



# SalMar ASA

*Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering*

**Henrik Roalsø og Mads Rønning**

**Veileder: Gunnar A. Dahl**

Selvstendig arbeid innen Masterstudiet i regnskap og revisjon

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 masterutredningen har vært å estimere verdien av egenkapitalen til SalMar ASA per 31.12.2016. Vi har benyttet fundamental verdsettelse for å få en forståelse av de underliggende økonomiske forhold. Her har vi utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidskrav for å kunne neddiskontere de framtidige kontantstrømmene. Vi har også utarbeidet en supplerende komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen. De to metodene utgjør det endelige verdiestimatet.

Først blir selskapet, bransjen og verdivurderingsteknikkene presentert. Deretter er en strategisk analyse av eksterne og interne faktorer gjennomført for å gi innsikt i hva som påvirker bransje- og selskapsforhold. Det har også blitt utført en regnskapsanalyse av historiske regnskapstall. Oppdrettsbransjen har en historisk bransjefordel på 9,1 % i den analyserte perioden fra 2011 til 2016. Dette er begrunnet med de unormalt høye lakseprisene i perioden og de høye inngangsbarrierene. SalMar har et midlertidig konkurransefortrinn ved produksjonsanlegget InnovaMar og med deres innovasjonsevne.

Forståelsen vi fikk fra de overnevnte analyser ga oss grunnlaget til å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav for SalMar. Det estimerte framtidige datagrunnlaget ga oss muligheten til å utarbeide første verdiestimat på verdien av egenkapitalen til SalMar ved å neddiskontere de estimerte framtidige kontantstrømmene. Etter konvergeringsprosessen endte verdi per aksje på NOK 158,55. Videre gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse ved hjelp av Crystal Ball for å kontrollere usikkerheten til verdiestimatet. Usikkerheten ble konkludert til å være stor. Deretter ble den komparative verdivurdering gjennomført. De to metodene ble så vektet med henholdsvis 2/3 og 1/3 og ga et vektet verdiestimat per aksje på NOK 178,27.

Verdiestimatet per 31.12.2016 av SalMar ASA er NOK 178,27 per aksje. Estimatet gir en salgsanbefaling i forhold til børskursen på samme tidspunkt på NOK 258,10 per aksje.

## FORORD

Masterutredningen er skrevet som et ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Valget av oppgave ble *strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering* ettersom vi ønsket en omfattende gjennomgang av emnet.

Denne masterutredningen er i stor grad basert på rammeverket presentert av Kjell Henry Knivsflå som underviser masterkurset MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering våren 2017.

Arbeidet har vært omfattende og lærerikt. Vi sitter igjen med en bred innsikt og forståelse av SalMar ASA og oppdrettsnæringen. Tidlig i prosessen valgte vi å besøke Øygarden oppdrettsanlegg for å få en følelse av næringen vi skulle arbeide med i de påfølgende månedene. Gjennom prosessen har vi benyttet kunnskap vi har tilegnet oss gjennom bachelor- og masterstudiet på en god måte.

Vi ønsker spesielt å takke vår veileder Gunnar A. Dahl for god veiledning og tilgjengelighet gjennom hele prosessen.

Bergen, juni 2016



---

Henrik Roalsø



---

Mads Rønning

# Innholdsfortegnelse

|           |                                                                      |           |
|-----------|----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.</b> | <b>INNLEDNING.....</b>                                               | <b>11</b> |
| 1.1.      | MÅLSETNING, PROBLEMSTILLING OG VALG AV SELSKAP .....                 | 11        |
| 1.2.      | AVGRENSINGER .....                                                   | 11        |
| 1.3.      | STRUKTUR.....                                                        | 12        |
| <b>2.</b> | <b>INTRODUKSJON AV SALMAR OG BRANSJEN.....</b>                       | <b>13</b> |
| 2.1.      | SALMAR ASA.....                                                      | 13        |
| 2.1.1.    | <i>Eierstruktur .....</i>                                            | <i>15</i> |
| 2.1.2.    | <i>Strategi og innovasjon .....</i>                                  | <i>16</i> |
| 2.2.      | PRESENTASJON AV BRANSJEN .....                                       | 17        |
| 2.2.1.    | <i>Bransjens begynnelse.....</i>                                     | <i>17</i> |
| 2.2.2.    | <i>Oppdrettsnæringens utvikling.....</i>                             | <i>18</i> |
| 2.2.3.    | <i>Markedet .....</i>                                                | <i>19</i> |
| 2.2.4.    | <i>Produksjonssyklus .....</i>                                       | <i>20</i> |
| 2.2.5.    | <i>Verdi og kursutvikling.....</i>                                   | <i>22</i> |
| 2.2.6.    | <i>Kostnadsstruktur .....</i>                                        | <i>23</i> |
| 2.3.      | KOMPARATIVE SELSKAP .....                                            | 24        |
| 2.3.1.    | <i>Marine Harvest Group ASA.....</i>                                 | <i>26</i> |
| 2.3.2.    | <i>Lerøy Seafood Group ASA .....</i>                                 | <i>26</i> |
| 2.3.3.    | <i>Grieg Seafood ASA.....</i>                                        | <i>26</i> |
| 2.3.4.    | <i>Hvordan SalMar skiller seg ut .....</i>                           | <i>26</i> |
| <b>3.</b> | <b>VERDSETTELSESTEKNIKKER.....</b>                                   | <b>29</b> |
| 3.1.      | VERDSETTELSESMETODER .....                                           | 29        |
| 3.1.1.    | <i>Komparativ verdivurdering.....</i>                                | <i>29</i> |
| 3.1.2.    | <i>Fundamental verdsettelse .....</i>                                | <i>30</i> |
| 3.1.3.    | <i>DCF (Discounted Cash Flow) Diskontert kontantstrømmetode.....</i> | <i>31</i> |
| 3.1.4.    | <i>Dividendemodellen.....</i>                                        | <i>32</i> |
| 3.1.5.    | <i>Residualinntekt/Superprofitt .....</i>                            | <i>32</i> |
| 3.2.      | OPSJONSBASERT TILNÆRMING .....                                       | 33        |
| 3.3.      | VALG AV VERDSETTELSESMETODE .....                                    | 33        |
| 3.4.      | RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....                          | 35        |

|           |                                                 |           |
|-----------|-------------------------------------------------|-----------|
| <b>4.</b> | <b>STRATEGISK ANALYSE.....</b>                  | <b>37</b> |
| 4.1.      | PESTEL-ANALYSE .....                            | 37        |
| 4.1.1.    | <i>Politisk .....</i>                           | <i>38</i> |
| 4.1.2.    | <i>Økonomisk.....</i>                           | <i>40</i> |
| 4.1.3.    | <i>Sosiokulturelle.....</i>                     | <i>42</i> |
| 4.1.4.    | <i>Teknologiske.....</i>                        | <i>43</i> |
| 4.1.5.    | <i>Miljømessige .....</i>                       | <i>44</i> |
| 4.1.6.    | <i>Legal.....</i>                               | <i>45</i> |
| 4.1.7.    | <i>Oppsummering.....</i>                        | <i>46</i> |
| 4.2.      | PORTERS FEMKRAFTSMODELL .....                   | 47        |
| 4.2.1.    | <i>Trusler fra fremtidige konkurrenter.....</i> | <i>48</i> |
| 4.2.2.    | <i>Leverandørenes forhandlingsmakt.....</i>     | <i>50</i> |
| 4.2.3.    | <i>Rivalisering .....</i>                       | <i>50</i> |
| 4.2.4.    | <i>Trusler fra substitutter .....</i>           | <i>51</i> |
| 4.2.5.    | <i>Kundenes forhandlingsmakt.....</i>           | <i>52</i> |
| 4.2.6.    | <i>Oppsummering av Porters fem krefter.....</i> | <i>53</i> |
| 4.3.      | INTERNANALYSE .....                             | 53        |
| 4.3.1.    | <i>SVIMA-rammeverket.....</i>                   | <i>53</i> |
| 4.3.2.    | <i>Valg av ressurser .....</i>                  | <i>54</i> |
| 4.3.3.    | <i>Lokasjon.....</i>                            | <i>55</i> |
| 4.3.4.    | <i>InnovaMar.....</i>                           | <i>55</i> |
| 4.3.5.    | <i>Innovasjonsevne .....</i>                    | <i>56</i> |
| 4.4.      | RESSURSANALYSE.....                             | 56        |
| 4.4.1.    | <i>Lokasjon.....</i>                            | <i>56</i> |
| 4.4.2.    | <i>InnovaMar.....</i>                           | <i>57</i> |
| 4.4.3.    | <i>Innovasjonsevne .....</i>                    | <i>58</i> |
| 4.4.4.    | <i>Oppsummering Ressursanalyse .....</i>        | <i>59</i> |
| 4.5.      | OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE.....            | 60        |
| 4.6.      | LAKSEPRIS .....                                 | 60        |
| 4.6.1.    | <i>Framtidig tilbudsindikator.....</i>          | <i>63</i> |
| 4.6.2.    | <i>Etterspørsel .....</i>                       | <i>65</i> |

|           |                                                                                 |           |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.6.3.    | Oppsummert.....                                                                 | 66        |
| <b>5.</b> | <b>REGNSKAPSANALYSE .....</b>                                                   | <b>67</b> |
| 5.1.      | RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG .....                                               | 67        |
| 5.1.1.    | Analyseperiode.....                                                             | 68        |
| 5.2.      | PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL .....                                          | 68        |
| 5.2.1.    | Resultatregnskap SalMar ASA .....                                               | 69        |
| 5.2.2.    | Balanseoppstilling SalMar ASA.....                                              | 69        |
| 5.3.      | OMGRUPPERING AV RESULTATREGNSKAP.....                                           | 70        |
| 5.3.1.    | Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet.....                      | 70        |
| 5.3.2.    | Steg 2: Fordele fullstendig nettoresultat på drift, finans, skatt og rest. .... | 71        |
| 5.3.3.    | Steg 3: Trekke ut det unormale for å finne det normale .....                    | 72        |
| 5.3.4.    | Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultat .....                          | 74        |
| 5.4.      | OMGRUPPERING AV BALANSEN .....                                                  | 75        |
| 5.4.1.    | Steg 1: Overføre eventuelt avsatt utbytte til egenkapital .....                 | 75        |
| 5.4.2.    | Steg 2: Skille mellom driftsposter og finansposter.....                         | 76        |
| 5.4.3.    | Steg 3: Omgjøre totalkapitalen til sysselsatt kapital .....                     | 77        |
| 5.4.4.    | Steg 4: Omgjøre sysselsatt kapital til netto driftskapital .....                | 78        |
| 5.5.      | OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE SALMAR ASA 2010-2016.....                | 79        |
| 5.6.      | ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING .....                                          | 80        |
| 5.6.1.    | Justering av Biologiske eiendeler .....                                         | 81        |
| 5.6.2.    | Justering av Forskning og utvikling.....                                        | 82        |
| 5.7.      | RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE.....                                          | 83        |
| <b>6.</b> | <b>ANALYSE AV RISIKO .....</b>                                                  | <b>85</b> |
| 6.1.      | ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO.....                                               | 85        |
| 6.1.1.    | Likviditetsanalyse.....                                                         | 85        |
| 6.1.2.    | Soliditetsanalyse.....                                                          | 90        |
| 6.2.      | SYNTETISK RATING .....                                                          | 93        |
| <b>7.</b> | <b>HISTORISK AVKASTNINGSKRAV .....</b>                                          | <b>96</b> |
| 7.1.      | KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET.....                                          | 96        |
| 7.1.1.    | Risikofri rente.....                                                            | 97        |
| 7.1.2.    | Markedets risikopremie.....                                                     | 99        |

|           |                                                                                  |            |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 7.1.3.    | <i>Egenkapitalbeta</i> .....                                                     | 101        |
| 7.1.4.    | <i>Illikviditetspremie</i> .....                                                 | 103        |
| 7.2.      | FINANSIELLE KRAV .....                                                           | 104        |
| 7.2.1.    | <i>Finansielt gjeldskrav</i> .....                                               | 104        |
| 7.2.2.    | <i>Finansielt eiendelskrav</i> .....                                             | 106        |
| 7.2.3.    | <i>Netto finansielt gjeldskrav</i> .....                                         | 107        |
| 7.2.4.    | <i>Finansiell gjeldsbeta, -eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta</i> ..... | 107        |
| 7.3.      | NETTO DRIFTSKAPITALBETA OG EGENKAPITALBETA .....                                 | 109        |
| 7.4.      | EGENKAPITAL- OG MINORITETSKRAV .....                                             | 110        |
| 7.5.      | NETTO DRIFTSKRAV OG SYSSELSATT KAPITALKRAV.....                                  | 111        |
| 7.6.      | OPPSUMMERING AVKASTNINGSKRAV .....                                               | 112        |
| <b>8.</b> | <b>LØNNSOMHETSANALYSE .....</b>                                                  | <b>113</b> |
| 8.1.      | EGENKAPITALRENTABILITET .....                                                    | 114        |
| 8.1.1.    | <i>Superrentabilitet</i> .....                                                   | 114        |
| 8.1.2.    | <i>Ekstern bransjefordel</i> .....                                               | 115        |
| 8.1.3.    | <i>Intern resursfordel</i> .....                                                 | 116        |
| 8.1.4.    | <i>Oppsummering strategisk fordel</i> .....                                      | 116        |
| 8.2.      | RAMMEVERK FOR STRATEGISK DRIFTS- OG FINANSIERINGSANALYSE.....                    | 117        |
| 8.3.      | DRIFTSFORDEL .....                                                               | 117        |
| 8.3.1.    | <i>Bransjefordel drift</i> .....                                                 | 118        |
| 8.3.2.    | <i>Ressursfordel drift</i> .....                                                 | 119        |
| 8.3.3.    | <i>Marginfordel og omløpsfordel</i> .....                                        | 120        |
| 8.3.4.    | <i>Marginfordel</i> .....                                                        | 120        |
| 8.3.5.    | <i>Common size-analyse</i> .....                                                 | 121        |
| 8.3.6.    | <i>Omløpsfordel</i> .....                                                        | 122        |
| 8.3.7.    | <i>Oppsummert strategisk driftsfordel</i> .....                                  | 124        |
| 8.3.8.    | <i>Gearingfordel drift</i> .....                                                 | 124        |
| 8.4.      | OPPSUMMERING DRIFTSFORDEL.....                                                   | 125        |
| 8.5.      | FINANSIERINGSFORDEL .....                                                        | 126        |
| 8.5.1.    | <i>Finansieringsfordel finansiell gjeld</i> .....                                | 126        |
| 8.5.2.    | <i>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i> .....                           | 126        |

|            |                                                          |            |
|------------|----------------------------------------------------------|------------|
| 8.5.3.     | <i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i> .....  | 127        |
| 8.5.4.     | <i>Finansieringsfordel minoritetsinteresser</i> .....    | 128        |
| 8.5.5.     | <i>Oppsummering finansieringsfordel</i> .....            | 128        |
| 8.6.       | OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL .....                     | 129        |
| <b>9.</b>  | <b>FREMTIDSREGNSKAP</b> .....                            | <b>131</b> |
| 9.1.       | RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP .....                     | 131        |
| 9.2.       | VEKSTANALYSE .....                                       | 132        |
| 9.2.1.     | <i>Historisk driftsinntektsvekst</i> .....               | 132        |
| 9.3.       | VALG FOR VIDERE UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAPET ..... | 133        |
| 9.3.1.     | <i>Budsjetthorisont</i> .....                            | 133        |
| 9.3.2.     | <i>Detaljnivå</i> .....                                  | 134        |
| 9.3.3.     | <i>Framskrivningsteknikk</i> .....                       | 135        |
| 9.4.       | BUDSJETTDRIVERE .....                                    | 136        |
| 9.4.1.     | <i>Driftsinntektsvekst</i> .....                         | 136        |
| 9.4.2.     | <i>Netto driftseiendeler</i> .....                       | 140        |
| 9.4.3.     | <i>Netto driftsresultat</i> .....                        | 141        |
| 9.4.4.     | <i>Netto finansiell gjeld</i> .....                      | 142        |
| 9.4.5.     | <i>Netto finansresultat</i> .....                        | 144        |
| 9.4.6.     | <i>Minoritetsinteresser</i> .....                        | 146        |
| 9.4.7.     | <i>Netto minoritetsresultat</i> .....                    | 147        |
| 9.5.       | PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAPET .....                 | 147        |
| 9.5.1.     | <i>Framtidig resultatregnskap</i> .....                  | 148        |
| 9.5.2.     | <i>Framtidig balanse</i> .....                           | 148        |
| 9.5.3.     | <i>Framtidig fri kontantstrøm</i> .....                  | 148        |
| <b>10.</b> | <b>FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL</b> .....           | <b>150</b> |
| 10.1.      | KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET .....                  | 150        |
| 10.1.1.    | <i>Risikofri rente</i> .....                             | 150        |
| 10.1.2.    | <i>Markedsrisikopremie</i> .....                         | 151        |
| 10.1.3.    | <i>Egenkapitalbeta</i> .....                             | 152        |
| 10.1.4.    | <i>Illikviditetspremie</i> .....                         | 152        |
| 10.1.5.    | <i>Krav til egenkapital og minoritet</i> .....           | 152        |

|            |                                                                                            |            |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 10.2.      | FINANSIELLE KRAV .....                                                                     | 153        |
| 10.2.1.    | <i>Syntetisk rating</i> .....                                                              | 153        |
| 10.2.2.    | <i>Finansielt gjeldskrav</i> .....                                                         | 153        |
| 10.2.3.    | <i>Finansielt eiendelskrav</i> .....                                                       | 154        |
| 10.2.4.    | <i>Netto finansielt gjeldskrav</i> .....                                                   | 154        |
| 10.2.5.    | <i>Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta</i> ..... | 154        |
| 10.3.      | SELSKAPSKRAV .....                                                                         | 155        |
| 10.4.      | STRATEGISK FORDEL .....                                                                    | 156        |
| <b>11.</b> | <b>FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....</b>                                                      | <b>158</b> |
| 11.1.      | EGENKAPITALMETODEN .....                                                                   | 158        |
| 11.1.1.    | <i>Utbyttmodellen og fri kontantstrømmodellen</i> .....                                    | 158        |
| 11.1.2.    | <i>Superprofittmodellen</i> .....                                                          | 159        |
| 11.1.3.    | <i>Superprofittvekstmodellen</i> .....                                                     | 159        |
| 11.2.      | SELSKAPSKAPITALMETODEN .....                                                               | 159        |
| 11.2.1.    | <i>Sysselsatt kapitalmetoden</i> .....                                                     | 160        |
| 11.2.2.    | <i>Netto driftskapitalmetoden</i> .....                                                    | 160        |
| 11.3.      | FØRSTE VERDIESTIMAT.....                                                                   | 160        |
| 11.3.1.    | <i>Oppsummering første verdiestimat</i> .....                                              | 162        |
| 11.4.      | KONVERGERINGSPROSESS .....                                                                 | 163        |
| 11.5.      | SENSITIVITETSANALYSE .....                                                                 | 164        |
| 11.5.1.    | <i>Konkurssannsynlighet</i> .....                                                          | 164        |
| 11.5.2.    | <i>Simuleringsverktøy</i> .....                                                            | 165        |
| 11.5.3.    | <i>Faktorer</i> .....                                                                      | 165        |
| 11.5.4.    | <i>Simuleringsanalyse</i> .....                                                            | 167        |
| 11.5.5.    | <i>Oppsummering simuleringsanalyse</i> .....                                               | 171        |
| 11.5.6.    | <i>Tornadoanalyse</i> .....                                                                | 171        |
| 11.6.      | OPPSUMMERING - VERDIESTIMAT OG USIKKERHET.....                                             | 172        |
| <b>12.</b> | <b>SUPPLERENDE VERDIVURDERING .....</b>                                                    | <b>174</b> |
| 12.1.      | KOMPARATIV VERDIVURDERING .....                                                            | 174        |
| 12.1.1.    | <i>Pris/Bok</i> .....                                                                      | 175        |
| 12.1.2.    | <i>Pris/Fortjeneste</i> .....                                                              | 176        |

|            |                                                                   |            |
|------------|-------------------------------------------------------------------|------------|
| 12.1.3.    | <i>EV/EBITDA</i> .....                                            | 177        |
| 12.1.4.    | <i>EV/EBIT</i> .....                                              | 178        |
| 12.1.5.    | <i>EV/Kg GW</i> .....                                             | 179        |
| 12.2.      | IMPLISITT MULTIPLIKATOR .....                                     | 179        |
| 12.3.      | OPPSUMMERING MULTIPLIKATORER .....                                | 180        |
| <b>13.</b> | <b>KONKLUSJON, VEKTING AV VERDIESTIMATER OG HANDLINGSSTRATEGI</b> |            |
|            | <b>182</b>                                                        |            |
| 13.1.      | OPPSUMMERING .....                                                | 182        |
| 13.2.      | VEKTING AV VERDIESTIMATER .....                                   | 183        |
| 13.3.      | HANDLINGSSTRATEGI .....                                           | 184        |
| <b>14.</b> | <b>REFERANSELISTE</b> .....                                       | <b>185</b> |
| <b>15.</b> | <b>FIGURLISTE</b> .....                                           | <b>192</b> |
| <b>16.</b> | <b>TABELLISTE</b> .....                                           | <b>194</b> |

# 1. Innledning

Innledningen vil ta for seg målsetningen med verdivurderingen, begrunnelsen for valg av selskap og nødvendige avgrensinger. Videre vil strukturen i oppgaven bli presentert.

## 1.1. Målsetning, problemstilling og valg av selskap

Målsetningen med masteroppgaven er å verdsette egenkapitalen til SalMar ASA per 31.12.2016. Verdiestimatet vil følgelig bli sammenlignet med markedsverdien til selskapet per 31.12.2016 for å danne grunnlaget for en anbefalt handlingsstrategi basert på om selskapet er over- eller underpriset. Oppgaven bygger på litteratur og teori. I gjennomføringen av denne masterutredningen vil det være essensielt at vi benytter et selvstendig og kritisk tankesett slik at vi kan få fram vår tilegnede kunnskap og at vi kan formidle dette på en god måte.

