
- Lerøy. (2016b). *Q4 2015*. Oslo: Lerøy. Hentet Mai 2, 2016 fra <http://hugin.info/131537/R/1988194/729939.pdf>
- Lerøy Sjømatgruppen AS. (2016). *Lerøy Sjømatgruppen AS*. Hentet Mai 20, 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Storkjokken/Om-Leroy-Sjomatgruppen/Leroy-Sjomatgruppen-AS/>
- Lusedata.no. (2016, Mai 24). *Lusedata i Excel*. Hentet Mai 2, 2016 fra <http://lusedata.no/statistikk/excel/>
- Marine Harvest. (2011). *Annual Report 2010*. Bergen: Marine Harvest ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2012). *Annual Report 2011*. Bergen: Marine Harvest ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2013). *Annual Report 2012*. Bergen: Marine Harvest ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2014, November 26-27). Forskningsbasert verdiskapning i Marine Harvest. Bergen: Forskningsrådet. Hentet Mars 16, 2016 fra <http://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobheadervalue1=Content-Disposition%3A%3B+attachment%3B+filename%3DOalandspresentasjon.pdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1274505715973&>
- Marine Harvest. (2014b). *Annual Report 2013*. Bergen: Marine Harvest ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>

- Marine Harvest. (2015a). *Annual Report 2014*. Bergen: Marine Harvest ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2015b). *Salmon Farming Industry Handbook 2015*. Hentet April 3, 2016 fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2015-salmon-industry-handbook.pdf>
- Marine Harvest. (2016). *Annual Report 2015*. Bergen: Marine Harvest ASA. Hentet Mai 1, 2015 fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2016b). *MHG - Restructuring plan for Marine Harvest VAP Europe*. Hentet April 3, 2016 fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.com/about/news-and-media/news/mhg---restructuring-plan-for-marine-harvest-vap-europe>
- Meinich, P., & Munthe, P. (2015b, Mars 3). *Bank*. Hentet April 17, 2016 fra Store norske leksikon: <https://snl.no/bank>
- Miljødirektoratet. (2015, Januar 21). *Lakselus*. Hentet Februar 21, 2016 fra Miljødirektoratet: <http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Arter-og-naturtyper/Villaksportalen/Pavirkninger/Lakselus/>
- Misangyi, V. F., Elms, H., Greckhamer, T., & Lepine, J. A. (2006, Februar). A New Perspective on a Fundamental Debate: A Multilevel Approach to Industry, Corporate, and Business Unit Effects. *Strategic Management Journal*, 27, 571-590. doi:10.1002/smj.530pdf&seq=1#page_scan_tab_contents
- MSCI. (2016, Februar). *MSCI February 2016*. Hentet Februar 2016, 2016 fra MSCI: https://www.msci.com/eqb/euro/MSCI_Feb16_EPEComparison_refreshed.txt
- Myrset, O. (2015, Februar 12). *Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land*. Hentet Mars 23 18, 2016 fra Sysla: http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land_39673/
- Norges Bank. (2016a, Mai 15). *Styringsrenten*. Hentet Mai 15, 2016 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (2016b, Mai 2). *Valutakurs*. Hentet Mai 2, 2016 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/>
- Norges sjømatråd. (2015). *Nøkkeltall*. Hentet April 13, 2016 fra seafood.no: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/N%C3%B8kkeltall>
- Norway Royal Salmon. (2011). *Årsrapport 2010*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/annualreport_nrs_2010.pdf
- Norway Royal Salmon. (2012). *Årsrapport 2011*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/annualreport_nrs_2011.pdf

- Norway Royal Salmon. (2013). *Årsrapport 2012*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/annualreport_nrs_2012.pdf
- Norway Royal Salmon. (2014). *Årsrapport 2013*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/%C3%85rsberetning_2013-NRS_EN.pdf
- Norway Royal Salmon. (2015). *Årsrapport 2014*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_AnnualReport_2014.pdf
- Norway Royal Salmon. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet Mai 1, 2016 fra Norway Royal Salmon: http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf
- Oslo Børs. (2016, Mai 5). *Kurser og marked*. Hentet Mai 5, 2016 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2016, Mai 2). *Lerøy*. Hentet Mai 2, 2016 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2016, Mai 2). *Norway Royal Salmon*. Hentet Mai 2, 2016 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NRS.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2016c, Mai 2). *Grieg Seafood*. Hentet Mai 2, 2016 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GSF.OSE/overview>
- Palepu, K. G., Healy, M. P., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation IFRS Edition* (Vol. 2 edition). Boston: Cengage Learning.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (Vol. 5th Edition). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1979, Mars). How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*, 137-145. Hentet Februar 5, 2016 fra <http://faculty.bcitbusiness.ca/KevinW/4800/porter79.pdf>
- Porter, M. E. (2008, Januar). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 78-93. Hentet fra <http://elibrary.kiu.ac.ug:8080/jspui/bitstream/1/510/1/Michael%20Porter%20-%20The%20Five%20Competitive%20Forces%20that%20Shape%20Strategy.pdf>
- PWC. (2015, Desember). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Hentet Mai 10, 2016 fra PWC: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>
- Regjeringen. (2009, Mai 31). *Laksesaken mot EU i WTO. Vanlige spørsmål og svar*. Hentet Februar 15, 2016 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/ud---innsiktsartikler/svar/id489966/>