Valget av bransje falt på oppdrettsnæringen. Etter å ha vurdert de ulike selskapene i bransjen falt valget på SalMar ASA. Dette er begrunnet med vår interesse for oppdrettsnæringen og den sterke posisjonen bransjen har i Norge. I januar var vi på omvisning på et oppdrettsanlegg for å få en førstehånds opplevelse av hva det var vi skulle skrive om de neste fem månedene. Oppdrettsnæringen står sentralt i medias søkelys og er en næring det er sannsynlig vi møter på arbeidslivet som revisorer. Vi så på masterutredningen som en mulighet til å virkelig sette oss inn i hvordan bransjen har, og vil utvikle seg. De store utfordringene næringen står overfor gjorde oppgaven utfordrende, men desto mer interessant. SalMar viste seg etter våre undersøkelser som et framtidsrettet og innovativt selskap med spennende framtidsutsikter.

## 1.2. Avgrensinger

Informasjonen oppgaven bygger på er avgrenset til offentlig tilgjengelig informasjon ettersom den er investororientert. Årsrapporten for 2016 ble ikke tilgjengelig før 26.04.2017. Dermed baseres oppgavens regnskapstall fra 2016 på kvartalsrapporter Q1-Q4 2016, samt offentlig tilgjengelig informasjon fram til 31.03.2017. Årsrapportene benyttet i oppgaven har tilhørende umodifisert revisjonsberetning. Marine Harvest sin bransjehåndbok har vi ikke ytterligere kontrollert riktigheten av, og må derfor ta forbehold om feil i disse. Regnskapstallene som er benyttet presenteres i 1000 NOK hvis ikke annet er spesifisert.

### 1.3. Struktur

Oppgaven er delt inn i tre deler. Den første delen består av kapitlene 2 til 4. Kapittel 2 benytter fakta om SalMar, oppdrettsnæringen og relevante forhold på makronivå. Teori om verdsettelsesteknikker og valg av verdsettelsesteknikk blir presentert i kapittel 3. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk analyse av eksterne- og interne forhold. Den strategiske analysen bygger på innhentede data i kapitlene 2 og 3. Kapittel 4 er en subjektiv analyse, mens kapittel 2 og 3 er faktabaserte.

Del to består av kapitlene 5 til og med 8. I kapittel 5 gjennomføres regnskapsanalyse. Gjennom de påfølgende kapitlene blir henholdsvis risiko, historisk avkastningskrav og lønnsomhet analysert.

Den tredje delen består av kapitlene 9 til 12. Kapittel 9 tar for seg fremtidsregnskap og budsjettering av fremtidsbalansen. I kapittel 10 blir framtidskravene beregnet før en i kapittel 11 gjennomfører den fundamentale verdsettelsen. Den komparative verdsettelsen utføres i kapittel 12. Til slutt oppsummeres oppgaven i kapittel 13 hvor også handlingsstrategien presenteres.

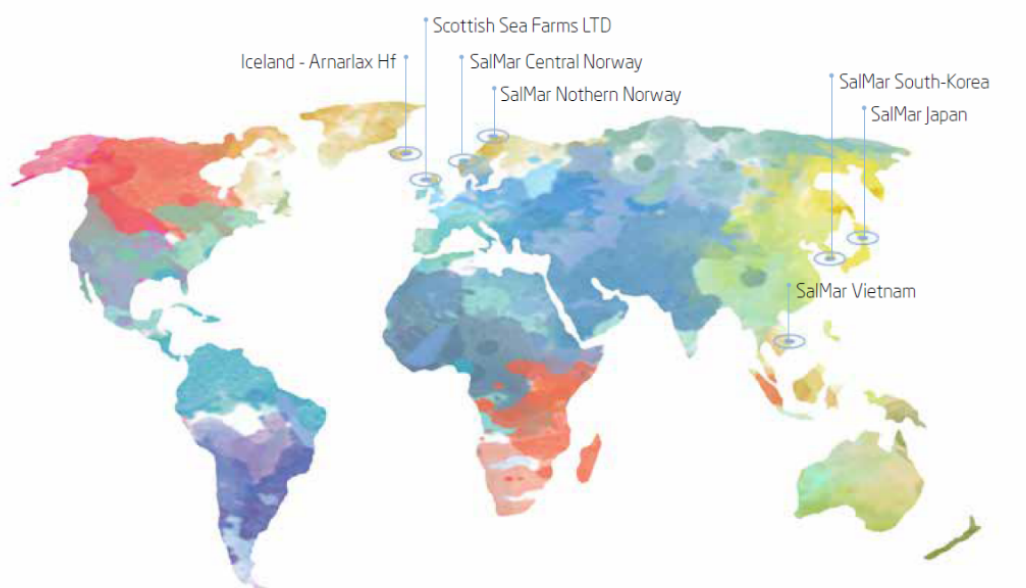
## 2. Introduksjon av SalMar og bransjen

For å utarbeide og forstå den strategiske analysen i de kommende kapitlene er det viktig å forstå selskapet og selskapets omgivelser. I det følgende vil SalMar ASA og oppdrettsbransjen hvor selskapet opererer bli presentert. Til slutt vil de største selskapene innad i bransjen bli gjort rede for, samt utvelgelsen av komparative selskaper til bruk i videre analyse. Foruten spesifikke referanser forstås «laks» som atlantisk laks.

### 2.1. SalMar ASA

SalMar ASA, heretter omtalt SalMar, er et norsk børsnotert oppdrettsselskap. Selskapet ble grunnlagt av Gunnar Witzøe i 1991 på Frøya i Midt-Norge etter et oppkjøp av én konsesjon for oppdrett av laks eid av et konkursrammet selskap, samt et slaktings- og bearbeidingsanlegg for hvitfiskproduksjon. På tidspunktet var den norske oppdrettsnæringen inne i en turbulent periode som førte til at Fiskeoppdretternes Salgslag AL gikk konkurs. Den urolige perioden i oppdrettsnæringen, samt bankkrisen i samme periode førte til en konkursbølge. For å motvirke næringens fall ble oppdrettsloven endret. Eierbegrensninger ble lempet og næringen gikk gjennom en betydelig strukturendring. Dette førte til en industriell utvikling som la grunnlaget for den betydelige veksten SalMar kom til å oppleve de påfølgende årene (Norges Fiskeri- og kysthistorie, 2017, SalMar, 2016).

SalMar er i dag innehaver av 100 konsesjoner for marin produksjon av atlantisk laks i Norge. Hele 68 av disse er lokalisert i Midt-Norge hvor hovedvirksomhetsområdet ligger. De resterende 32 konsesjoner er eid gjennom det heleide datterselskapet SalMar Nord AS som holder til i Nord-Norge. Hovedkontoret ligger på Frøya i Sør-Trøndelag. Selskapet etablerte seg i 2001 internasjonalt gjennom et 50/50 Joint Venture-samarbeid med Lerøy Seafood Group om 100 % eierskap i Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100 % av Scottish Sea Farms Ltd. Selskapet er Storbritannias nest største produsent av laks. SalMar har også salgs- og distribusjonskontorer i Japan og Sør-Korea. Figur 1 illustrerer regionene SalMar opererer i (SalMar, 2016).



Figur 1: Kart over SalMars aktiviteter (SalMar, 2017)

Etter oppkjøpet av Follasmolt AS i 1995 begynte SalMar produksjon av smolt og har siden utviklet seg til å bli et fullvertikalt integrert oppdrettskonsern med aktivitet i hele verdikjeden. Figur 2 illustrerer aktiviteter integrert i SalMars verdikjede. Selskapet har fire virksomhetsområder; yngel og smolt, oppdrett, slakt og foredling, salg og distribusjon. Oppdrett er delt inn i tre segmenter, hvor hvert enkelt segment rapporteres og styres separat. Segmentene er Midt-Norge, Nord-Norge og Rauma. Segmentet industri og marked forvalter konsernets salgsaktiviteter og industrielle landbaserte aktiviteter. InnovaMar er selskapets hovedenhet for slaktning og bearbeiding av laks og ble ferdigstilt i 2010 (SalMar, 2016). Merk at fôrproduksjon og eierskap av brønnbåter er ekskludert i figur 2. Fôrproduksjon vil bli redegjort for i kapittel 2.2.6. Brønnbåter vil i liten grad ha innvirkning på verdsettelsen. Bakkafrøst er det eneste oppdrettsselskapet som eier og drifter egne brønnbåter (Petersen, 2016). I kapittel 2.3 setter vi sammen komparative selskap, Bakkafrøst inngår ikke blant disse, det er således ikke ytterligere problematisert i verdsettelsen.



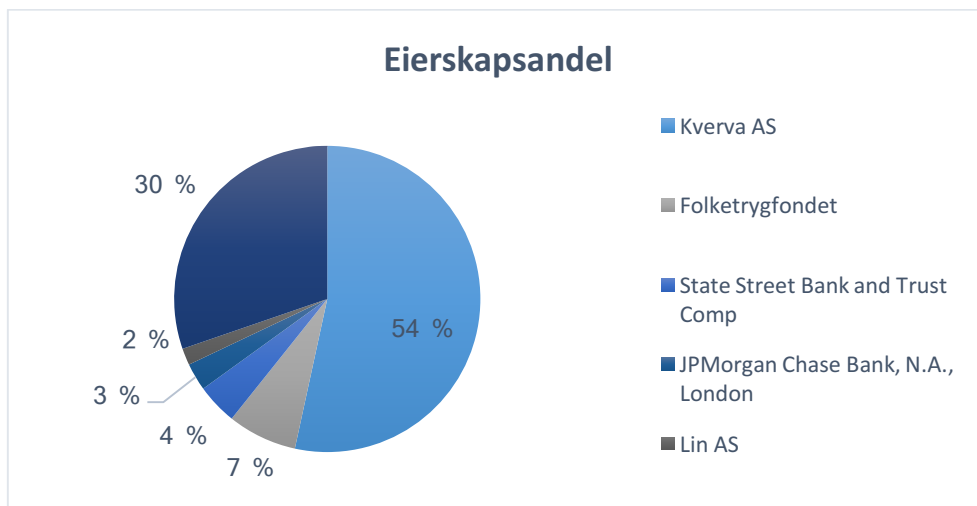
Figur 2: Verdikjede (Laget av forfattere)

Gjennom en rekke vertikale og horisontale oppkjøp, samt anskaffelse av nye konsesjoner har SalMar i 2016 vokst til over 1300 ansatte med tilhørende omsetning på marginalt over 9

milliarder NOK. Dette gjør SalMar til Norges tredje største oppdretter av laks. Samme år hadde selskapet slaktet volum, heretter omtalt som gutted weight (GW), på 115 600 tonn sløyd vekt eksklusiv det deleide datterselskapet Norskott Havbruk som er lokalisert i Skottland (SalMar, 2016).

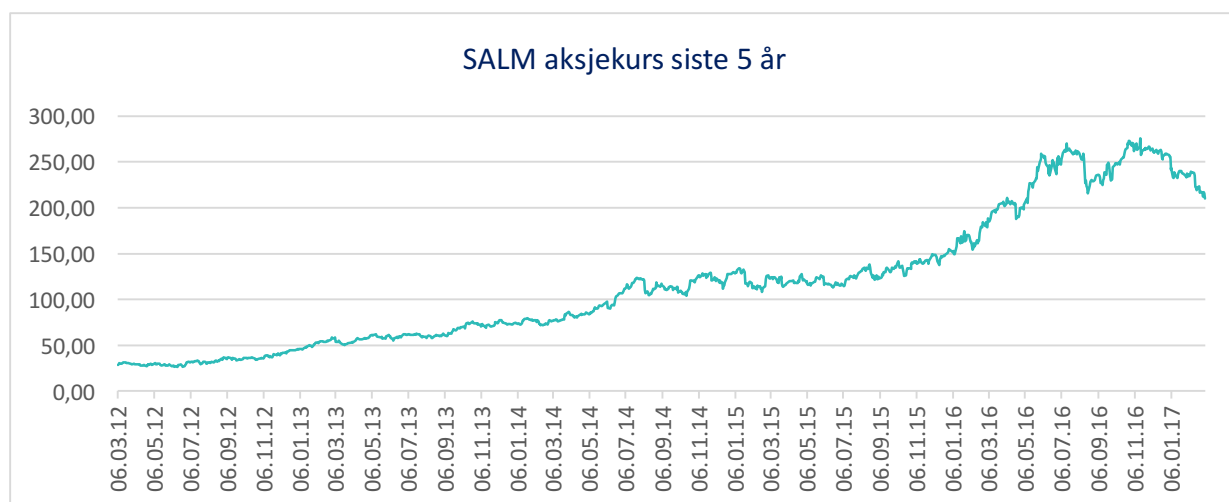
#### 2.1.1. Eierstruktur

Fra oppstart i 1991 og frem til 2006 var SalMar heleid av investeringsselskapet Kverva AS, hvor Gunnar Witzøe har ca. 90 % eierskap. Witzøe sitter også i konsernledelsen. I 2006 solgte Kverva 42,5 % av aksjene i SalMar til et fåtall av investorer. Året etter ble SalMar notert på Oslo Børs under tickeren SALM. Kverva er fortsatt klart største eier med eierandel på 54 %. Kverva har dermed flertall på generalforsamlingen, og har dermed stor innflytelse i forvaltning av selskapet. Nest største eier er folketrygdfondet som eier 7 %. Resterende eierposisjoner er spredt utover andre aksjonærer som eier mindre poster. SalMars eierstruktur er illustrert i figur 3 (SalMar, 2016).



Figur 3: Eierskapsandel SalMar (Laget av forfattere)

Etter børsnoteringen i 2007 har aksjekursen hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på omtrent 35 %. Børsverdien til selskapet er per 31.12.2016 NOK 29,243 milliarder. SalMar betalte ikke ut utbytte i 2012 og 2013, men i 2014 og 2015 utgjorde utbytte omtrent 8,5 % av aksjeprisen. Utbytte for 2016 var på NOK 1 125,9 millioner, eller nærmere 10 kroner per aksje. Figur 4 illustrerer aksjekursutviklingen for SALM på Oslo Børs de siste fem årene.



Figur 4: Aksjekurs SALM siste 5 år (Oslo Børs, 2017)

### 2.1.2. Strategi og innovasjon

InnovaMar er hovedanlegget for slakting og er lokalisert ved hovedkontoret på Frøya i Midt-Norge. Det høyteknologiske anlegget dekker et areal på 17 500 kvadratmeter og har en kapasitet på rundt 150 000 tonn laks per år. Slakteriet ble tatt i bruk i 2010 og utgjorde en investering på 550 millioner kroner. Det skal sikre effektivitet i slakt- og foredlingsprosessen av oppdrettslaks. Ventemerder og andre typer lagring gir fleksibilitet knyttet til produksjon og salg. Selskapet hevder at skånsomhet og økt grad av automatisering gir besparinger og kvalitetsgevinster. I tillegg til sporbarheten i resten av verdikjeden vil selskapet kunne spore produktet fra rogninnlegg til salg. Anlegget er et viktig ledd for å ivareta selskapets bærekraftige profil (SalMar, 2016)

SalMar har et mål om å være verdens mest kostnadseffektive produsent av laks. Til tross for at selskapet ønsker å sende mest mulig av slakteklar laks til InnovaMar, er minimal avstand fra merdene til slakteriet viktig for fiskevelferden. Dermed blir slakting i Nord-Norge utført av eksterne slakteri og aktiviteten sør i Midt-Norge utført av datterselskapet Vikenco (SalMar, 2016).

SalMar satser tungt på innovasjon. De forsøker å tenke nytt i en stadig voksende næring hvor store og etablerte aktører styrer markedet. Asche og Tveretaas, professorer ved Universitetet i Stavanger, trekker i sin forskningsrapport fra 2011 fram SalMars koblinger mot kunnskapsmiljø. De beskriver SalMar som veiviser for resten av næringen når det gjelder å utvikle og distribuere kunnskap gjennom organisasjonen. De hevder selskapet trolig er ledende når det gjelder systematisk forbedringsarbeid og innovasjon. Siv Jensen applauderte i 2015 SalMars evne til å anvende norsk offshoreteknologi i fiskeoppdrett. Jensen gikk i samme

anledning langt i å peke ut oppdrettsnæringen som en av Norges fremste næringer (Finansdepartementet, 2015).

I februar 2017 tildelte Fiskeridirektoratet de åtte første utviklingstillatelsene til Ocean Farming AS, et datterselskap til SalMar. Tillatelsene gir mulighet til å realisere en havmerd. Havbasert oppdrett er av næringen sett på som en potensiell redning på de ulike utfordringene de står overfor. Disse skiller seg fra dagens merder som er lokalisert i fjorder, som innebærer vesentlig mer skjerming for naturkrefter (Haugstad, 2016). Målet er å sette ut fisk i havmerden sommeren 2017 (SalMar, 2016).

## 2.2. Presentasjon av bransjen

### 2.2.1. *Bransjens begynnelse*

Prosessen med oppdrett av laks startet i midten av 1900-tallet. I 1950-, og særlig i 1960-årene foregikk det en omfattende prosess med prøving og feiling som åpnet for den enorme ekspansjonen næringen skulle få oppleve på 1970-tallet. Det ble i løpet av disse tiårene klart at Norge hadde enestående naturgitte produksjonsfaktorer; næringsrik kyst, frisk, rent og salt havvann, isfritt og stabilt temperert som følge av Golfstrømmen (Hovland, 2014).

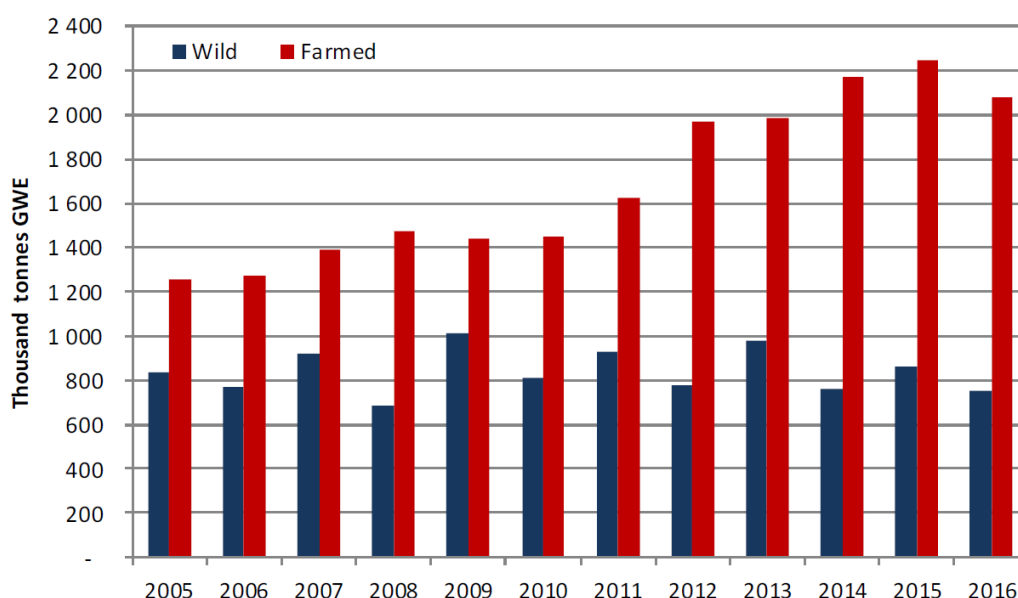
Likevel regnes starten på det norske oppdrettseventyret med brødrene Sivert og Ove Grøntvedts flytemerd. Brødrene startet opp i 1969 med oppdrett av regnbueørret i landanlegg, men flyttet anlegget til havs allerede året etter. De var de første pionérene som tok i bruk en åttekantet offshore flytemerd. Fordelene var mange. Oktagonmerder passet bra til laksens svømmeadferd. Tidligere benyttede firkantede anlegg førte til at laksen til tider oppholdt seg i ro – passiv - i hjørnene, et problem disse nye tilnærmede runde merdene eliminerte. Diameteren var opptil 10 meter, en fordobling fra de fleste landbaserte anlegg. Notposen var også betydelig dypere, noe som la til rette for maksimal gjennomstrømming av vann (Hovland, 2014).

Grøntvedt-brødrene startet oppdrett av laks sommeren 1970. De første slakteklare laksene var ferdig året etter. I 1972 utvidet de produksjonen og satte ut 20 000 smolt. Halvannet år senere hadde enkelte vokst fra 30 gram til 12 kilo slakteklar laks. Resultatet var oppsiktsvekkende, og reaksjonene lot ikke vente på seg. Informasjonen om resultatene spredde seg langs hele norskekysten, og noe senere, resten av verden. De bidro selv til å spre erfaringene sine videre. Dette førte til at den nye merdteknologien ble adoptert av oppdrettere over store deler av verden (Hovland, 2014)

### 2.2.2. Oppdrettsnæringens utvikling

Det globale markedet for laks har historisk sett vært dominert av fanget villaks. Men oppdrettsnæringens enorme vekst førte til at oppdrettslaksen ble den primære kilden til laks allerede i 1999. Ifølge Marine Harvest sin bransjehåndbok (2017) var den årlige veksten mellom 2004-2014 på 6 %, med en forventet årlig vekst på 3 % frem til 2020.

Oppdrettsnæringen har opplevd en eventyrlig vekst de siste 50 årene. Ved inngangen til 1970-årene slaktet den samlede norske oppdrettsnæringen under 300 tonn, primært bestående av regnbueørret, som da var oppdrettere sitt førstevalg. Ti år senere, i 1980, var den aggregerte globale produksjonen rett over 5000 tonn. Siden den gang har mengden oppdrettslaks vokst eksponentielt. Av figur 5 ser vi at den totale produksjonen av oppdrettslaks har siden 2014 holdt seg over 2 millioner tonn (Marine Harvest, 2017b).



Figur 5: Global produksjon (Marine Harvest, 2017b)

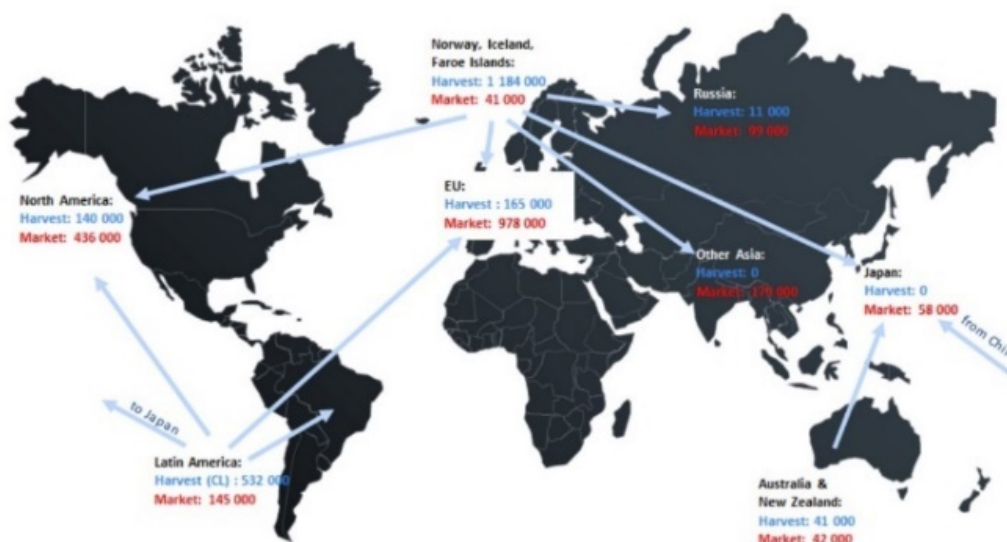
Som følge av biologiske begrensninger, havtemperatur og andre naturlige begrensninger er oppdrettslaks kun produsert i Norge, Chile, Storbritannia, Færøyene, Irland, Nord Amerika og New Zealand. De dominerende landene er i dag Norge, Chile, Storbritannia og Canada.

I dag er Norge den klart største produsenten av atlantisk laks, med en produksjon på 57 % av det globale tilbudet av oppdrettslaks. Norge har i dag en produksjon som er over dobbelt så stor som den nest største produsenten, Chile, som i dag produserer 27 % av det globale tilbudet. Produksjon i ulike regioner er illustrert i figur 6 (Marine Harvest, 2017b)

Oppdrettsnæringen har gått gjennom en rekke strukturelle endringer; fra å være en industri med lav konsentrasjon av aktører til å bli mer konsolidert i løpet av de to siste tiårene. Denne trenden er forventet å fortsette. I Norge og Chile har de fem største aktørene en respektiv produksjon på henholdsvis 56 % og 52 %. Dette er lavere enn i Storbritannia og Nord Amerika hvor de respektive andelenene til de fem største aktørene er på 92 % og 93 %. I 1997 sto 68 forskjellige produsenter for 80 % av produksjonen i Norge, i 2016 hadde antallet sunket til 23. Norge er likevel mer fragmentert enn Chile. Dette følger av myndighetenes ulike prioritering. Norske myndigheter prioriterer desentralisert struktur og lokalt eierskap. Chilenske myndigheter prioriterer rask vekst, og har derfor iverksatt færre reguleringer (Marine Harvest, 2017b).

### 2.2.3. Markedet

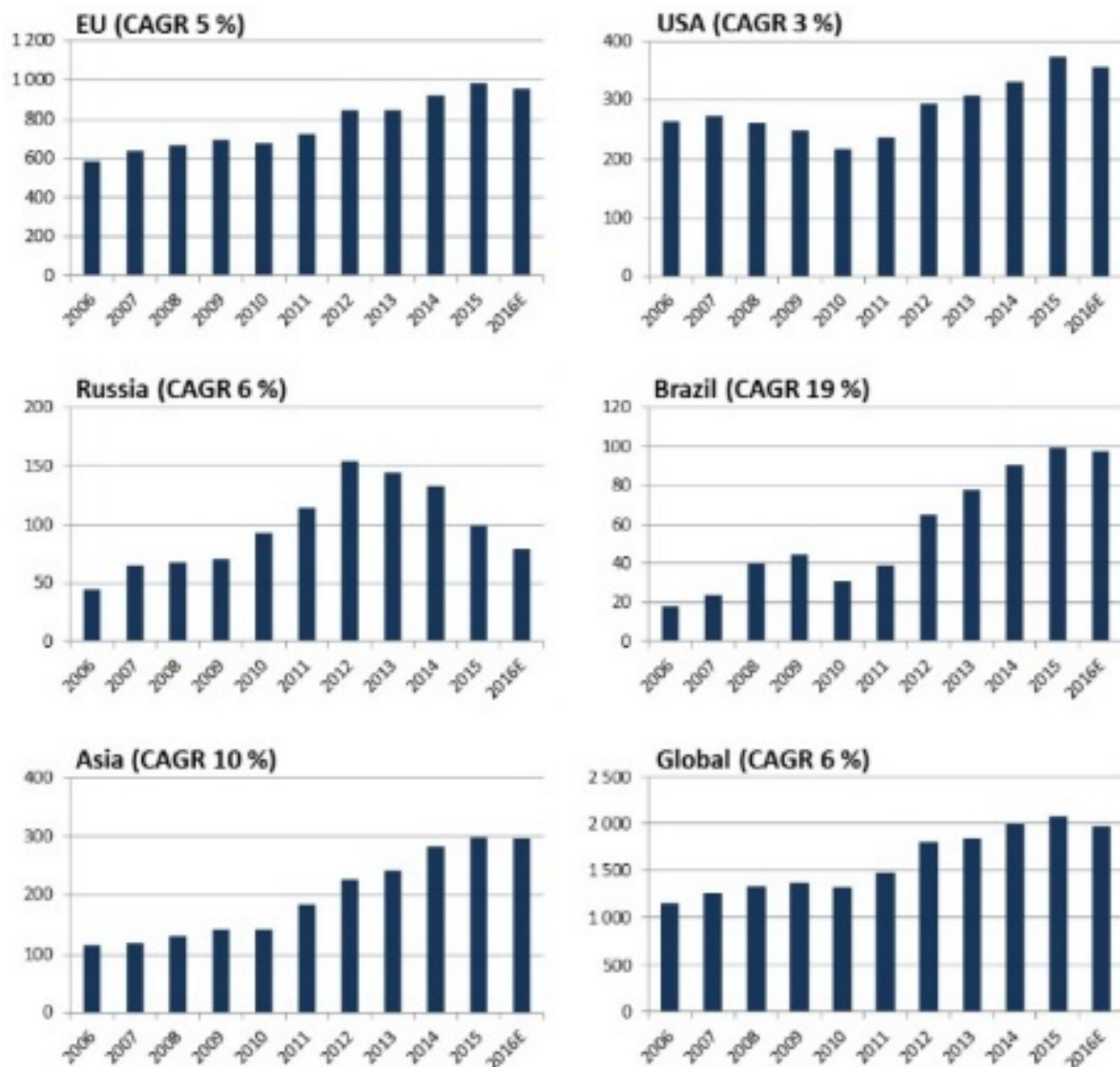
Ettersom oppdrettslaks primært markedsføres som ferskvare, har tid og transportkostnader historisk ført til at respektive oppdrettsnasjoner har eksportert til geografisk nære områder. Dette har medført at forskjellige oppdrettsnasjoner har forholdt seg til ulike markeder. Disse mindre markedene har i nyere tid blitt konsolidert til ett globalt marked. Dette har økt den internasjonale konkurransen i oppdrettsnæringen. Figur 6 illustrerer noen av de viktigste markedene. Det er interessant å merke seg nedgangen i konsumet i det russiske markedet, illustrert i figur 7, dette følger av russiske sanksjoner som spesielt påvirket norsk lakseeksport.



Figur 6: Geografisk produksjon og etterspørsel (Marine Harvest, 2017b)

Av figur 6 fremkommer det at EU har det klart største konsumet av oppdrettslaks, tett etterfulgt av Nord Amerika. De voksende markedene er mindre i volum, men har til gjengjeld signifikant høyere vekstrate enn de tradisjonelle markedene man ser i figuren. Laksemarkedet har, de siste

10 årene, opplevd en gjennomsnittlig årlig vekst på 6,2 %, og 8,6 % de siste 20 årene (Marine Harvest, 2016b). Figur 7 viser konsumvekst over tid i sentrale regioner, under betegnelsen CAGR (consumer average growth rate).



Figur 7: Konsumvekst i ulike regioner (Marine Harvest, 2016b)

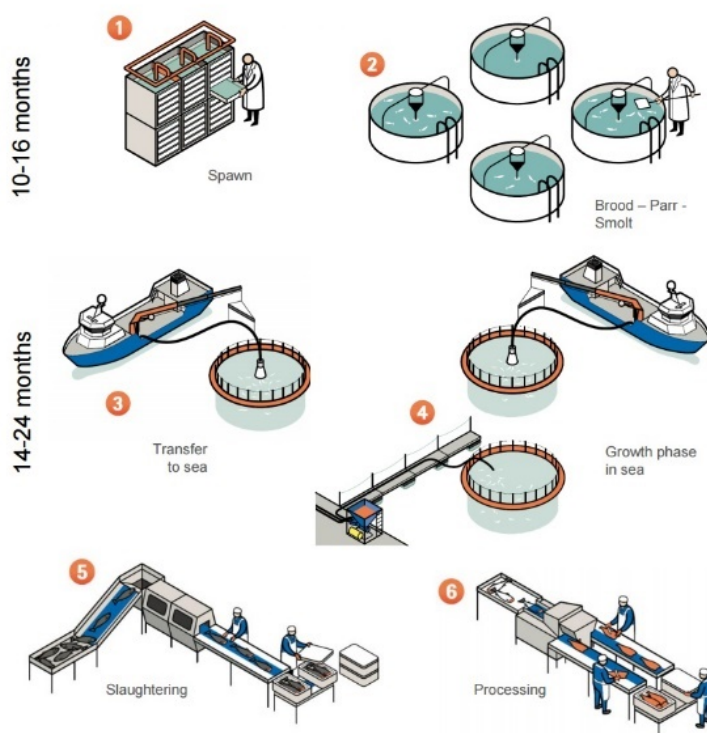
#### 2.2.4. Produksjonssyklus

Oppdrettsindustrien er en kapitalintensiv næring. Dette følger av blant annet lang produksjonssyklus, høye førkostnader og statlige regulerings tiltak.

Lang produksjonstid gjør det vanskeligere å tilpasse produksjonen etter markedspris. Produksjonssyklusen i Norge er normalt 24-36 måneder (Marine Harvest, 2016b). I startfasen blir eggene befruktet og vokser i løpet av 10-16 måneder til 60-100 gram i kontrollert ferskvann. Deretter fraktes fisken over i merder i havet hvor fisken i løpet av 14-24 måneder vokser til

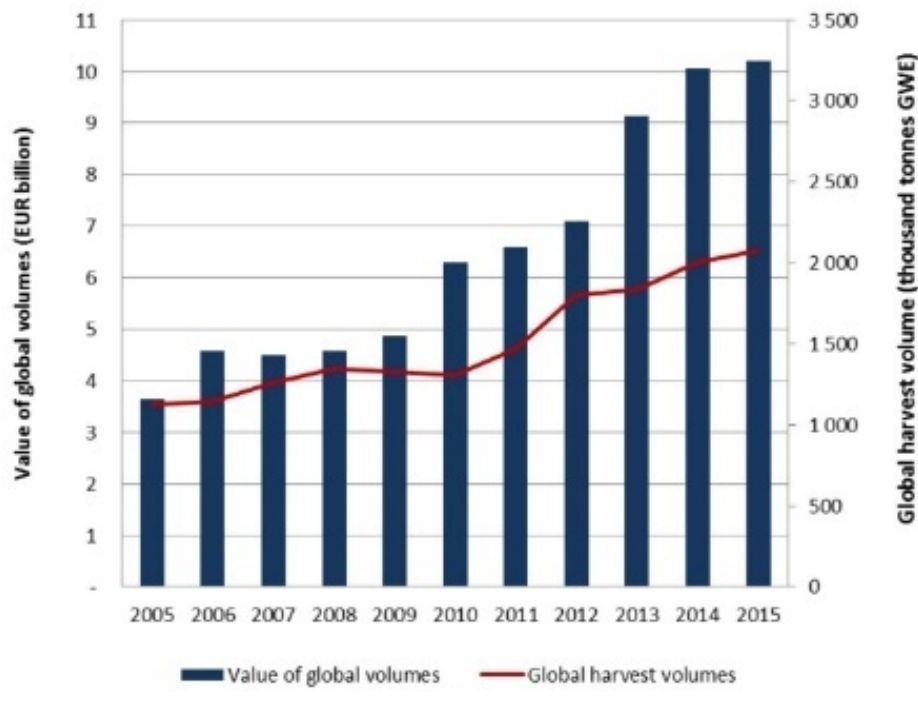
omtrent 4-5 kilo. Fiskens vekst er svært avhengig av havtemperaturen. Når fisken har vokst til slakteklar vekt blir den transportert med brønnbåter til fasiliteter hvor den først blir slaktet og deretter sendt videre til foredling, butikker eller eksportert ut av landet (Laksefakta, 2016).

En annen utfordring oppdrettsnæringen står overfor er at laksen oppnår foretrukken slaktestørrelse når den nærmer seg kjønnsmoden. Den norske laksen blir vanligvis kjønnsmoden i august-september. Dette begrenser tidsintervallet oppdretterne har til å gjennomføre slaktingen. Dersom fisken når kjønnsmoden alder før slakt medfører det en signifikant nedgang i kvalitet og vekst (Oglend og Sikveland, 2008). Derimot er laksens vekst sterkt avhengig av vanntemperaturen som gjør det mulig for oppdretterne å fremskynde eller forsinke smoltifiseringen for å tilpasse en ønsket produksjonssyklus (Marine Harvest, 2016b)



Figur 8: Produksjonssyklus (Marine Harvest, 2016b)

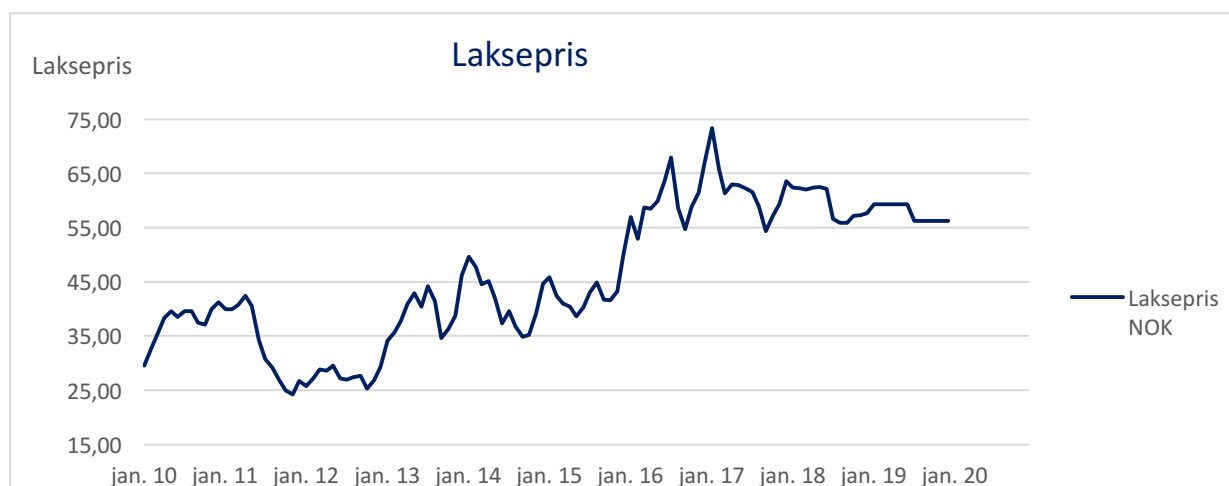
### 2.2.5. Verdi og kursutvikling



Figur 9: Global verdi av volum og globalt slaktet volum (Marine Harvest, 2016b)

Oppdrettsbransjen er preget av høy volatilitet. Prisen for et kilo norsk laks har de siste 10 årene variert mellom 2,91 og 7,40 EUR. Av figur 10 ser vi at lakseprisen har fulgt en stigende trend i perioden, men at den også i perioder er svært volatil (Index Mundi, 2017). Lakseprisen er svært følsom for endringer på tilbudssiden. Veksten i tilbud har likevel vært beskjeden sammenlignet med verdistigningen i samme periode. Figur 9 illustrerer sammenhengen mellom vekst på tilbudssiden med produksjonsverdi. Den illustrerer utviklingen i etterspørsel etter oppdrettslaks. Mellom 2005 og 2015 steg verdien på solgt oppdrettslaks med tilnærmet 300 % mens salgsvolumet i samme periode steg 84 % (Marine Harvest, 2017b). Prisveksten står for mesteparten av verdiøkningen.

Perioden mellom 1993 og 2004 var derimot karakterisert med høyere vekst på tilbudssiden enn etterspørselssiden, som resulterte i avtagende laksepriser. I delkapittel 4.6 redegjør vi for forholdet mellom endring i etterspørsel og effekten dette har på lakseprisen.



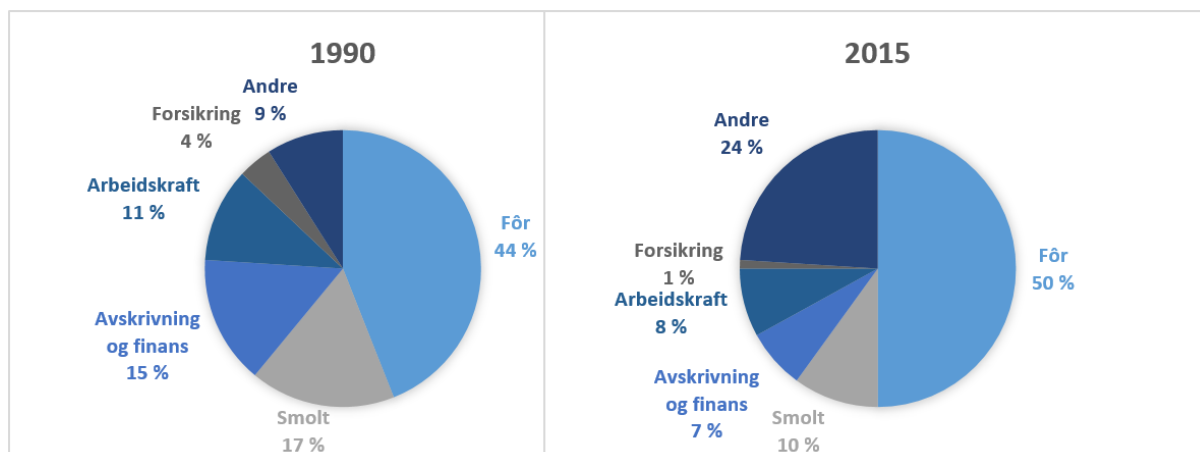
Figur 10: Lakseprisutvikling i perioden 2010-2020

Figur 10 illustrerer historisk utvikling i lakseprisen i tillegg til den forventede forward-kurven (Fishpool, 2017). Lakseprisen er volatil i perioden, men jevnt stigende fra slutten av 2012 fram til toppunktet i januar 2017. Forward-kurven viser hva kontrakter for laks handles for med levering i framtiden. Det er altså markedets forventning til hva lakseprisen vil være på leveringstidspunktet og er derfor en indikator på hva framtidig pris vil være. Siste data er januar 2020 hvor prisen forventes å være NOK 56,25.

#### 2.2.6. Kostnadsstruktur

Av produksjonskostnadene til slaktet fisk utgjør fôr rett under 50 %. Ceteris paribus vil en økning av denne kostnaden betydelig redusere driftens lønnsomhet. Historisk har produksjonskostnadene blitt redusert i sammenheng med økt produktivitet i næringen. De senere årene har fôrkostnadene steget, blant annet som følge av økte råvarepriser. Kostnadene til produksjon av fôr er i hovedsak råmaterialet og produksjonskostnader. Produsentene av tørrfôr har historisk sett operert med kost-pluss kontrakter, som innebærer at oppdretterne direkte påføres prisendringer på råmaterialet (Marine Harvest, 2016b).

Ifølge Nordea analytiker Kolbjørn Giskeodegard forventes det reduserte fôrkostnader fremover (Seaman, 2016). Figur 11 viser hvordan kostnadsbildet har endret seg fra 1990 til 2015. Det har vært store endringer i alle kategoriene, med unntak av arbeidskraft, som bare er redusert med tre prosentpoeng. Den største endringen er likevel i kategorien «andre», økningen i denne er i stor grad forårsaket av utbrudd av sykdommene som vil bli redegjort for i kapittel 4.1.5 (Iversen, 2016).

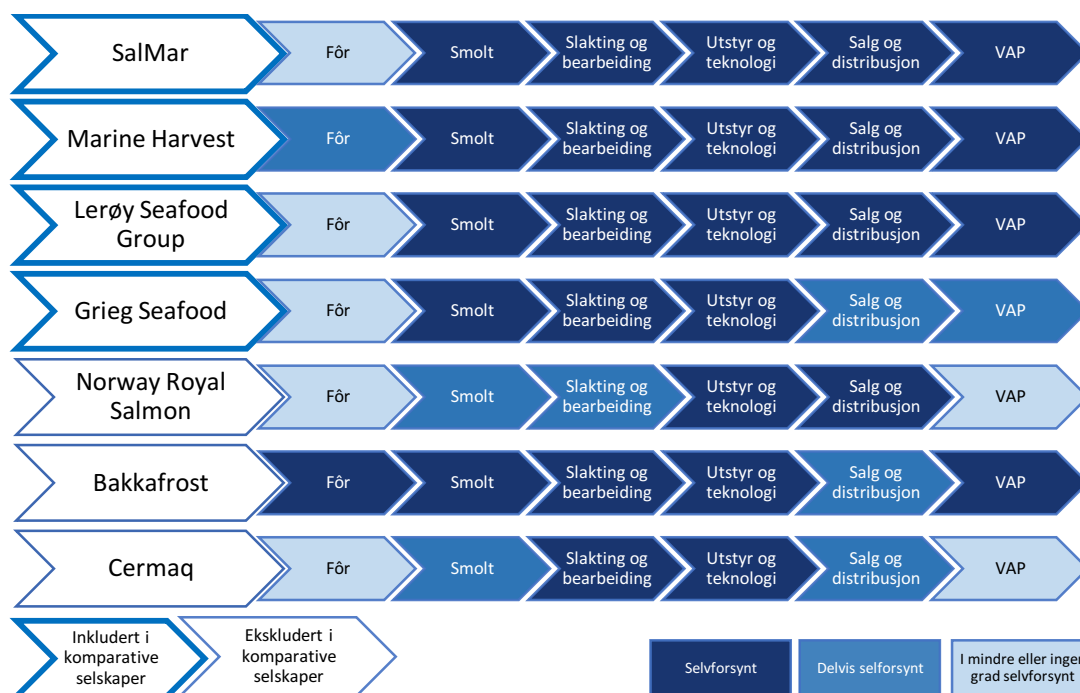


Figur 11: Kostnadsfordeling i 1990 og 2015 (Marine Harvest, 2016)

### 2.3. Komparative selskap

I denne delen vil vi introdusere og definere de tre komparative selskapene oppgaven videre vil benytte som referansegruppe. Denne tilnærmingen benyttes for å analysere SalMars historiske prestasjoner relativt til sammenlignbare selskaper for å sette selskapet inn i en større sammenheng. De komparative selskapene vil bli benyttet som referanseverdier i den kommende strategiske og finansielle analysen.