- Regjeringen. (2013, Oktober 7). *Politisk plattform for en regjering utgått av Høyre og Fremskrittspartiet*. Hentet Mars 14, 2016 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/contentassets/a93b067d9b604c5a82bd3b5590096f74/plattform.pdf>
- Regjeringen. (2013b, Oktober 2). *Spørsmål og svar*. Hentet Februar 20, 2016 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/oppdrettslaksen/sporsmal-og-svar/id635514/>
- Regjeringen. (2015, Mars 25). *Intensjonsavtale mellom Nærings- og fiskeridepartementet, Fiskeridepartementet, Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening og Norske sjømatbedrifters landsforening*. Hentet April 6, 2016 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/contentassets/cb0491a5bdc64a2ea1ec5d7a2aae2e19/intensjonsavtale-om-utfisking.pdf>
- Regnskapsloven. (1998, Juli 17). *Lov om årsregnskap m. v (Regnskapsloven)*. Hentet April 20, 2016 fra Lovdata: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>
- Rønningen, B. L. (2014, Mars 5). *Salmar er klar til å ta kjempemerdene til havs*. Hentet mars 10, 2016 fra Hitra-Frøya.no: <http://www.hitra-froya.no/havbruk/article9263215.ece>
- SalMar. (2011). *Årsrapport 2010*. Kverva: SalMar ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>
- SalMar. (2012). *Årsrapport 2011*. Kverva: SalMar ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>
- SalMar. (2013). *Årsrapport 2012*. Kverva: SalMar ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>
- SalMar. (2014). *Årsrapport 2013*. Kverva: SalMar ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>
- SalMar. (2015a). *Årsrapport 2014*. Kverva: SalMar ASA. Hentet Februar 1, 2016 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>
- SalMar. (2015b). *Bærekraftsrapport 2014*. SalMar. Hentet April 3, 2016 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>
- SalMar. (2016a). *Årsrapport 2015*. Kverva: SalMar ASA. Hentet Mai 1, 2016 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>
- SalMar. (2016b, Mars 4). *Virksomhetsområder*. Hentet Mars 4, 2016 fra SalMar: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/Virksomhetsomr%C3%A5der>
- SalMar. (2016c, Mars 4). *Strategi & Visjon*. Hentet Februar 3, 2016 fra SalMar: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/Strategi-og-visjon>
- SalMar. (2016d, Mars 4). *Utbytte*. Hentet Mars 4, 2016 fra SalMar: <http://www.salmar.no/Investor/Aksjeinformasjon/Utbyttepolitikk>

- SalMar. (2016e, Mars 4). *InnovaMar*. Hentet Mars 4, 2016 fra SalMar:
<http://www.salmar.no/Om-SalMar/InnovaMar>
- SalMar. (2016f, April 10). *Harvesting, packing and processing (VAP)*. Hentet fra SalMar:
<http://www.salmar.no/About-SalMar/Business-Areas/Processing>
- SalMar. (2016g, Mars 4). *Om Salmar; Historie*. Hentet Mars 4, 2016 fra SalMar:
<http://www.salmar.no/Om-SalMar/Historie>
- SNL. (2014, Juni 26). *Lerøy Seafood Group ASA*. Hentet Februar 10, 2016 fra Store norske leksikon: https://snl.no/Ler%C3%B8y_Seafood_Group_ASA
- Sørheim, T., & Aarø, J. (2015, Februar 12). *Sverige kutter til negativ rente*. Hentet Mars 10, 2016 fra e24: <http://e24.no/makro-og-politikk/sverige-kutter-til-negativ-rente/23394150>
- SSB. (2015a). *Tabell 08967: Akvakultur. Antall tillatelser i drift (F)*. Hentet April 20, 2016 fra Statistisk Sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&MainTable=Tillatelser02&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=jord-skog-jakt-og-fiskeri&KortNavnWeb=fiskeoppdrett&StatVariant=&checked=true>
- SSB. (2016b). *Fiskeri*. Hentet fra Statistisk Sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabelIHjem.asp?KortNavnWeb=fiskeri&CMSSubjectArea=jord-skog-jakt-og-fiskeri&checked=true>
- SSB. (2016c, Oktober 28). *Akvakultur 2014, endelige tall*. Hentet Mars 25, 2016 fra SSB:
<http://ssb.no/fiskeoppdrett/>
- Sunnset, H. B. (2015, Desember 18). *Anbefaler 11 produksjonsområder*. Hentet Mars 2, 2016 fra Havforskningsinstituttet:
http://www.imr.no/nyhetsarkiv/2015/desember/anbefaler_11_produksjonsomrader/nb-no
- Torvik, Y. (2014, August 29). *Franskmenn fremdeles skeptiske til norsk laks*. Hentet Mars 3, 2016 fra Bergens Tidende: <http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Franskmenn-fremdeles-skeptiske-til-norsk-laks-3186109.html>
- Verdensbanken. (2016). *Population Estimates and Projections*. Hentet April 15, 2016 fra The World Bank: <http://datatopics.worldbank.org/hnp/popestimates#>
- West III, P. G., & Julio, D. (2001, Mai). The Achilles Heel of Firm Strategy: Resource Weaknesses and Distinctive Inadequacies. *Journal of Management Studies*, 38 (3), 417-442. Hentet Mai 26, 2016 fra
<http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=279c3cda-56e3-4f2e-8fe0-387ee8c91e4b%40sessionmgr4001&vid=1&hid=4207>

WHO. (2010, Januar 25-29). Joint FAO/WHO Expert consultation on the risks and benefits of fish consumption. *FAO Fisheries and Aquaculture Report No. 978*. Hentet April 14, 2016 fra <http://www.fao.org/docrep/014/ba0136e/ba0136e00.pdf>

Ystmark, G. (2015, 01 14). *Hørings svar - Vekstkriterier havbruk*. Hentet Mars 24, 2016 fra [Regjeringen.no](https://www.regjeringen.no):
<https://www.regjeringen.no/contentassets/b2de95d503b842c599412de09d5c68b3/fhl.pdf>