Det er avgjørende at selskapene som inngår i konkurrentavgrensningen er sammenlignbare. Et viktig moment for at selskapene skal kunne anses som komparative er at de følger samme regnskapsstandard. Spesielle poster må behandles uniformt på tvers av selskap eller gjøres spesielt rede for. Et annet krav er at selskapene må ha lignende risikoprofil, aktører innad i samme industri kan ha avvikende risikoprofil dersom de opererer i forskjellige markeder. I virkeligheten er det få faktisk sammenlignbare selskaper. Dette må tas hensyn til og gjøres rede for. Det er derfor avgjørende at selskapene har forholdsvis likt avkastningskrav, og lignende vertikal integrering. Verdikjeden i bransjen er forholdsvis lik. For å avgjøre hvilke komparative selskaper som vil bli benyttet i videre analyse er de største aktørenes verdikjeder analysert med hensyn på hvorvidt de er selvforsynt, delvis- eller ikke selvforsynt av elementene. Figur 12 illustrerer denne noe forenklete verdikjeden og hvilke momenter de ulike selskapene besitter.



Figur 12: SalMars komparative selskaper og deres verdikjeder

Med utgangspunkt i figur 12 ser vi at SalMars verdikjede er mest lik Marine Harvests, etterfulgt av Bakkafrøst, Lerøy og Grieg. Bakkafrøst er et islandsk selskap og tas derfor ikke med i utvalget av de komparative selskapene som skal utgjøre bransjen i videre analyser. Det samme gjelder Norway Royal Salmon og Cermaq ettersom disse har verdikjeder som anses som mindre lik SalMars. For å ha et best mulig sammenligningsgrunnlag begrenses derfor utvalget av komparative selskaper til Marine Harvest, Lerøy og Grieg. Likevel er det viktig å poengtere at det er klare forskjeller mellom de komparative selskapene. I delkapittel 2.3.4. vil vi gjøre nærmere rede for hvordan SalMar skiller seg ut fra de utvalgte komparative selskapene.

Referansegruppen består av Marine Harvest Group ASA (Marine Harvest), Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy) og Grieg Seafood ASA (Grieg). Disse tre komparative selskapene er notert på Oslo Børs som innebærer at de følger International Financial Reporting Standard (Myrbakken og Haakanes, 2014, Oslo Børs, 2010). Felles regnskapsstandard er som tidligere nevnt nødvendig for å kunne sammenligne selskapene ettersom det sikrer en viss uniform utarbeiding av regnskap. Likevel er det forskjeller som må gjøres rede for. I kapittel 5.3 justeres derfor regnskapene for SalMar så vel som for de komparative selskapene.

Referansegruppen utgjør noen av SalMars største konkurrenter som gjør dem egnet som sammenligningsgrunnlag. Det er viktig å presisere at SalMar er unntatt bransjesnittet. Dette til tross for at rammeverket som benyttes i verdsettelsen argumenterer for at verddivurderingsobjektet skal være en del av bransjesnittet (Knivsflå, 2017c). Begrunnelsen for

at oppgaven utelukker SalMar er at en ikke ønsker å sammenligne selskapet med et utvalg som delvis består av verdivurderingsobjektet. For selskaper som utgjør en liten del av bransjen det opererer i er dette mindre prekært. SalMar utgjør 16,26 % av bransjesnittet målt i produksjonsvolum. Dette medfører at forskjellene mellom SalMar og bransjen vil bli jevnet ut dersom det tas med i referansegruppen. I det følgende er en kort oppsummering av hvert enkelt komparative selskap utledet. Informasjonen er hentet fra de respektive selskaperes årsrapporter (2010-2015) og kvartalsrapporter for 2016.

#### *2.3.1. Marine Harvest Group ASA*

Marine Harvest er en av de største sjømatprodusentene i verden, og verdens største produsent av atlantisk laks. Selskapet ble notert på Oslo børs (OSEBX) i 1997 og er også notert på New York Stock Exchange (NYSE), som det første fiskeoppdrettsselskapet. Marine Harvest har den høyeste markedsverdien på OSLSFX, med en markedsverdi på NOK 65 milliarder. I 2016 hadde Marine Harvest en markedsandel i produksjonsvolum i det norske markedet på 22,89 %. I 2016 produserte selskapet 380 000 tonn atlantisk laks og sysselsatte mer enn 12 700 personer i 24 land. Selskapet har hovedkvarter i Bergen.

#### *2.3.2. Lerøy Seafood Group ASA*

Lerøy er en av Norges ledende eksportører av sjømat, og verdens nest største produsent av laks. Selskapet har med NOK 28 milliarder den nest høyeste markedsverdien på OSLSFX. I 2016 hadde Lerøy en markedsandel i Norge på 12,5 % av oppdrettslaks, og 8,2 % på det globale markedet. Selskapet er fullt integrert, som innebærer at de har hele kjeden fra produksjon til slaktet laks. Lerøy ble notert på Oslo børs i 2002, og har i dag mer enn 3500 ansatte. I 2016 hadde Lerøy en produksjon på 150 000 GWE.

#### *2.3.3. Grieg Seafood ASA*

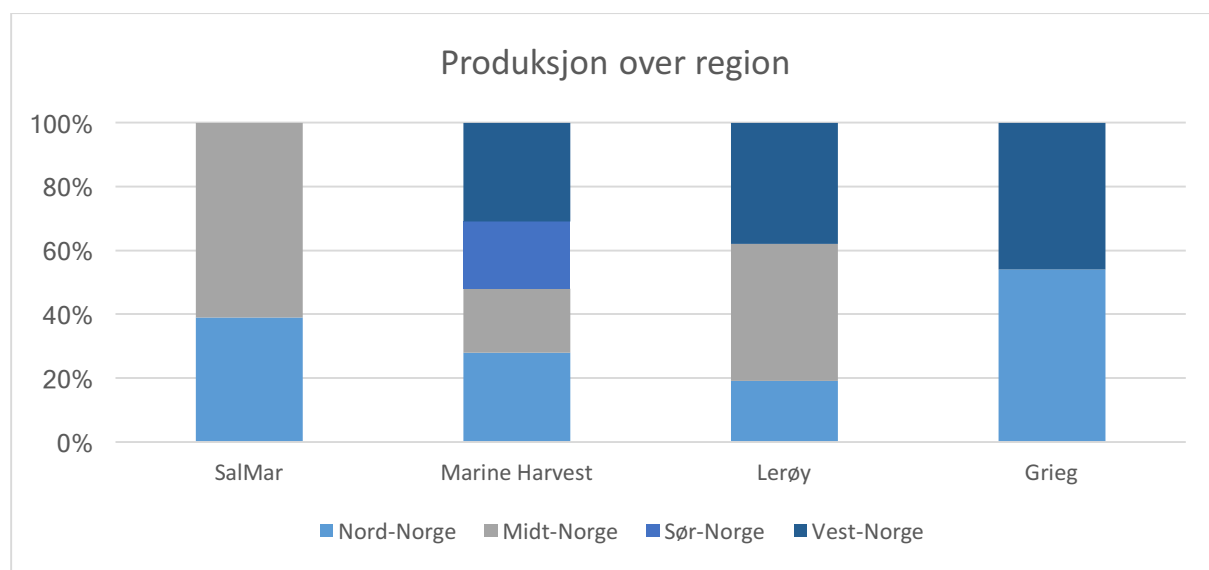
Grieg er en av verdens ledende fiskeoppdrettere med spesialisering på atlantisk laks. Selskapet har den syvende høyeste markedsverdien på OSLSFX med en markedsverdi på NOK 9,15 milliarder. I 2016 hadde selskapet en markedsandel på 2,85 % på det norske markedet, og 3,38 % på det globale. De har hovedkvarter i Bergen og har over 600 ansatte. Total GWE var i 2016 på 65 000.

#### *2.3.4. Hvordan SalMar skiller seg ut*

Vi avslutter delen om komparative selskaper med å peke ut noen betydelige ulikheter mellom de komparative selskapene. I realiteten er det sjeldent virkelig komparative selskap. Å være

kjent med ulikhetene mellom SalMar og sammenligningsgrunnlaget vil kunne tydeliggjøre eventuelle svakheter i en sammenligning.

Figur 13 illustrerer produksjonsandeler fordelt over de fire regionene; Nord-Norge, Midt-Norge, Sør-Norge og Vest-Norge. Det er store variasjoner mellom SalMar og de komparative selskapene. Under kapittel 4.1.5 skal vi se at temperaturforskjeller påvirker laksens vekstrate, likevel vil dette trolig være mest betydningsfylt når det gjelder spredning av lakselus. I Kapittel 4.3.3 vil vi se at utbredelsen av lakselus er regionsbetinget.



Figur 13: Produksjon dekomponert i regioner

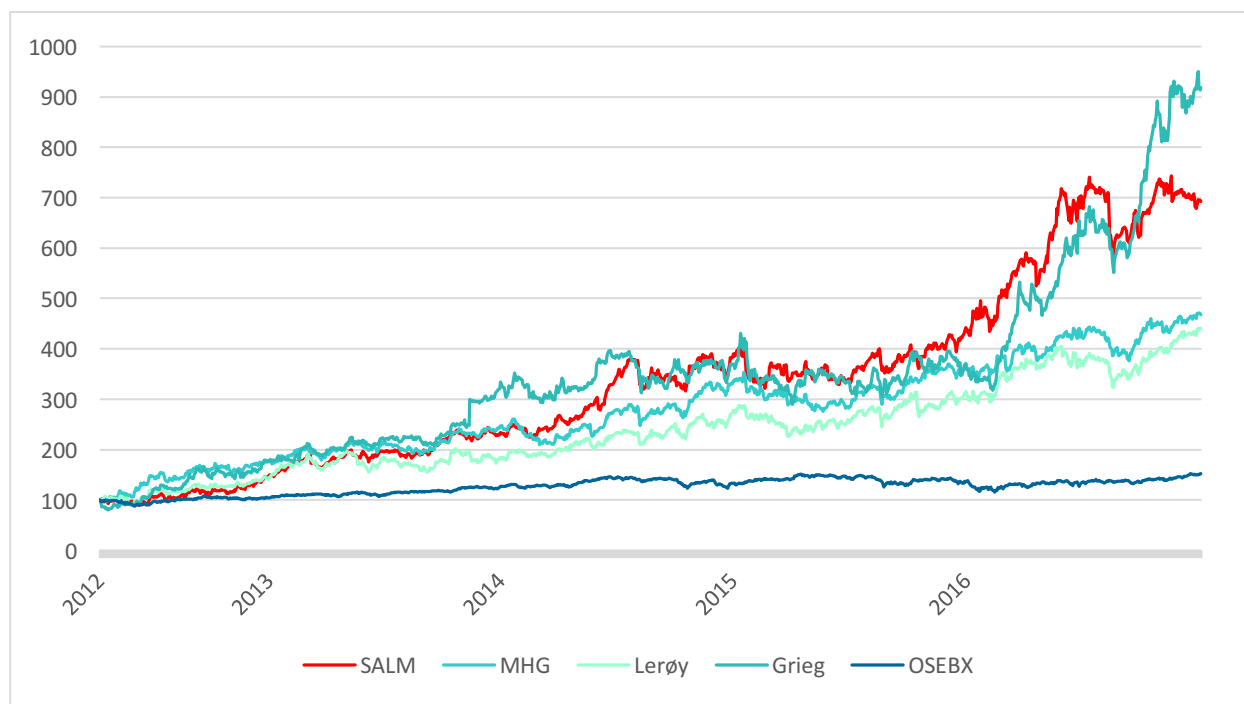
Tabell 1 gir en oversikt over utvalgte data for de komparative selskapene. Dataene belyser at det er svært utfordrende å finne sammenlignbare selskaper. Volum, markedsverdi og antall ansatte varierer i stor grad mellom selskapene. Dette medfører en usikkerhet til hvor sammenlignbare de komparative selskapene er. Til tross for dette anses selskapene for å ha en tilstrekkelig grad av likhet slik at analysene har et sammenligningsgrunnlag.

|                                                    | SalMar     | MHG        | Grieg     | Lerøy      |
|----------------------------------------------------|------------|------------|-----------|------------|
| Kg GW i tusener                                    | 115 600    | 380 621    | 64 726    | 150 182    |
| Andel av produksjonsvolum av komparative selskaper | 16,26 %    | 53,52 %    | 9,10 %    | 21,12 %    |
| Aksjepris 31.12.2016                               | 258,10     | 152,80     | 81,70     | 481,10     |
| Markedsverdi i tusener                             | 29 242 730 | 69 065 600 | 9 150 400 | 28 866 000 |
| Antall ansatte                                     | 1 357      | 12 717     | 664       | 3 500      |

Tabell 1: Komparative selskaper, utvalgte data

### Historiske aksjekurser

For å sikre at kravene til sammenligning av konkurrenter er tilstrekkelig velger vi å inkludere en kort analyse av historisk aksjeprising i industrien for å se hvordan selskapene har prestert overfor hverandre. Og for å forsikre seg om at de på lik linje er eksponert overfor eksterne hendelser.



Figur 14: Aksjekurser for komparative selskaper mot OSEBX fra 2012 (Oslo Børs, 2017)

For å illustrere utviklingen i aksjekursen til SalMar og de komparative selskapene opp mot Oslo Børs har vi tatt utgangspunkt i verdien per 01.01.2012 og sett på utviklingen fram til 31.12.2016. De børsnoterte oppdrettsselskapene i utvalget har vokst betydelig mye mer enn OSEBX i samme tidsperiode. Av figur 14 leser vi at selskapene i stor grad følger de samme trendene, spesielt ser den høye lakseprisen det siste året ut til å påvirke selskapenes markedsverdi. Effekten lakseprisen har er analysert i kapittel 4.6 Siden starten av 2016 har det vært en enorm vekst i markedsverdien til selskapene. Grieg har steget mest gjennom perioden med over 800 %. SalMar er nummer to med i underkant av 600 % i samme periode. Til sammenligning er dette betydelig sammenlignet med OSEBX som har steget 52 % siden 2012.

### 3. Verdssettelsesteknikker

I dette kapitlet vil vi presentere de ulike teknikkene som benyttes til å verdsette et selskap. Denne delen vil redegjøre for teorien som ligger til grunn i oppgaven. Vi vil også presentere fordeler og ulemper med metodene samt vår begrunnelse for valg av teknikk med tilhørende rammeverk.

#### 3.1. Verdssettelsesmetoder

Det finnes flere ulike verdssettelsesteknikker. Disse deles inn i tre hovedkategorier; komparativ-, fundamental- og opsjonsbasert verdssettelse. For å kunne gjennomføre en komparativ- og opsjonsbasert verdssettelse forutsettes det forståelse for diskonteringen av kontantstrømmer i den fundamentale verdssettelsen (Damodaran, 2012). Dette indikerer at teknikkene ikke er alternative verdssettelsesmetoder, de har sine styrker og svakheter. Derfor bør de vurderes som supplement som sammen er egnet til verdiestimering. Valg av teknikk avhenger av bransjen, fase i livssyklus og selskapets utsikt til fortsatt drift eller avvikling (Kaldestad og Møller, 2011).

##### 3.1.1. *Komparativ verdivurdering*

Komparativ verdivurdering er en markedsbasert tilnærming og en verdivurderingsmetode hvor en baserer estimatet på hva lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet, justert for forskjeller mellom objektet og sammenlignbare objekter. Metoden gir et estimat på hva objektet kan selges for i markedet i dag. Fordelen med metoden er at den er svært enkel, gitt at en kan finne sammenlignbare selskaper. Dette kan i praksis være vanskelig, spesielt når selskapene begynner å bli store og komplekse. En skiller mellom to ulike komparative verdssettelsesmetoder; multiplikatormodellen og substansverdimodellen. (Kaldestad og Møller, 2011)

##### Multiplikatormodellen

Markedsbasert verdssettelse baserer seg ofte på multiplervurderinger. Det finnes en rekke ulike varianter som benyttes ulikt avhengig av hvilken bransje selskapet operer i. Noen sentrale multipler er P/E (markedsverdi av egenkapital relativt til resultat etter skatt), P/B (markedsverdi av egenkapital relativt til bokført egenkapital), EV/Salg ((markedsverdi av egenkapital + netto rentebærende gjeld)/Salg) og EV/EBIT (EV/driftsresultat). Den multiplere en får ut multipliseres følgelig med nevneren i brøken. Ved bruk av EV-multipler må en trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne verdien på egenkapitalen. Videre er multipler nyttig som

sammenligningsgrunnlag for den kontantstrømbaserte verdivurderingen. Avvik mellom metodene kan gjøre investor oppmerksom på årsaker til hvorfor selskapet prises annerledes enn andre i bransjen.

### Substansverdimodellen

Balansebasert tilnærming, eller en substansverdimodell, baserer seg på hva selskapets eiendeler kan selges for i dag. Markedsverdien på eiendelene, fratrukket gjeld og latent skatt, utgjør verdien på egenkapitalen til selskapet. Dette forutsetter at det eksisterer et aktivt marked for selskapets eiendeler eller at det er mulig å innhente uavhengig takstverdi. Latent skatt er aktuelt når en ser på verdsettelse av aksjer i forbindelse med kjøp, salg, fisjoner, likvidasjoner og verdsettelse av andeler i ANS, KS og DA. En slik skatt oppstår ved kjøp av aksjer fremfor eiendeler i et selskap og dermed går glipp av fremtidige skattebesparelser tilknyttet merverdien kjøp av eiendelene ville medbrakt. Nåverdien av denne skattebesparelsen er latent skatt. Substansverdimodellen er, gitt forutsetningene, enkel og lite tidkrevende. For selskaper hvor store deler av selskapsverdien ligger i kompetansen til de ansatte, immaterielle eiendeler eller andre ikke målbare områder vil selskapsverdien undervurderes ved bruk av metoden som følge av at eiendelene blir undervurdert.

$$\text{Selskapets verdi} = \text{markedsverdien til eiendeler} - \text{netto rentebærende gjeld} - \text{latent skatt}$$

#### 3.1.2. Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse kan defineres som verdien av et selskap eller en eiendel er lik nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmer. Metoden kan også omtales som en inntjeningsbasert tilnærming ettersom en ser på inntjeningen fra objektet. Sammenlignet med andre metoder vil metoden ofte være svært tidkrevende ettersom den krever at en må lage en prognose av fremtidige kontantstrømmer. Prognosen bygger gjerne på en strategisk analyse av interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer, samt historiske regnskapsdata som vil kunne påvirke forventede kontantstrømmer. Videre må en estimere avkastningskrav for å neddiskontere kontantstrømmen. Avkastningskravet justerer kontantstrømmen med hensyn på tidsverdi og risiko.

Tilnærmingen legger til grunn at aksjeprisen på selskapet ikke er den virkelige verdien til selskapet. Derimot ønsker en å måle markedsprisen opp mot verdien som fremkommer av metoden. Ved avvik vil det være nærliggende for en rasjonell investor å handle ut fra teorien om at aksjeprisen vil nærme seg analyseverdien på lengre sikt. Fordelen med tilnærmingen sammenlignet med andre metoder er at en går nøye gjennom selskapet eller eiendelen og

identifiserer, analyserer og prognostiserer de ulike faktorene som skaper vekst. Likevel er det viktig at en er kritisk til innhentet data ettersom regnskaper og informasjon ofte er hentet fra selskapet.

$$Verdi \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm_t}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Ettersom metoden er mer tidkrevende og resultatene svært sensitive for endringer i faktorer som for eksempel avkastningskrav og vekst er den i praksis mindre brukt. Likevel argumenterer Kaldestad og Møller (2015) for at den bør være hovedmetoden i enhver verdivurdering. Argumentasjonen bygger på at risikofrie statsobligasjoner, som ofte kan anses som alternativavkastning på en investering, prises ut fra nåverdien av fremtidig kontantstrømmer. Videre fokuserer markedet seg på kontantstrøm og ikke på regnskapsmessige størrelser, og at det er nærliggende for et normalt selskap at 75 % av verdiene ligger mer enn fem år fram i tid. Det publiseres sjelden prognoser på inntekter og resultat så langt fram i tid.

### 3.1.3. DCF (*Discounted Cash Flow*) Diskontert kontantstrømmetode

Diskontert kontantstrømmetode (DCF) er denne verdivurderingens hovedmodell og vil bli nærmere gjennomgått i dette delkapittelet. DCF tar utgangspunkt i EBITDA (resultat før skatt av- og nedskrivninger) som et estimat på kontantstrømmen fra drift. Virksomhetsverdien (EV) er lik nåverdien av de fremtidige frie kontantstrømmene. Dersom veksten er konstant kan vi forenkle ved å benytte Gordons vekstformel.

$$EV = \frac{FCF}{(WACC - g)}$$

*EV = Enterprise Value, FCF = Free Cash Flow, WACC = Weighted Average Cost of Capital, g = growth*

Gordons vekstformel benyttes gjerne til å estimere. Denne verdien skal ta hensyn til all verdiskapning etter den eksplisitte perioden en baserer verdivurderingen på (Kaldestad og Møller, 2015).

| Kontantstrøm for verdivurderingsformål |  |
|----------------------------------------|--|
| Inntekter                              |  |
| - Kostnader                            |  |
| <b>= EBITDA</b>                        |  |
| - Avskrivninger                        |  |
| +/- EBIT                               |  |
| - Skatt på EBIT                        |  |
| <b>= Driftsresultat etter skatt</b>    |  |
| + Avskrivninger                        |  |
| - Vedlikeholdskostnader                |  |
| - Kapasitetsinvesteringer              |  |
| +/- Endring i arbeidskapital           |  |
| <b>= Fri kontantstrøm (FCF)</b>        |  |

Tabell 2: Kontantstrømoppstilling for vurderingsformål, oppstilling (Kaldestad og Møller, 2015)

### 3.1.4. Dividendemodellen

Verdien en får ved bruk av dividendemodeller kan defineres som at verdien av egenkapitalen er verdien av fremtidige utbytter til aksjonærene. Intuitivt kan dette virke fornuftig ettersom en beregner verdien til selskapet ved å diskontere kontantstrømmene til framtidige utbytter med egenkapitalkostnaden. De framtidige dividende viser hvilken avkastning en investor får ved å eie aksjer i selskapet. Dette vil igjen være den mest direkte formen for å måle avkastning. Ulempen ved å benytte metoden er blant annet at avkastningskravet forutsetter en konstant gjeldsandel målt på markedsverdi. Inkonsistente forutsetninger kan føre til at en lett verdsetter objektet feil, særlig når metoden ofte krever svært lange prognoseperioder som på sin side øker muligheten for avvik i estimatene. Dersom en antar at veksten i dividende er konstant, kan en benytte Gordons vekstformel for å forenkle. Formelen er vist nedenfor (Kaldestad og Møller, 2015).

$$V_0^{EQ} = \frac{\bar{D}}{r_{eq} - g}$$

$V_0^{EQ}$  = Verdi egenkapital år null,  $\bar{D}$  = Dividende,  $r_{eq}$  = avkastningskravet til egenkapitalen,  $g$  = vekst

### 3.1.5. Residualinntekt/Superprofitt

Residualinntekt er en metode som gir verdien av et selskap som investert kapital +/- nåverdien av den mer-/mindreavkastningen denne kapitalen genererer. Superprofitt er mer-/mindreavkastning utover avkastningskravet. Metoden kan sies å knytte sammen finans, strategi og regnskapsanalyse ettersom den forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen (Kaldestad og Møller, 2015). Superprofitten/meravkastningen i en periode er resultatet fratrasket alternativkostnaden på den investerte kapitalen. Dette er vist nedenfor i to steg.

$$\text{Superprofitt} = \text{driftsresultat fratrullet skatt} \cdot \text{investert kapital}$$

Fordelen med modellen er at den forsøker å identifisere de virkelige verdidriverne i et selskap og illustrerer verdien med tre komponenter. Differanse mellom rentabilitet og kapitalkostnad, kapitalbase og vekst i kapitalbase og lengde på periode med superprofitt. Videre får modellen fram at vekst og vekst i egenkapital ikke er gratis. Finansierer et selskap vekst med ny egenkapital og samtidig foretar dårlig investeringer kan det likevel være slik at resultat etter skatt øker. Dette er en faktor som ikke fremkommer av det tradisjonelle resultatregnskapet. Modellen passer best for selskaper der eiendelene utgjør mesteparten av verdiene ettersom modellen baserer seg på investert kapital. Det betyr at den passer dårlig for selskaper der verdien består av store immaterielle eiendeler og høy rentabilitet, for eksempel i konsulent og revisjonsselskaper. I disse selskapene vil en få en overvurdert superprofitt. Videre vil en få utfordringer med analysen dersom bransjen selskapet opererer i kjennetegnes av få eiendeler og krever sykliske reinvesteringer (Kaldestad og Møller, 2015).

### 3.2. Opsjonsbasert tilnærming

Bakgrunnen for at en opsjonsbasert verdivurdering kan være nyttig er at en fundamentalanalyse kan undervurdere verdien til objektet. Fundamentalanalysen bygger som nevnt tidligere på nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Den opsjonsbaserte tilnærmingen vil i tillegg ta hensyn til fleksibiliteten til prosjektet. Dersom et prosjekt bygger på en volatil råvarepris og har tilsynelatende negativ nåverdi basert på dagens priser vil det etter en fundamentalanalyse ikke være lønnsomt å gjennomføre. På den annen side vil råvareprisen kunne øke og dermed gi prosjektet en positiv nåverdi. Opsjonsbasert tilnærming beregner derfor verdien som i formelen nedenfor (Kaldestad og Møller, 2015).

$$V_0 = V_{\text{as is}} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

$$V = \text{Verdi}$$

### 3.3. Valg av verdsettelsesmetode

Når en skal velge verdsettelsesmetode for verdivurderingsobjektet er det en rekke forhold som må vurderes og tas hensyn til. I dette kapittelet vil relevante forhold bli drøftet. Videre vil begrunnelsen for valg av verdsettelsesmetoder i denne oppgaven bli redegjort for.

Livssyklusmodellen til Damodaran kan benyttes for å velge riktig verdsettelsesmetode. Et selskap som befinner seg i tidlig i vekstfasen vil det være lite hensiktsmessig å benytte

fundamental verdsettelse ettersom metoden krever historisk regnskapsinformasjon. Videre vil en komparativ verdsettelse være utfordrende ettersom det er svært vanskelig å identifisere et komparativt selskap til et ungt selskap i en høy vekstfase. Det vil derfor være hensiktsmessig å identifisere potensialet til de framtidige kontantstrømmene for et slikt selskap. Selskaper som er i en senere vekstfase har mer historisk regnskapsinformasjon tilgjengelig, samt mer stabile vekstprognoser. I tillegg vil det gjerne eksistere sammenlignbare selskaper. Fundamental- og komparativ verdsettelse vil derfor være mer egnet for slike selskaper. Dersom et selskap er over i en nedgangsfase er substansverdimodellen som tar utgangspunkt på å måle verdien til eiendelene mer aktuell (Damodaran, 2012).

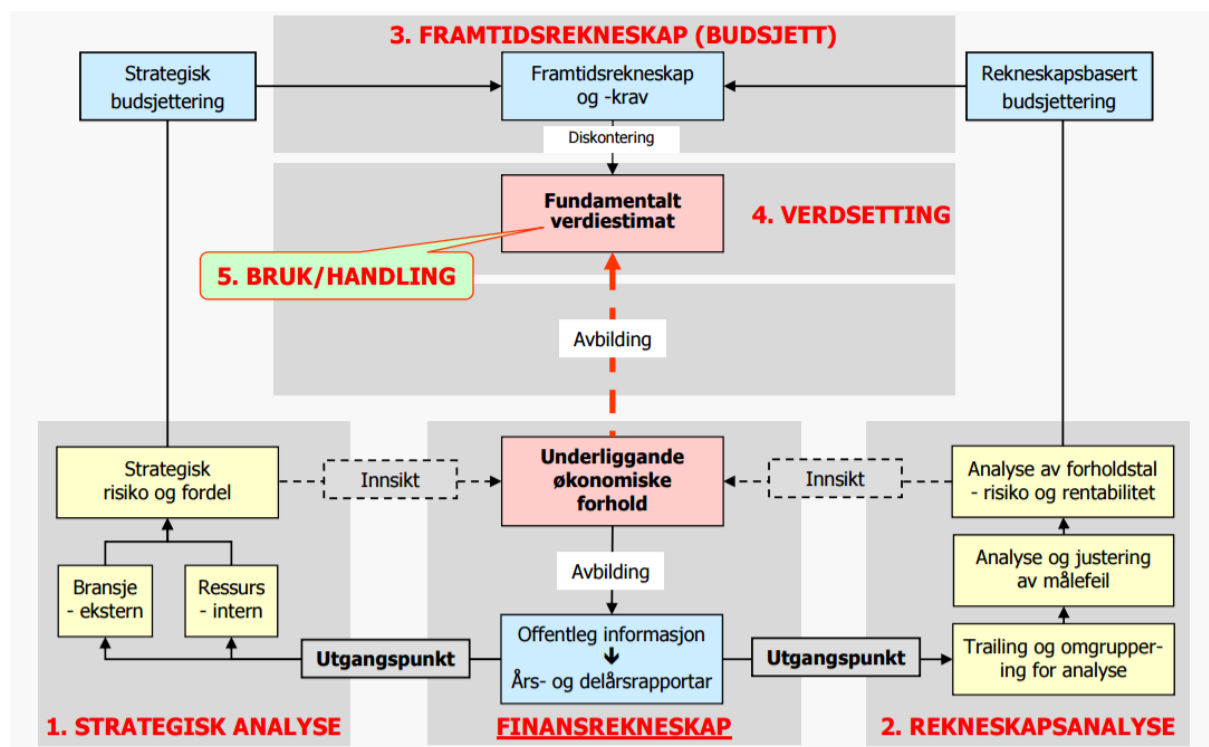
Oppdrettsnæringen var som nevnt i oppstartsfasen på 1970-tallet. Etter tiår med eksponentiell volumvekst har den nå stabilisert seg grunnet reguleringer og miljømessige utfordringer. Næringen står overfor en periode med stort potensiale for vekst dersom de løser vekstproblematikken og reguleringene mykes opp. Ettersom SalMar ble notert på Oslo Børs i 2007 er det tilstrekkelig historisk regnskapsinformasjon tilgjengelig til å utføre en fundamental verdsettelse. Ut fra en avtakende vekst i bransjen tilsier dette at oppdrettsnæringen er i en moden fase. På den annen side skyldes dette som nevnt i stor grad regulatoriske og miljømessige begrensninger. Dette kan tale for at næringen er i en høy vekstfase begrenset midlertidig av overnevnte vekstbegrensning (Damodaran, 2012). Fundamental verdsettelse vil i så tilfellet være en egnet verdsettelsesmetode for å verdsette selskapet. Metoden er mer omfattende og tidkrevende enn de resterende metodene som er nevnt i dette kapittelet. Til tross for dette er den likevel svært sensitiv overfor inputverdier. Det er viktig at en som analytiker tar hensyn til dette og bruker metoden med varsomhet.

Å benytte fundamental verdsettelse på et selskap i en syklisk bransje kan være utfordrende ettersom det skaper usikkerhet rundt prognostiseringen av de framtidige kontantstrømmene. Dermed kan en opsjonsbasert verdivurderingsmetode være aktuell. Denne metoden kan passe for sykliske bransjer. På den annen side er oppdrettsnæringen blitt mer moden og SalMars fremtidige kontantstrømmer er i stor grad påvirket av eksterne faktorer. I tillegg vil det være utfordrende å innhente nok informasjon til å gjennomføre en slik analyse. Opsjonsbasert verdivurdering anses derfor som mindre aktuell som verdsettelsesmetode.

En komparativ verdsettelse avhenger av at det eksisterer sammenlignbare selskaper. Oppdrettsnæringen består av få og store aktører med tilnærmet like produkter og prosesser. Dette medfører at selskapene kan med enkelte justeringer anses som komparative selskaper og multiplikatormodellen anses derfor som en relevant supplerende metode.

Oppgaven legger til grunn fundamental verdsettelse, supplert med multiplikatormodellen som metoder for verdsettelsen av SalMar.

### 3.4. Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 15: Rammeverk, Fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2017c)

Gjennomføringen av en fundamental verdsettelse kan følge rammeverket ovenfor. Fremgangsmetoden er delt inn i fem steg; Strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handlingsstrategi.

Steg 1: Strategisk analyse innebærer å identifisere de eventuelle strategiske fordelene eller ulempene selskapet innehar. En strategisk fordel innebærer å ha en rentabilitet som er større enn avkastningskravet. Analysen tar for seg både interne og eksterne, samt bransjemessige forhold ved selskapet. Målet er å oppnå en bred forståelse av næringen og selskapet gjennom en kvalitativ analyse.

Steg 2: Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse hvor en ønsker å identifisere de underliggende økonomiske fordelene til selskapet. En går her i dybden på historiske finansregnskap og balanseoppstillinger og omgrupperer, justerer for målefeil og foretar analyse av forholdstall.

Steg 3: Når en er ferdig med steg 1 og 2 er en klar til å sette sammen den tilegnende informasjonen og benytte denne for å si noe om den framtidige utviklingen. I steg 3 skal en utarbeide et fremtidsregnskap og estimere et avkastningskrav basert på foregående analyser. Fremtidsregnskapet omdannes så til en fremtidig kontantstrøm som videre gir en indikasjon på fremtidig lønnsomhet. Det fremtidige kravet er et krav på lønnsomhet og benyttes for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til verdsettelsestidspunktet.

Steg 4: I steg 4 gjennomføres selve den fundamentale verdsettelsen av selskapet basert på de tidligere stegene. Den fundamentale verdsettelsen gjennomføres enten ved å benytte egenkapital- eller selskapskapitalmetoden.

Steg 5: Verdiestimatet fra steg 4 sammenlignes deretter med den faktiske aksjeprisen til selskapet. Basert på avviket utformes en handlingsstrategi. Strategien er typisk kjøp, hold eller selg.

## 4. Strategisk analyse

Den strategiske analysen er en del av grunnlaget i fremtidsregnskapet. Funnene vil i stor grad kunne avgjøre hvordan vurderingen av oppdrettsbransjen og SalMar blir gjennomført. Oppgaven vil foreta en grundig gjennomgang av muligheter og potensielle trusler bransjen står overfor. I dette kapitlet vil både eksterne og interne faktorer som er relevante for framtidsutsiktene bli identifisert og redegjort for.

Formålet til den strategiske analysen er å identifisere strategiske faktorer SalMar kan benytte. For å identifisere potensialet til forbedring, vekstmuligheter og skaffe seg et forsprang til sine konkurrenter er det nødvendig å forstå dynamikken som påvirker virksomheten på mikro- og makronivå.

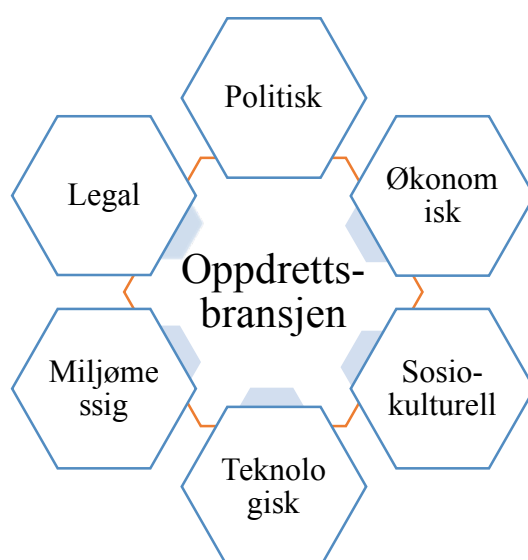
I det følgende delkapitlet vil vi gjennomføre en analyse av markedet og de betingelsene SalMar opererer under. Det er nødvendig å utarbeide en tilstrekkelig detaljert analyse for å korrekt presentere kvalifiserende og relevante variabler i verdsettelsesprosessen. SalMars interne ressurser vil bli analysert ved hjelp av SVIMA-rammeverket. Hensikten med analysene er å gi en realistisk prediksjon ved å se på historiske- samt forventede problemer på mikro- og makronivå.

Vi har valgt å benytte tre tradisjonelle rammeverk for å utarbeide den strategiske analysen. For å analysere makrovariabler som påvirker selskapet anvender vi PESTEL-rammeverket. Porters femkraftsmodell er benyttet for å analysere bransjeforhold. For å oppsummere SalMars posisjon i industrien og makroomgivelsene vil vi avslutte med en SWOT-analyse (Knivsflå, 2017b).

### 4.1. PESTEL-analyse

PESTEL rammeverket er et av mange rammeverk som strukturerer makroøkonomiske faktorer, eksternt fra bransjen, inn i nøkkelbegreper. Andre lignende rammeverk er PEST, STEEPLE og STEEPLED. Disse tar hensyn til forskjellige elementer i ulik rekkefølge. Vi mener PESTEL er best egnet til å organisere de mest relevante problemstillingene. PESTEL-rammeverket lister opp seks viktige komponenter som sammen har som mål å avdekke muligheter og trusler en bransje står overfor. PESTEL står for politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktor og er presentert i figur 16.

PESTEL-rammeverket har enkelte svakheter. Rammeverket er egnet til å strukturere makroøkonomiske forhold, men modellen krever jevnlig oppdatering for å forbli relevant. Å anvende modellen over tid innebærer derfor regelmessig datainnhenting og evaluering av funn, en arbeidskrevende prosess. En annen kritikk av rammeverket er at selve innhenting av data og evaluering av funn tar for lang tid, og innen evalueringen er ferdig risikerer man at resultatene er utdatert. Kritikerne hevder rammeverket er lite egnet til å bli anvendt over tid. Likevel anser vi PESTEL-rammeverket som relevant i vår analyse. Verdssettelse av et selskap er en øyeblikksanalyse, og vil derfor være skjermet fra flere av modellens svakheter. Ved en verdssettelse på et senere tidspunkt må datainnhenting og evaluering gjennomføres fra bunn. Vi anerkjenner rammeverkets svakheter men anser dem ikke som veldig utfordrende i vår analyse.



Figur 16: PESTEL-rammeverk

#### 4.1.1. Politisk

I introduksjonen gjorde vi rede for forutsetninger som må ligge til grunn for at en region skal drive med levedyktig oppdrett av laks. Forutsetningene legger en begrensning på hvilke land og regioner som har mulighet til å drive med lakseoppdrett. Dette har ført til at det i dag er et fåtall av regioner som står på tilbudssiden og eksporterer til det internasjonale markedet. Norge er ett av få land med klimatiske forhold som tillater produksjon av oppdrettslaks (Marine Harvest, 2016b). Gitt de naturgitte forutsetningene for drift, samt regulatoriske produksjonsbegrensningene, er norske oppdrettere i stor grad påvirket av det geopolitiske klimaet i Norge. Handelsavtaler eller begrensninger eller forbud og tollmurer har mye å si for

bransjen drift. De følgende avsnittene er ikke en utfyllende liste over oppdrettsnæringens markeder, men fremhever markeder hvor handel i stor grad har blitt problematisert.

### *Norge*

I Norge er oppdrettsnæringen detaljstyrt av myndighetenes konsesjonsordning. Konsesjonsordningen er ikke et særskilt fenomen for oppdrettsnæringen, men er utbredt i næringer som opererer med innhenting av naturressurser; som skogbruk, petroleum, fiske og kraftproduksjon. Konsesjonsordningen er myndighetenes valg av metode for å regulere næringen og innebærer at konsesjon til drift av anlegg byttes mot vederlag. Formålet er å hindre interessekonflikter mellom fiskere, andre oppdrettere og mellom oppdrettere og miljøhensyn (Lovdata.no, 2017, Regjeringen.no, ukjent dato). I slutten av 2015 godkjente myndighetene utdelingen av utviklingskonsesjoner, som gir eieren vederlagsfri rett til drift av godkjente anlegg gitt at de tilfredsstiller spesifikasjonene utviklingskonsesjonene krever. Intensjonen er å stimulere teknologisk utvikling som kan sikre Norges markedsandeler i fremtiden (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Insentivet har tilsynelatende god effekt, ettersom de store aktørene har kommet opp med flere prospekter. Hvorvidt konseptene er plausible og den langsiktige målsetningen innfrir er det for tidlig til å konkludere. Derimot har utviklingskonsesjonene utelukkende blitt tildelt store veletablerte aktører som følge av de betydelige investeringsutgiftene som kreves for å utvikle prospekter som tilfredsstiller kravene utviklingskonsesjonene krever (Petersen, 2016).

### *Den Europeisk Union*

Norge er ikke en del av EU, men er en del av det utvidede samarbeidet EØS, og medlem av Verdens Handelsorganisasjon (WTO) og European Free Trade Association (EFTA). EØS avtalen artikkel 9 tillater tollfri handel av flere hvitfiskprodukter, men inkluderer ikke laks. Laks har tollskatt på mellom 2 % og 12 %, avhengig av foredlingsgrad. I tillegg er det tollfri import på opptil 450 tonn norsk røkelaks, som er produktet med høyest importskatt. Artikkel 9 beskytter også mot overdrevne tollmurer og kvantumsbegrensninger på import. Ekskluderingen av laks i artikkel 9 og beskyttelsen den tilbyr har hatt stor betydning for oppdrettsnæringen. Spesielt ettersom EU har innført midlertidige straffetiltak mot industrien flere ganger de siste 20 årene. I 2008 vant Norge mot EU, og slo dermed fast at tiltak for handelshindring er ulovlig, og restaurerte med det handelsforholdet mellom den norske oppdrettsnæringen og deres viktigste marked (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016).

### *Russland*

Russland er innehaver av et stort handelsmarked for oppdrettslaks, de er også geografisk nær de norske oppdrettsanleggene, en viktig faktor når man importerer fersk fisk. Tradisjonelt har Russland vært bransjens tredje største marked, men i 2015 innført Russland ett års lang forbud mot all import av ost og fisk. Dette begrenset handlingsmulighetene og åpnet samtidig for at chilenske oppdrettere fikk ekspandert sine markedsandeler. Sanksjonene resulterte i at bransjen økte eksport til Russlands naboland som utlignet deler av tapet assosiert med sanksjonene («Russia: Putin neighbours», 2017). Med ny administrasjon i USA som tilsynelatende ønsker å reparere forholdet til Russland (Collinsons, 2017), øker sannsynligheten for at sanksjonene mot Russland oppheves, som i tur vil hindre sanksjoner fra Russlands side. EU har derimot ikke gitt indikasjoner på at de ønsker å reparere sitt forhold med Russland.

### *Kina*

I Asia har hovedproblemet til den norske oppdrettsnæringen vært Norges anstrengte forhold til Kina. Den politiske uroen oppsto i kjølvannet av tildelingen av Nobels fredspris til den opposisjonelle LiU Xiaobo i 2010. Før utfordringen med utdelingen manifesterte seg hadde Norge en markedsandel i Kina på 94 % av importert fersk oppdrettslaks. I desember 2016 så forholdet endelig ut til å normalisere seg, som følge av intensiv diplomatisk innsats (Milne, 2016). Ved normaliseringen hadde Norges markedsandel i landet blitt redusert til 3 %. Avhengig av konkurransen forventer ekspertene at markedsandelen i løpet av kort tid kan 20-dobles, målt i volum (Berglihn, 2016).

#### *4.1.2. Økonomisk*

Økonomiske faktorer er bestemmende for en økonomis prestasjon som direkte påvirker et selskap og langtidseffekter. Dette innebærer makroøkonomiske forhold som valutakurser, forretningssykluser, generell økonomisk utvikling og vekst. Det er avgjørende å forstå hvordan den generelle økonomiske tilstanden og utviklingen påvirker markedene oppdrettsnæringen opererer i.

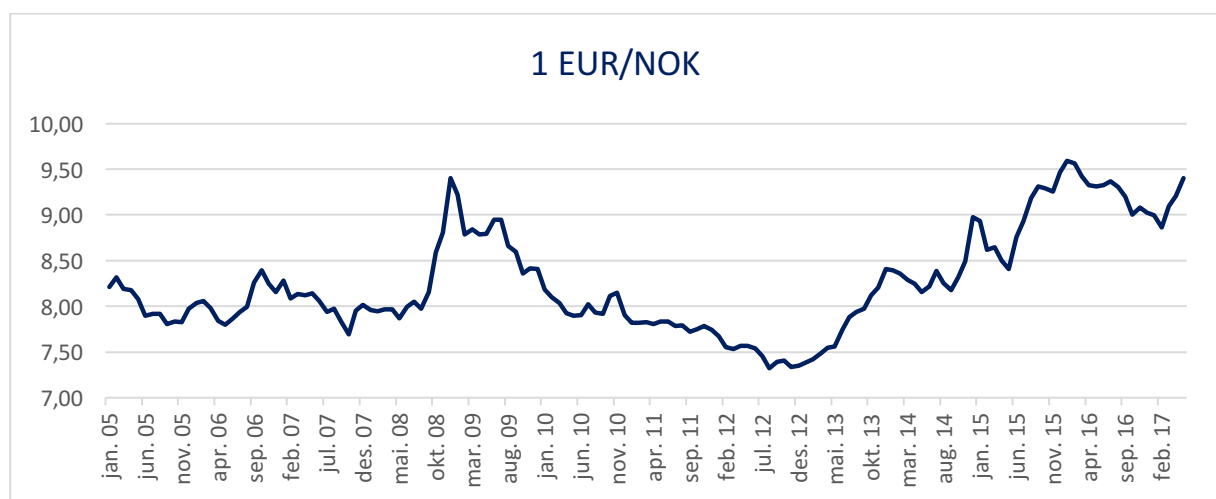
### *Lånekostnader*

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv industri, med betydelig gjeldsfinansiering. Dette utsetter oppdrettsselskaper, som har gjeldsporteføljen i flytende renter (respektive årsrapporter, 2016), for betydelig risiko knyttet til store svingninger i lånekostnadene.

### Valutakurs

Majoriteten av norsk oppdrettslaks er solgt internasjonalt, primært i EURO, USD, GBP og JPY. Svingninger i valutakurser representerer derfor en betydelig risiko for bransjen, derimot er deler av bransjen delvis sikret gjennom terminkontrakter og kundefordringer. Salg i utenlandsk valuta er sikret på salgsdato, mens salgskontrakter blir sikret ved signering. Norske oppdrettere er mindre utsatt av kurssvingninger ettersom lønninger og andre innsatsfaktorer primært betales i NOK (SalMar, 2016, Lerøy, 2015)

Gjennom årene som fulgte etter finanskrisen holdt NOK seg sterk mot EUR. Fra 2011 til 2013 var NOK rekordhøy mot EUR. Europa er oppdrettsbransjens viktigste marked. I årene etter dette har derimot NOK svekket seg mot alle store relevante valutaer som følger av oljeprisnedgangen fra sommeren 2014. Etter 2019 forventes det en marginal styrking av NOK mot EUR (SSB, 2016). Figur 17 illustrerer utviklingen i NOK har hatt i forhold til EUR fra januar 2005 til og med mars 2017.



Figur 17: 1 EUR/NOK i perioden 2005 til mars 2017

### Økonomisk vekst

Veksten i fiskekonsumet per innbygger er ventet å vokse mest i regioner med den høyeste projiserte inntektsveksten: Kina, India, Sør- og sør-øst Asia. Disse landene utgjør de tettest befolkede områdene i verden, som følgelig indikerer en forventet økning i konsum av oppdrettsfisk. Dette til tross for at noen regioner i Afrika sør for Sahara forventer tilbakegående utvikling i fiskekonsum.

Flere studier har antydnet at det eksisterer et kausalt forhold mellom inntekt og konsum av fisk. Jang og Chang (2014) har funnet støtte for et positivt langsiktig forhold mellom BNP og konsum av laks. Trondsen og Myrland (2000) viste at personer med høy inntekt hadde

signifikant lavere sannsynlighet for å oppfatte pris som en barriere for å konsumere fisk. Ettersom fisk er relativt dyrt i forhold til annen mat, virker det rimelig å anta korrelert forhold mellom inntekt, målt ved BNP, og konsum av oppdrettslaks. Dette forholdet redegjør vi for i kapittel 4.2.4.

Verdensbanken estimerer global BNP vekst til å være 2,7 % per år, hvorav mesteparten tilfaller fremvoksende land og utviklingsland (World Bank, 2017). Disse vekstprognosene indikerer fremtidig vekst i etterspørsel etter oppdrettslaks.

|                   |       |
|-------------------|-------|
| I-land            | 1,8 % |
| Fremvoksende land | 4,4 % |
| U-land            | 5,6 % |

Tabell 3: Vekst i laksekonsum (World Bank, 2017)

Vekstprognosene for I-land og fremvoksende land stemmer overens med funnene i figur 7. Figuren viser vekst i laksekonsum i ulike regioner. Regionene med høyest vekst i laksekonsum er Brasil og Asia med respektiv vekst på 13 og 4 prosentpoeng over snittet. Til tross for resesjonen Brasil har opplevd det siste året har det fortsatt status som en fremvoksende økonomi. Med medlemskap i BRICS, (BRICS, 2016), en interesseorganisasjon for store fremvoksende økonomier. BRICS er forkortelse på medlemslandene Brasil, Russland, India, Kina og Sør-Afrika. Asia har de siste tiårene vært det kontinentet med høyest økonomisk vekst. Kausaliteten og prognosen for videre økonomisk vekst og fremtidig vekst i laksekonsum virker derfor rimelig.

#### 4.1.3. Sosiokulturelle

Det sosiokulturelle aspektet er den delen som involverer oppfatninger og holdninger i en befolkning, dette kan ha stor påvirkningskraft på konsumentenes etterspørsel. I verdsettelsen av individuelle selskaper i oppdrettsnæringen er to faktorer svært sentrale; generell befolkningsvekst samt hvor helsebevisste befolkningen er.

#### *Helsemessige fordeler*

På generelt grunnlag er det vanskelig å slå fast hva som utgjør sunnhet, dog anses livsstil og diett som to sentrale nøkkelfordeler. Det er stor uenighet innenfor vitenskapelige miljøer, men jevnt over er atlantisk laks å anse som sunt. Atlantisk laks er rik på omega 3, som er knyttet til å motvirke hjerte- og karsykdommer, i tillegg til å være rik på næringsstoffer, blant annet vitamin A og D i tillegg til å være en høykvalitets proteinkilde (Marine Harvest, 2016b).

Samtidig har norsk oppdrettslaks blitt kritisert for å ha farlig høye nivåer av giftstoffer, som kvikksølv, og dioksin molekyler (Landau, 2010). Dette ble av kinesiske og russiske myndigheter brukt mot den norske oppdrettslaksen da de innførte sanksjoner mot norsk handelseksport. De senere årene har norsk oppdrettsnæring bedret ryktet sitt, primært takket være sin egen innsats ved å tilfredsstille ulike bærekraftstandarder. I dag har majoriteten av SalMar sine oppdrettsanlegg en såkalt ASC-sertifisering en sertifisering som indikerer bærekraftig produksjon (SalMar, 2017). Viktigheten av å forbedre kvaliteten til den norske oppdrettslaksen understrekes av norske myndigheters innsats ved å innføre grønne- og utviklingslisenser samt vektbegrensninger dersom luseproblematikken vedvarer. Helsefordelene ved å konsumere oppdrettslaks overgår potensielle helsefarer. Spesielt med tanke på at hjerte- og karsykdommer er den ledende dødsårsaken i den utviklede land. Etter hvert som teknologien forbedres er det forventet at konsum av oppdrettslaks i større grad blir sosialt akseptert med påfølgende stigende etterspørselen (Arnesen, 2015).

#### *Befolkning- og konsumvekst*

FN estimerer en verdensbefolkning på 9,7 milliarder innen 2050. Befolkningsveksten er primært drevet av mindre utviklede regioner og lav- til middelklasse nasjoner (UN, 2015). Samtidig vil mesteparten av verdens områder stagnere i produksjonsmengde av fiskeprodukter. Flere andre klassiske animalsk proteinkilder vil også ha nådd sitt potensial. I 2014 nådde oppdrettsnæringen en milepæl; 50 % av fisk konsumert av mennesker var oppdrettsfisk (FAO, 2016). I løpet av de fem siste tiår har vekst i fiskekonsum vært signifikant høyere enn befolkningsveksten i den samme perioden, med henholdsvis 3,2 % og 1,8 % (Marine Harvest, 2016b). Veksten i konsumet er i stor grad kreditert økt konsum i befolkninger i fremvoksende land hvor konsumet historisk var bestemt av lokalt tilbud. Befolkningsvekst, økonomiske prospekter og økt fiskekonsum i utviklingsland indikerer flere potensielle nye markeder og styrker forventningen om fortsatt økning i etterspørselen etter oppdrettslaks, særlig om en ser på effektene samlet.

#### *4.1.4. Teknologiske*

Det er primært teknologiske nyvinninger som har gjort de siste 40 årene med ekspansjon i oppdrettsnæringen mulig. Særlig gjelder det teknologisk utvikling av fôringssystemer, systemdesign og oppdrettsteknologi. Oppdrettsnæringen er svært kapitalintensiv, selv om fremskritt har ført til reduserte driftskostnader for næringen har økte miljøutfordringer og stigende fôrkostnader ført til at innsatsen knyttet til forskning må holdes høy (Marine Harvest, 2016b).

Oppdrettsnæringen sliter med flere utfordringer. PR utfordringer, reguleringer knyttet til maksimalt antall lakselus og begrenset bruk av medisiner er noen av de største utfordringene oppdrettsnæringen enda ikke har funnet gode løsninger på. Til tross for at en samlet norsk oppdrettsnæring i 2016 brukte 5 milliarder kroner på å håndtere lakselus, har de enda ikke utviklet en varig løsning på problemet. PR problemet er hovedsakelig knyttet til dyrevelferd og miljøhensyn. Det til dels allmenne negative synet på bransjen vil trolig bedres ved løsning av de underliggende produksjonsutfordringene (Fiskehelse rapporten, 2017).

Norske myndigheter aktivt gått inn for å fremme teknologisk vekst i bransjen dette vil vi gå nærmere inn på under legale faktorer. De vederlagsfrie utviklingslisensene subsidierer forskning og utvikling. Ulike konsepter som havbaserte- og landbaserte merder har allerede blitt tildelt utviklingslisenser. Håpet er at nyvinninger i løpet av få år skal løse de biologiske utfordringene, slik at næringen igjen kan ekspandere (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015)

#### 4.1.5. *Miljømessige*

Miljømessige faktorer refererer til forurensning, miljøavfall og miljøforandringer. Disse faktorene er bakgrunnen for norske myndigheters innføring av utviklingskonsesjoner (Marine Harvest, 2016b). Vår analyse vil redegjøre for sykdommer, rømninger, lokale miljøskader på andre i beslektede næringer, samt langtidsvirkningen av temperaturendringer.

##### *Sykdommer*

Til tross for kontinuerlig forbedring av fasiliteter og rutiner knyttet til fiskehelse opplever fortsatt næringen betydelige problemer knyttet til sykdommer. De senere årene har det vært gjennombrudd for vaksiner som kurerer flere bakterielle infeksjoner, som i tur mer eller mindre har eliminert bruken av antibiotika i oppdrettsanlegg. Derimot utgjør virus en industritrussel, som sykdom i bukspyttkjertelen og infeksøs lakseanemi som ikke har noen kur eller behandling. Sykdomsutbrudd av denne typen er særlig problematiske som følge av den store tettheten av fiske i merdene, sykdom kan spre seg svært raskt. Sykdom i bukspyttkjertelen er en av de vanligere sykdommene næringen opplever, den påvirker fiskens appetitt, skaper åpne sår, gjør fisken apatisk og øker fiskens dødelighetsrate (Marine Harvest, 2016b).

Næringens største nåværende utfordring er likevel lakselus, en parasitt som kan skape åpne sår som medfører infeksjoner. Utbredelsen av lakselus har vært næringens store hodebry de senere årene, og behandling koster næringen dyrt. Den truer med å vokse ut av kontroll, som har medført at flere oppdrettere utsetter sjøsettingen av smolt, mens andre blir tvunget til å slakte laksen før optimal slaktevekt. Nåværende regulering setter et tak på antall lus per laks, det er til

dels dette som, på kort sikt, tvinger frem suboptimale løsninger. Som vi så i kapittel 2.2.6 om kostnadsstruktur representerer dagens løsning en betydelig del av produksjonskostnadene. Løsningene inkluderer bruk av rensefisk, mekanisk fjerning og medisinsk eller kjemisk behandling (Marine Harvest, 2016b).

Laks som rømmer er også en del av helsebilde. Det medfører et økonomisk tap, så vel som en trussel for det naturlige økosystemet. Oppdrettslaks er som regel mer plaget av sykdom enn det villaks er, dette fører til utvidet spredning utenfor oppdrettsmerkene, som setter villaksen under sterkt press. Samtidig kan den genetiske oppbygningen på de to laksene være ulike. Formering mellom villaks og oppdrettslaks kan føre til forurensning i det genetiske arvematerialet (Fiskerapporten mars 2017).

Det siste året har mekanisk avlusing i næringen blitt spesielt utbredt. Behandlingen har medført mekaniske skader på fisken og har økt dødelighetsraten. I kapittelet om sosiokulturelle faktorer poengterte vi at forbedret teknologi vil kunne øke samfunnets aksept for oppdrett av laks. Fiskehelse rapporten understreker at det er essensielt at forbedret teknologi ikke utelukkende effektiviserer driften, men også at den forbedrer fiskevelferden. De utdyper at samfunnets økende kritikk av oppdrettsbransjen kun vil demmes ved å løse kritikkverdige faktorer, med hensyn på fiskevelferd og destruktive miljøeffekter (Fiskehelse rapporten, 2017).

#### *Temperatur*

Den ideelle temperaturen for laks er mellom 8 og 14 grader celsius. Jo nærmere ideeltemperaturen desto forttere vokser laksen og det gir høyere volum. Det gir også bedre sykliske utsett av smolt. Temperaturer opp mot øvre del av intervallet fører til mindre sykdommer, mens temperaturer ned mot frysepunktet fører til massedød. De norske sjøtemperaturene ligger gjennomsnittlig på 10 grader, med intervaller mellom 6 og 16 grader. Klimaforandringer har de senere årene ført til stigende sjøtemperatur i norske farvann. På mellomlang sikt kan dette være gunstig for norske oppdrettere, ettersom temperaturene vil nærme seg de mer ideelle temperaturene chilenske oppdrettere opplever. På lang sikt kan det derimot ha en destruktiv effekt, dersom temperaturene overstiger den øvre terskelen for hva oppdrettslaksen tåler. (Marine Harvest, 2016b)

#### *4.1.6. Legal*

Fiskeoppdrett i Norge er regulert av en lisensordning, som hver har en tilhørende maksimal kvote, målt i biomasse. Nye lisenser utdeles av Fiskeridepartementet. Det siste året har det kun vært utdeling av grønne- og utviklingslisenser. Disse stiller strengere krav enn ordinære

lisenser. Formålet med disse nye lisensene er å utvikle metoder som kan løse miljøutfordringene redegjort for under miljømessige faktorer (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015).

Ordnningen med utviklingskonsesjoner startet opp i 2015 og er en prøveordning med planlagt varighet ut 2017, hva som skjer etterpå er usikkert. Utviklingskonsesjonene er betinget store prosjekter som selskaper ikke vil ha råd til å utvikle uten støtte. Tildelingen av konsesjon er derfor vederlagsfri med unntak av et ubetydelig søknadsgebyr (Fiskeridirektoratet, 2017). Med fullstendig frys i utdeling av ordinære konsesjoner er oppdrettsnæringens eneste vekstalternativ miljøkonsesjoner eller utviklingskonsesjoner.

Til tross for at konsesjonene i seg selv er vederlagsfrie forutsetter tildeling av en slik konsesjon at betydelige betingelser er oppfylt. Tillatelsene er forbeholdt store prosjekter, de må innebære betydelig innovasjon og det stilles krav til kunnskapsdeling og faglig konkurranse. Foreløpig er det Nordlaks Oppdrett AS, MNH Produksjon AS og SalMar eide Ocean Farming AS som har blitt tildelt utviklingskonsesjon (Fiskeridirektoratet, 2017).

| Selskap              | Estimert investering (MNOK) |
|----------------------|-----------------------------|
| Nordlaks Oppdrett AS | 817                         |
| MNH Produksjon AS    | 359                         |
| Ocean Farming AS     | 690                         |

*Tabell 4: Utdelte konsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2017)*

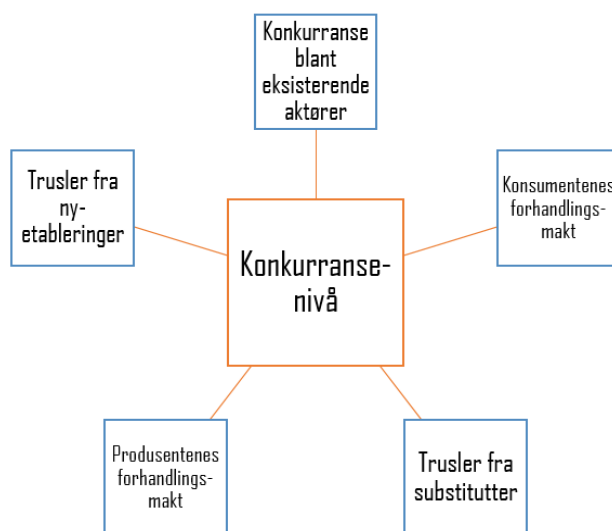
#### 4.1.7. Oppsummering.

PESTEL-analysen indikerer bra potensialet for oppdrettsnæringen. Spesielt gir åpningen av det kinesiske markedet enormt potensial for eksportvekst. Reduksjonen av handelsbarrierer som følge av Norges juridiske seier over EU gjør EU til et stabilt eksportmarked for norske oppdrettere. Likevel er det bekymringer knyttet til Norges og EUs politiske forhold til Russland, men eksporten har i stor grad blitt overført til landets naboland.

Analyse av eksterne sosiale og økonomiske forhold gir primært positive bransjeutsikter. Befolkningsvekst kombinert med økonomisk vekst i flere sentrale regioner indikerer fremtidig etterspørselsvekst. Dette blir ytterligere forsterket av potensielle konsumenters voksende helsebevissthet. Derimot forventes det de kommende årene en utjevning av nåværende valutakurser som i dag er svært gunstige for eksportnæringen.

## 4.2. Porters femkraftsmodell

Etter å ha foretatt en analyse av makrofaktorene i oppdrettsnæringen vil oppgaven nå analysere nivået av konkurrenter i bransjen. Målet med modellen er å gjøre rede for et selskaps evne til å skape profitt basert på fem viktige faktorer. Selskapet må selv forstå hvordan de opererer i en industri og hvordan faktorene påvirker selskapet i sin situasjon. Den aggregerte kraften til de fem faktorene bestemmer profittpotensialet og hvor lukrativ industrien er. Det strategiske målet for selskapet er å finne en optimal posisjon i industrien de operer i slik at selskapet best mulig kan beskytte seg mot disse kreftene. Alternativt hvordan selskapet kan manipulere/påvirke kreftene til sin fordel (Porter, 1979).



Figur 18: Porters Five Forces

Noe av kritikken mot PESTEL-rammeverket gjelder også for Porters femkraftsmodell. Modellen er presentert i figur 18. Den forutsetter statisk markedsstruktur. I realiteten er markedsstrukturer svært dynamiske markeder som er preget av teknologiske fremskritt, endring av regulatoriske bestemmelser, selskapers livssyklus, tilpasning av forretningsmodell og forhold som påvirker logistikk. Rammeverket kan fortsatt benyttes til å kartlegge konkurransenivået i markedet, men femkraftsmodellen vil, i likhet med PESTEL-rammeverket, gi et øyeblikksbilde.

Femkraftsmodellen er best egnet til å analysere relativt enkle markedsstrukturer. Omfattende analyser blir svært vanskelige i kompliserte industrier. Det er derfor vanskelig å ta omstendelig hensyn til dynamiske regulatoriske bestemmelser.

Modellen anses likevel som nyttig. Verdsetting skal gi et punkttestimat, og skal således være et øyeblikksbilde. Kritikken som går på at modellen er lite egnet i komplekse industrier anerkjenner vi som valid og således utfordrende å komme unna. Vi vil gjennomføre analyser som er egnet til å forstå og kartlegge konkurransenivået i oppdrettsnæringen. Analysen er følgelig, etter vår mening, gjennomført i henhold til rammeverket, og de respektive analysene er gjennomført med henblikk på rammeverkets begrensning («Five Forces – Critique», u.d).

#### 4.2.1. *Trusler fra fremtidige konkurrenter*

Nyetableringer vil øke konkurransen i oppdrettsnæringen. Økende tilbudsside vil, paribus ceteris, medføre fallende priset. Hvor reelle trusler knyttet til nyetableringer er avhenger av etableringsbarrierer og responsen til nåværende aktører. I dag er næringen konsentrert blant et fåtall av dominerende aktører. Dette har vært en gradvis prosess de siste 30 årene, hvor økt konsolidering har samlet et stort antall oppdrettere til et fåtall store aktører (Marine Harvest, 2016b).

De store aktørene som i dag dominerer industrien har oppnådd betydelige stordriftsfordeler. Skulle en ny konkurrent forsøke å etablere seg vil de eksisterende aktørene kunne redusere salgsprisen ettersom de allerede opererer med gode marginer. Mens nye aktører vil bruke tid på å redusere produksjonskostnadene sine. I tillegg kreves det at produsenten produserer kvantum av en viss størrelse. Marine Harvest (2016b) beregner at det typisk tar tre år fra kapital er sysselsatt til fisken er ferdig slaktet. Ettersom skalafordeler er utbredt i industrien vil nye aktører trolig operere med over gjennomsnittlige produksjonskostnader. Dette begrenser trusselen for nyetableringer.

Oppdrettsbransjen er som kjent en kapitalintensiv bransje. Konstruksjon og drift av anlegg medfører store investeringer over tid. Marine Harvest beregner at konstant optimal sysselsatt kapital, i ett hypotetisk produksjonsanlegg med output på 4000 tonn GWE, ligger i overkant av 8 millioner EURO. Scenarioet forutsetter input til nivå lik gjennomsnittet mellom 2011-2015 (Marine Harvest, 2015b).

Norske myndigheters konsesjonsordning har som nevnt i PESTEL analysen ytterligere begrenset muligheten for potensielle nye og eksisterende, mindre konkurrenter til å tre inn i markedet. Oppdrettere må kjøpe konsesjon til oppdrett og til lokasjon for å drifte anlegg. Konsesjoner utstedes av myndighetene men omsettes også mellom oppdrettere. I 2015 kostet et produksjonssted, som består av fire standard konsesjoner, mellom 4,5-6 millioner EURO på andrehånds markedet. Utstyr til drift er en forventet investering på ytterligere 3,5-4,5 millioner

EURO. Med en laksepris lik snittet mellom 2011-2015, estimerer Marine Harvest en tilbakebetalingstid på rundt 7 år. Dette begrenser trusselen for nyetableringer ytterligere.

I 2015 ble det satt stopper for ytterligere ordinær vekst i bransjen i vente på en løsning på luseproblemet. Et av tiltakene myndighetene iverksatte var utlysningen av utviklingslisenser. For å entre markedet gjennom utviklingslisenser vil en ny aktør måtte investere betraktelig. Dette virker kostbart og derav usannsynlig i en bransje som er forventet å investere NOK 9 milliarder i ny teknologi de kommende årene.

Til tross for at utviklingskonsesjonene i seg selv er vederlagsfrie forutsetter tildeling av en slik konsesjon betydelige betingelser. Tillatelsene er forbeholdt store prosjekter, de må innebære betydelig innovasjon og det stilles krav til kunnskapsdeling og faglig konkurranse. Foreløpig er det Nordlaks Oppdrett AS, MNH Produksjon AS og SalMar eide Ocean Farming AS som har blitt tildelt utviklingskonsesjon (Fiskeridirektoratet, 2017). Tabell 5 og 6 gir en oversikt over de godkjente utviklingskonsesjonene og deres estimerte investeringskostnad.

| Status           | Antall søknader |
|------------------|-----------------|
| Innvilget        | 3               |
| Avslått          | 43              |
| Under behandling | 13              |

Tabell 5: Oversikt over antall søknader om konsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2017)

Av totalt 46 ferdigbehandlede søknader har bare 3 blitt tildelt konsesjon. Forventet investering for hvert enkelt prosjekt beløper seg i 100-millioners klassen. Disse vesentlige investeringene vil trolig virke avskrekkende på potensielle nykommere i bransjen. Det er også betydelig usikkerhet knyttet til hvorvidt prosjektene lykkes.

| Selskap              | Estimert investering (MNOK) |
|----------------------|-----------------------------|
| Nordlaks Oppdrett AS | 817                         |
| MNH Produksjon AS    | 359                         |
| Ocean Farming AS     | 690                         |

Tabell 6: Estimert investering for godkjente konsesjonssøknader (Fiskeridirektoratet, 2017)

I mangel av nye ordinære konsesjoner og i konkurranse med innehavere av utviklingskonsesjoner er det rimelig å anta betydelige etableringsbarrierer i bransjen.

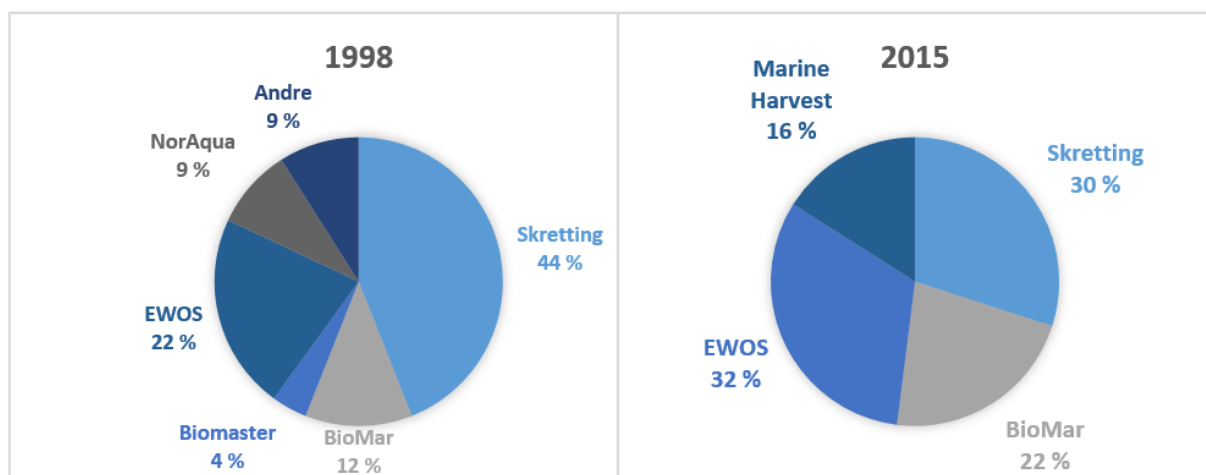
Det er også geografiske begrensninger knyttet til oppdrett av laks. Det er et fåtall egnede regioner. En ny aktør vil derfor kunne oppleve ufordelaktig drift ved å etablere seg i en uegnet region. Det er nok mer realistisk at det begrenser muligheten for nyetableringer ettersom de store aktørene allerede har etablert seg i områder hvor det er forsvarlig og attraktiv drift.

Trusler fra nye konkurrenter anses derfor som lav.

#### 4.2.2. Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan utøve markedsrett over selskaper på forskjellige måter. Noen metoder innebærer å sette opp prisen eller senke kvaliteten på et produkt. Styrken på en leverandørs markedsrett er avhengig av flere faktorer. Som pris på å bytte leverandør, som igjen er avhengig av mengden leverandører i markedet. Mengden tilgjengelige substitutter avgjør graden av markedsrett.

Den viktigste innsatsfaktoren for lakseoppdrett er fôr som utgjør omtrent 50 % av kostnadene. For å fastslå markedsretten leverandørene har, vil vi se på den relative makten fôrprodusenter har overfor lakseprodusentene. I kapittel 2.3 var det derimot en forutsetning for de komparative selskapene å ha forholdsvis lik vertikal integrasjon. Ettersom graden av integrasjon varierer i bransjen varierer også avhengigheten til leverandører. De siste årene har kostnaden knyttet til fôr steget betraktelig.



Figur 19: Endring i markedsandeler blant fôrprodusenter fra 1998 til 2015 (Marine Harvest, 2017b)

Som med oppdrettsselskapene har fôrselskapene opplevd sterk konsolidering som figur 19 illustrerer. Som følge av den høye konsentrasjonen av fôrprodusenter, og at selv de selvforsynte aktørene er avhengig av å kjøpe råmaterialer, konkluderer vi markedsretten blant leverandører som høy.

#### 4.2.3. Rivalisering

Som et resultat av konsolideringene i oppdrettsnæringen de siste tiårene, eksisterer det i dag et fåtall store aktører som profitterer gjennom stordriftsfordeler. Blant de store dominerer Marine Harvest, men konsolidering er noe begrenset som følge av offentlige reguleringer. De ledende aktørene fortsetter å konsolidere markedet samtidig som vertikal integrasjon blir vanligere. De store investeringer som kreves for å etablere selskaper og operasjoner i størrelsen som eksisterer

i dag medfører betydelige exit-barrierer. I Porters rammeverk er exit-barrierer en sterk indikator på sannsynlig rivalisering i næringens fremtid.

Konsesjonsdesignet fører likevel til at det er begrenset med ekspansjonsmuligheter. Dette har den siste tiden ført til høye laksepriser, som demper rivaliseringen mellom selskapene. Det er begrenset hvor mye rivalisering som vil oppstå når tilbudet styres av konsesjoner og ikke et fritt marked.

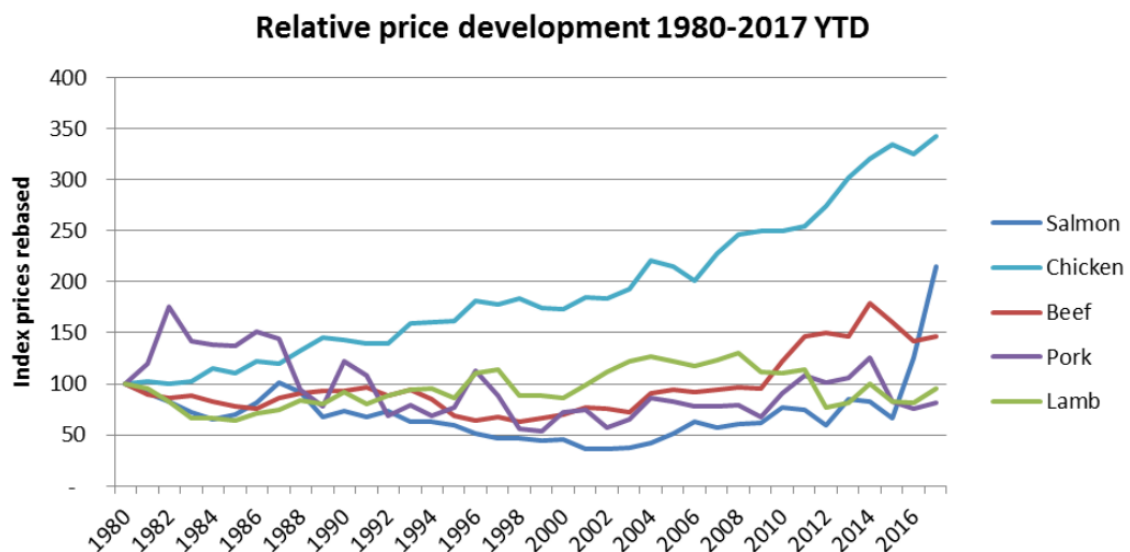
Dersom vi forutsetter stigende etterspørsel og det ikke oppstår en vesentlig ekspansjon for bransjen er det nærliggende å anta at denne situasjonen vil vedvare. Det er rimelig å forvente at det vil ta tid før tilbudssiden økes betraktelig som følge av lang produksjonssyklus. I delkapittel 4.6 gjør vi rede for forventet fremtidig etterspørselsvekst. Forventningen er i tråd med forutsetningen om fremtidig stigende etterspørsel.

Total sett har konsolideringen i markedet sammen med begrensede ekspansjonsmuligheter ført til at vi konkluderer med at risikoen for rivalisering i markedet er moderat.

#### 4.2.4. *Trusler fra substitutter*

Prisen kundene er villige til å betale for et produkt avhenger i stor grad på tilgjengeligheten til substituerende produkter, produkter som for forbrukeren har mer eller mindre samme nytte som originalproduktet. Hvor betydelig trusselen fra substitutter er avhenger av kostnaden ved å endre produkt, prisen på produktet og kvaliteten på produktet (Wilkinson, 2013).

Substitutter er produkter konsumenter oppfatter som tilsvarende eller lignende, som dermed utgjør samme nytte som laks. Laks er en rik proteinkilde, substituttene vil derfor være andre produkter med tilsvarende egenskaper. Andre kilder til animalsk protein er blant annet kylling, svin, lam og storfe. Blant disse ulike proteinkildene er det trolig ingen betydelig forskjell i kvalitet, brukeren opplever trolig heller ingen relevant kostnad ved å endre proteinkilde. En eventuell trussel ligger derfor trolig i prisforskjeller mellom produktene.



Figur 20: Relativ prisutvikling i dyreproteinfabrikk 1980-2017 (Marine Harvest, 2017b)

I delkapittel 4.6 redegjør oppgaven for profitt knyttet til stigende laksepriser. I figur 20 ser vi derimot at lakseprisen i 2016 startet å stige uforholdsmessig mye i forhold til andre proteinkilder. Den relative kostnaden for laks har dermed steget. Stigende laksepriser antas å medføre en betydelig trussel fra substitutter.

Som følge av stigende laksepriser, konkluderer vi med moderat til høy trussel fra substitutter. Ved en reduksjon av den relative prisingen mellom produktene vil vi kunne oppleve en reversering av trusselen fra substitutter.

#### 4.2.5. Kundernes forhandlingsmakt

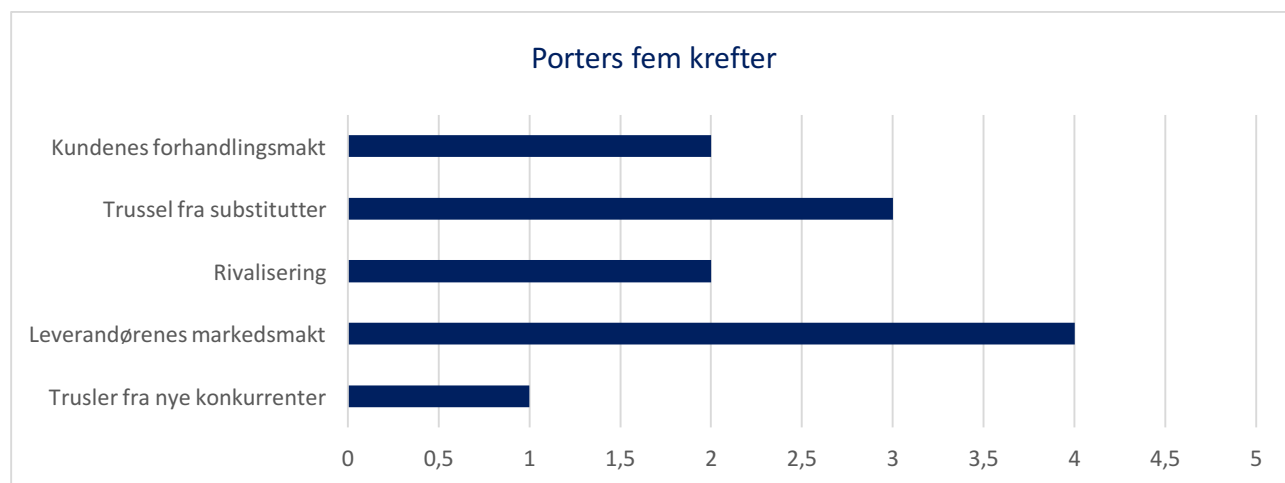
Kundernes forhandlingsmakt vil avhenge av deres relative forhandlingsmakt, priselastisitet og størrelse. Produksjonen av laks er forholdsvis standardisert og produktene er homogene, med små nasjonale variasjoner, etter slakt men før foredling.

Porter (2008) hevdet at dersom produktet er standardisert vil kjøpere sette selgere opp mot hverandre og velge den billigste tilbyderen. Derimot har norsk laks over tid opparbeidet seg et rykte for å være eksklusive og av høy kvalitet. (Fiskeridirektoratet, 2015). Foruten det å skille på produksjonssted eller –land er det lite som differensierer laksen (Marine Harvest, 2017b). Dette bidrar til at kundenes forhandlingsmakt styrkes da kostnaden ved å bytte leverandør er lav, laks er også ferskvare, det er derfor et begrenset tidsrom hvor produsenten må få solgt laksen før den forderves. Markedet har også blitt så globalisert at kunder ikke lenger er begrenset til å kjøpe laks fra gitte regioner eller land.

Laksemarkedet er homogent og transparent, som i utgangspunktet indikerer høy forhandlingsmakt. Likevel er det liten konsentrasjon av kjøpere som, med unntak av noen større grossister, gir kjøpere liten mulighet til å påvirke priser. Som tidligere nevnt er flere, og alle de komparative, oppdrettsselskapene vertikalt integrerte, noe som innebærer at de driver egen eksportvirksomhet. De er derfor ikke avhengige av eksterne selskaper. Kundenes forhandlingsmakt er derfor satt til moderat. Kundenes forhandlingsmakt kan svekkes av økt etterspørsel etter proteinkilder.

#### 4.2.6. Oppsummering av Porters fem krefter

Figur 21 oppsummerer funnene i analysen hvor Porters femkraftsmodell har blitt benyttet som hjelpemiddel.



Figur 21: Porters fem krefter, oppsummering

### 4.3. Internanalyse

I internanalysen vil SalMars interne ressurser bli vurdert for å identifisere hvorvidt selskapet har ressurser som kan gi de en rentabilitetsfordel overfor bransjen. SVIMA-rammeverket er valgt ut for å avgjøre om en ressurs kan gi et konkurransefortrinn.

#### 4.3.1. SVIMA-rammeverket

SVIMA-rammeverket er bygget opp rundt fem egenskaper en ressurs må ha for at den skal kunne gi et varig konkurransefortrinn. Ressursen må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og approprierbar. Egenskapene vil kort bli forklart senere i delkapittelet. Resultatene fra analysen av de ulike ressursene settes inn i en matrise som i tabell 7 for å slå fast i hvilken

grad ressursen utgjør en paritet, et trivielt fortrinn, midlertidig fortrinn, potensielt fortrinn, ikke-beholdt fortrinn eller et varig fortrinn (Jakobsen & Lien, 2001).

| Sjelden    | Viktig     | Ikke-imiterbar | Mobilisert | Approprierbar | Grad                         |
|------------|------------|----------------|------------|---------------|------------------------------|
| <i>Nei</i> | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>      | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>     | <i>Paritet</i>               |
| <i>Ja</i>  | <i>Nei</i> | <i>Ja</i>      | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>     | <i>Trivielt fortrinn</i>     |
| <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>  | <i>Nei</i>     | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>     | <i>Midlertidig fortrinn</i>  |
| <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>      | <i>Nei</i> | <i>Ja</i>     | <i>Potensielt fortrinn</i>   |
| <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>      | <i>Ja</i>  | <i>Nei</i>    | <i>Ikke-beholdt fortrinn</i> |
| <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>      | <i>Ja</i>  | <i>Ja</i>     | <i>Varig fortrinn</i>        |

Tabell 7: SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001)

Definisjonene av sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar er forklart i tabell 8 nedenfor.

|                |                                                                                                                                                                                |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sjelden        | En ressurs vil ikke kunne tilføre en virksomhet en strategisk fordel dersom konkurrentene innehar lik eller en ressurs av tilsvarende kvalitet og mengde.                      |
| Viktig         | Ressursen må gi et positivt bidrag for kundenes betalingsvilje og kostnadmessige fordeler eller kombinasjoner av disse.                                                        |
| Ikke-imiterbar | Dersom en ressurs er enkel eller lite kostnadskrevende for konkurrentene å kopiere vil den bare kunne utgjøre en midlertidig fordel.                                           |
| Mobilisert     | Ressursen vil bare kunne gi et fortrinn dersom virksomheten er i stand til å omgjøre den til økonomiske verdier. De må utnytte ressursen for at den skal kunne gi et fortrinn. |
| Approprierbar  | Den økonomiske verdien ressursen skaper må tilfalle innehaveren av den. Dersom den ikke er approprierbar vil denne verdien kunne plukkes opp av andre.                         |

Tabell 8: Forklaring på elementene i SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001)

#### 4.3.2. Valg av ressurser

I dette delkapittelet vil hvilke av SalMars ressurser som er valgt i ressursanalysen i kapittel **Feil! Fant ikke referansekilden. Feil! Fant ikke referansekilden.** bli redegjort for. Ressursene er plukket ut med hensyn på hvilke ressurser som er vesentlige for SalMar, samt på hvilke måter selskaper skiller seg ut på. Analysen bygger på hvordan SalMar avviker fra gjennomsnittsbedriften i bransjen.

#### 4.3.3. Lokasjon

SalMar har i hovedsak lokasjoner i Norge, og i 2016 kom i overkant av 80 % av totalt slaktevolum fra det norske segmentet. Omtrent 61 % av dette er fra segment Midt-Norge og resterende 39 % fra segment Nord-Norge (SalMar, 2016). Konsentrasjonen av produksjonsvolumet i Midt-Norge gjør SalMar til det selskapet med høyest andel av produksjonen i regionen. I følge Fiskehelserapporten (2016) er det registrert flest sykdomstilfeller og behandlinger i Midt-Norge, til tross for at lusetallene gikk noe ned i de midtre delene av kysten. Nord-Norge følger tett etter i antall sykdomstilfeller. En analyse av hvorvidt lokasjonen til SalMars oppdrettsanlegg kan utgjøre en konkurranseulempe er dermed høyst relevant. Figur 22 viser lokasjonene til SalMar i Norge.



Figur 22: SalMar Farming AS, lokasjoner i Norge (Google maps)

#### 4.3.4. InnovaMar

Produksjonsanlegget InnovaMar er en fremtidsrettet investering av SalMar. Slakt- og bearbeidingsanlegget er nærmere gjennomgått i delkapittel 4.4.2 Automatisering sammen med sporing og skånsom behandling av fisken bidrar til økt lønnsomhet og reduserte kostnader. Lokasjonen til slakteriet er på samme sted som hovedkontoret. Kapasitetsutnyttelsen er foreløpig noe lav noe som indikerer mulighet for vekst gjennom økt utnyttelse. Anlegget blir i ressursanalysen i kapittel 4.4.2 analysert med hensyn på å gi SalMar et varig konkurransefortrinn.

#### 4.3.5. *Innovasjonsevne*

SalMar er blitt omtalt som en veiviser innenfor innovasjon for næringen. Havmerden som bringer offshoret teknologi fra petroleumsnæringen og fiskeoppdrett sammen er et eksempel på selskapets innovasjonsevne som kan gi store økonomiske fordeler i fremtiden. Historisk har selskapet gjort store investeringer for å skape innovasjon (SalMar, 2016). I kapittel 4.1.4 ble det poengtert at store deler av ekspansjonen i oppdrettsbransjen er drevet av teknologiske nyvinninger. DNB analytiker Alexander Aukner estimerer utviklingskostnadene for en samlet oppdrettsnæring til å være rundt 10 milliarder, for 25 ulike konsepter med tilhørende utviklingskonsesjon (Aadland, 2016). Dette, sammen med andre FoU-prosjekter gjør at ressursen kan utgjøre en viktig del av den fremtidige verdien til selskapet. I lys av dette analyseres innovasjonsevnen til SalMar, som grunnlag, for å gi selskapet et varig konkurransefortrinn.

#### 4.4. Ressursanalyse

En ressursanalyse skal bidra til å kartlegge SalMars styrker og svakheter for å kunne estimere framtidsutsiktene til selskapet og hvorvidt de har varige strategiske fordeler.

##### 4.4.1. *Lokasjon*

*Sjelden:* Lokasjonen til SalMar er primært konsentrert i Midt- og Nord-Norge. Til tross for selskapets høye andel av produksjonen i disse områdene operer det flere større og mindre aktører her. Oppdrettskonsesjonene er i stor grad fordelt på flere produsenter og anleggene ligger i mange tilfeller rundt hverandre i fjordene og utenfor øyene ved kysten. Nye konsesjoner blir sjeldent frigitt. Dette bidrar til å beskytte områdene SalMar operer i. Ressursen er derfor vanskelig å imitere. Til tross for dette kan ikke ressursen sies å være sjelden ettersom flere oppdrettere produserer på de samme lokasjonene.

Ressursen er ikke sjelden.

*Viktig:* En sentralisert produksjon kan gi ringvirkninger. Selskapet trekker fram at hovedkontoret samt det største slakteriet deres begge befinner seg nærme store deler av oppdrettsanleggene som en viktig del i deres verdikjede. I oppdrettsnæringen er tiden fra fisken blir dratt opp fra havet til den slaktes kritisk. Hver forflytning av fisken fører til økt dødsrate noe som trekker opp kostnadene. Korte avstander øker derfor lønnsomheten. I segment Nord-Norge og i Skottland slaktes fisken av eksterne aktører (SalMar, 2016).

Ressursen er viktig.

*Ikke-imiterbar:* Regjeringen er som nevnt tidligere avventende med å dele ut nye konsesjoner. De har nylig åpnet for utdeling av enkelte utviklingskonsesjoner for at næringen skal kunne opprettholde innovasjon og teknologisk utvikling. Få nye konsesjoner bidrar til å beskytte SalMars områder fra konkurrenter. Konkurrerende selskaper vil kunne samle aktiviteten sin rundt egne slakteri og dermed dra nytte av tilsvarende lokasjonsfordeler som SalMar. Dette vil ta tid og er kostbar å imitere. SalMars oppdrettskonsesjoner i Midt-Norge ble i større grad utnyttet etter åpningen av InnovaMar (SalMar, 2016). Tilsvarende løsninger vil kunne etableres av andre aktører i næringen.

Ressursen er til en viss grad ikke-imiterbar.

*Approprierbar:* Verdien av lokasjonsvalget til SalMar må sies å komme selskapet, og ikke andre til gode. Dermed er ressursen approprierbar.

#### 4.4.2. *InnovaMar*

*Sjelden:* Storsatsningen InnovaMar åpnet i 2010. Siden den gang har slakteriet bidratt til lavere kostnader og økt lønnsomhet. Marine Harvest og Lerøy har liknende anlegg. Bakkafrøst har satt i gang planleggingen av et tilsvarende anlegg. De fire anleggene er blant de største slakteriene i verden. InnovaMar er et høyteknologisk slakte- og videreforedlingsanlegg. Det er lagt til rette for videre implementering av ny teknologi og det fremstår som toppmoderne (SalMar, 2016).

På bakgrunn av dette er ressursen til en viss grad sjelden.

*Viktig:* Slakteriet utgjorde en betydelig investeringskostnad da det ble bygget i 2010 og har muliggjort en mer effektiv produksjon i regionen. Videre gir det et grunnlag for innovasjon, fremtidsrettet teknologi, sentralisering av kostnadsområder, sporbarhet av fisk, fleksibilitet i produksjon, FoU, osv. InnovaMar er en hjørnestein i SalMar-konsernet og er svært viktig for selskapet. Spørsmålet om de kunne klart seg uten dette anlegget er vanskelig å besvare, men med tanke på volumet som går gjennom anlegget hver dag er det lite sannsynlig.

Ressursen er viktig.

*Ikke-imiterbar:* Investeringskostnaden tilsier at å kopiere eller imitere anlegget vil være svært kostbart for konkurrentene. Det er kun de største konkurrentene som vil ha mulighet til å bygge tilsvarende anlegg. Til tross for dette er det åpenbart mulig for konkurrentene å anskaffe en slik

ressurs, men ressursen klassifiseres som ikke-imiterbar på grunn av de høye utviklingskostnadene som må påberegnes.

Ressursen er imiterbar på lengre sikt, men ikke-imiterbar på kortere sikt.

*Mobilisert:* SalMar satte i gang produksjonen ved InnovaMar i 2010, men de har ennå ikke oppnådd maksimal kapasitet. De begynte i 2012 å selge noe av kapasiteten til andre oppdrettere. Dette er positivt ettersom ledig kapasitet er kostbart. Kapasiteten er et potensiale for økt produksjon. Dersom SalMar i fremtiden øker oppdrettsaktiviteten i området rundt InnovaMar vil de kunne utnytte kapasiteten på 150 000 tonn slaktet vekt fullt ut. En full kapasitetsutnyttelse vil redusere kostnader som igjen øker lønnsomheten.

Ressursen er mobilisert, men maksimal kapasitet er ennå ikke utnyttet.

*Approprierbar:* Selskapet sitter igjen med de økonomiske fordelene slakteriet genererer.

Ressursen er approprierbar.

*Oppsummering InnovaMar:* InnovaMar vil gi SalMar et kortvarig konkurransefortrinn overfor de andre selskapene i bransjen. Ettersom det er mulig for andre konkurrenter å imitere et slikt anlegg på lang sikt oppfyller ikke ressursen kravet til å være et vedvarende konkurransefortrinn.

#### 4.4.3. Innovasjonsevne

*Sjelden:* Innovasjonsevnen til SalMar er viktig i hele organisasjonen. Selskapet hevder at de har et fortrinn med tanke på innovative løsninger overfor øvrige selskaper i næringen. Ettersom næringen står overfor en usikker framtid med utfordringer knyttet til vekst satses det i stor grad på innovasjon. Det er vanskelig å slå fast hvorvidt SalMars innovasjonsevne er sjelden.

Ressursen er ikke sjelden.

*Viktig:* SalMars særskilte fokus på å være det mest kostnadseffektive oppdrettsselskapet i verden fører til at de hele tiden må tenke nytt. Innovasjon og økt lønnsomhet henger sammen. Visjonen, «passion for salmon» innebærer at dersom fisken har det godt, øker produksjonsraten. Fiskevelferd er derfor viktig for selskapet. Innovasjon bidrar til at SalMar er en utfordrer til de aller største selskapene. Dersom en ikke kan konkurrerer på volum, kan en bidra til å være en veiviser i framtiden for bransjen.

Ressursen er viktig.

*Ikke-imiterbar:* Innovasjonsevne er på et generelt grunnlag vanskelig å vurdere som ikke-imiterbar. Øvrige selskaper i bransjen vil kunne investere i innovasjon. Derimot henger evnen til å tenke nytt sammen med selskapets kultur. Ledelsens og ansattes kompetanse, sammen med økonomisk vilje, leder til innovasjon. Selskapene i bransjen satser som nevnt tidligere på å finne løsninger på vekstproblematikken. Det foreligger per 19. mai 2017 hele 43 utviklingskonsesjonssøknader hos Fiskeridirektoratet. Hittil har kun SalMar, Nordlaks og MNH Produksjon AS fått tilsagn om utviklingstillatelser som vist i tabell 5 overfor (Fiskeridirektoratet, 2017).

Ressursen er imiterbar.

*Mobilisert:* SalMar anvender innovative løsninger. Ocean Farming, et datterselskapet til SalMar, driver med utvikling og forskning på havbasert oppdrett. Ocean Farm 1 er verdens første oppdrettsanlegg til havs. Havmerden knytter offshorenæringen og oppdrettsnæringen sammen. Den er under bygging i Kina, og er forventet plassert i Frohavet utenfor Trøndelag i Midt-Norge tidlig i andre halvår av 2017. Pilotprosjektet er utrustet for å utøve ulike forhold innenfor FoU særlig rettet inn mot biologiske forhold og fiskevelferd. Prosjektet vil, hvis det lykkes kunne være begynnelsen på løsningen av næringens ekspansjonsutfordring. Ettersom anlegget skal kunne opereres daglig av en bemanning på 3-4 personer vil dette kunne bidra til reduserte lønnskostnader. SalMars pionerrolle innenfor havbasert oppdrett vil kunne gi dem et. Satsningen er et testament på deres vilje til å utnytte teknologifremskritt.

Ressursen er mobilisert.

*Approprierbar:* Som nevnt, anses SalMarsom veiviser i bransjen. De implementerer nye løsninger. Konkurrentene vil enkelt kunne ta nytte av arbeidet SalMar legger ned på dette området og dermed faller noe av den økonomiske verdien også til resten av næringen.

Ressursen er approprierbar, men verdien tilfaller også andre aktører i næringen.

#### 4.4.4. Oppsummering Ressursanalyse

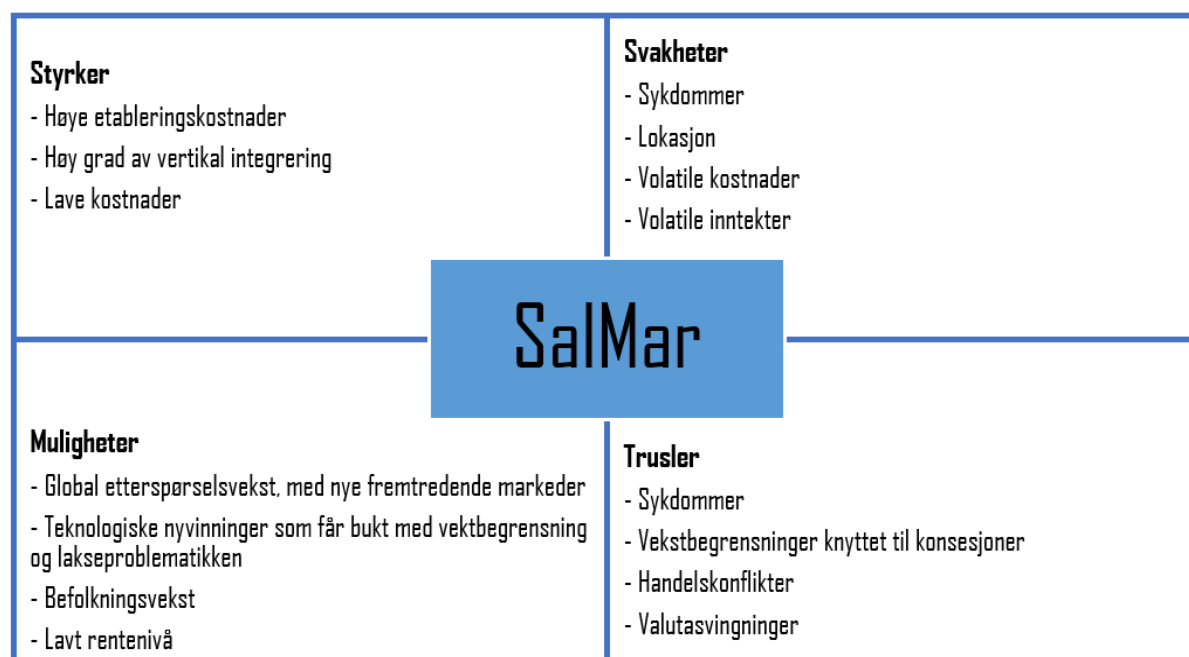
Ressursanalysen viser at SalMar har midlertidige konkurransefortrinn i både InnovaMar og evnen deres til å investere i innovasjon. Ocean Farming 1 vil potensielt bidra til reduserte kostnader og økt lønnsomhet hvis framtidsutsiktene for havmerden innfrir. De analyserte ressursene vil bidra til vekst i SalMar-konsernet, men det er knyttet usikkerhet til hvor lenge fordelene ressursene gir vil vare. Ressursanalysen er oppsummert i tabellen nedenfor.

| Ressurs         | Sjelden | Viktig | Ikke-imiterbar | Mobilisert | Appropriert | Grad                 |
|-----------------|---------|--------|----------------|------------|-------------|----------------------|
| Lokasjon        | Nei     | Ja     | Nei            | Ja         | Ja          | Paritet              |
| InnovaMar       | Ja      | Ja     | Nei            | Ja         | Ja          | Midlertidig fortrinn |
| Innovasjonsevne | Nei     | Ja     | Nei            | Ja         | Ja          | Midlertidig fortrinn |

Tabell 9: Oppsummering av ressursanalyse i SVIMA-rammeverket

#### 4.5. Oppsummering strategisk analyse

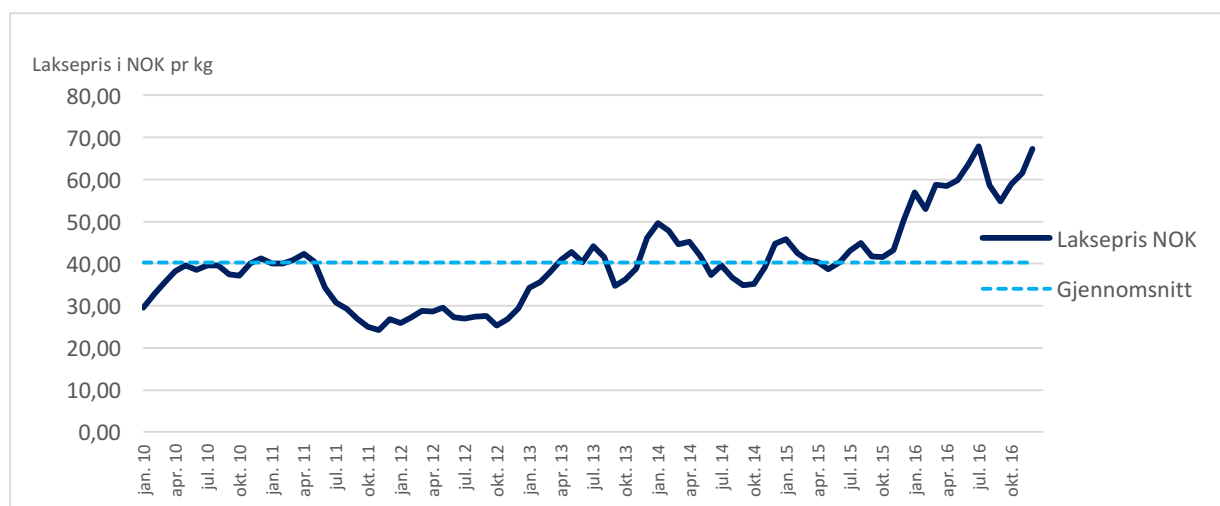
I siste del av den strategiske analysen vil vi anvende en SWOT-modell for å oppsummere de ulike elementene redegjort for tidligere i kapittelet. En SWOT-analyse benytter et selskaps eksterne- og interne forhold til å vurdere selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Internanalysen kartlegger SalMars styrker og svakheter, mens eksternanalysen kartlegger SalMars muligheter og trusler. SWOT-modellen i figur 23 oppsummerer de viktigste elementene fra den strategiske analysen.



Figur 23: SWOT-analyse, SalMar

#### 4.6. Laksepris

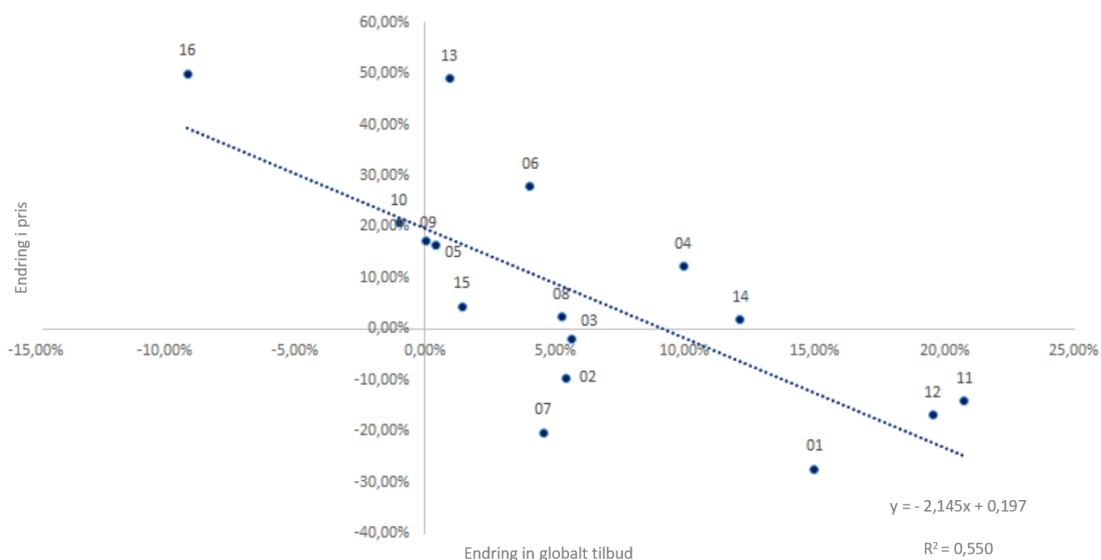
Som oppdrettsselskap er SalMars inntjening sterkt avhengig av lakseprisen. I kapittel 9 vil oppgaven beregne driftsinntektsveksten, for å klare dette er det viktig å legge til grunn faktorene som styrer lakseprisen. Analysen i dette delkapittelet vil bidra til å forstå den historiske utviklingen, som i tur vil hjelpe til å kunne utarbeide pålitelige prognoser for lakseprisen.



Figur 24: Utviklingen i spotpriser (Fishpool, 2017)

Figur 24 viser utviklingen av spottpriser for atlantisk laks de siste 10 årene. Ved å tolke figuren er det tydelig at lakseprisen er svært volatil. Fra utgangen av 2015 til utgangen av 2016 steg lakseprisen 43 % til ca. 78 kr/kg, mens prisen i bunnpunktåret 2011 en kort periode var nede på 20 kr/kg. Dette er i tråd med hva man kan forvente i et råvaremarked. De samme trendene ser man i markeder for annen mat, energi og metal. (Hecht, 2017). Rekordprisene oppdrettsselskapene opplevde i 2016 førte til en økning i inntjening på NOK 7 milliarder, til tross for en samlet redusert produksjon på 7000 tonn (Nilsen, 2017).

For å undersøke driverne bak prisdannelsen vil oppgaven ta for seg et av de mest fundamentale konseptene innen økonomifeltet; forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Analysen vil bli etterfulgt av en redegjørelse av produksjonskostnader. Produksjonskostnadene vil på lang sikt illustrere gulvet for prisdannelsen, ettersom investorer, på lang sikt ikke vil være villige til å produsere med tap.



Figur 25: Endring i tilbud mot prisvekst

Figuren gir en lineær korrelasjon mellom endringer på tilbudssiden mot prisendring, globalt. Forholdet har en forklaringsgrad på 55,02 %.

Store deler av produksjonsnedgangen i 2016 er forklart av algeoppblomstringen i Chile og lakselus problematikken i Norge (Marine Harvest, 2017b).

I kapittel 4.2.3 ble det forklart at lang produksjonssyklus medfører en forsinket tilbudsside. Høye laksepriser fører til økt investeringsvillighet i bransjen. Produksjon av økt kapasitet tar tid, samtidig som det tar 24-36 måneder før laks oppnår optimal slaktevekt. Endring i produksjonsmengde opplever derfor en forsinkelse før det påvirker markedet. Forsinkelsen er en faktor i dannelsen av syklusene som dominerer lakseprisen.

En faktor som vil ha betydelig innvirkning på den videre utviklingen av bransjen, er kapasitetsbegrensninger. I 4.1.3 ble det gjort rede for vektbegrensninger knyttet til luseproblematikken. Regulatoriske begrensninger vil i fremtiden kunne hindre at næringen fremover får vokse nok til å dempe effekten av forventet etterspørselsvekst. Flere analytikere mener en begrenset tilbudsside vil kunne skape lavere men mer stabil vekst i fremtiden, som vil føre til bedre marginer med tilhørende lavere volatilitet (Aukner, 2016).

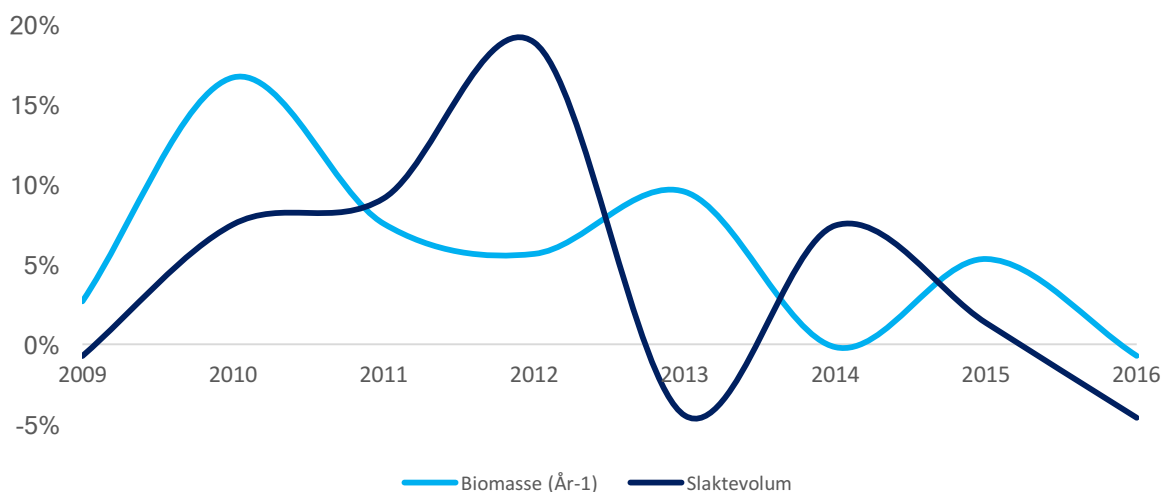
For å fastslå fremtidig vekst må vi benytte prognoser. Én av de avgjørende faktorene er håndteringen av lakselus. DNB Markets forventer at problematikken kommer under kontroll innen 3 år. Dette vil heve restriksjonene satt på ordinære konsesjoner, og veksten kan foretas med ordinær ekspansjon. Ytterligere forventer DNB Markets at effekten av utviklingslisensene vil synliggjøres i slutten av 2017, som vil fostre vekst (Aukner, 2016).

Likevel avhenger dette av at problematikken med lakselus løses. Dersom problemene vedvarer risikerer bransjen stagnert vekst, som innebærer høy laksepris, men stagnerende resultat som følge av stigende produksjonskostnader med uendret volum.

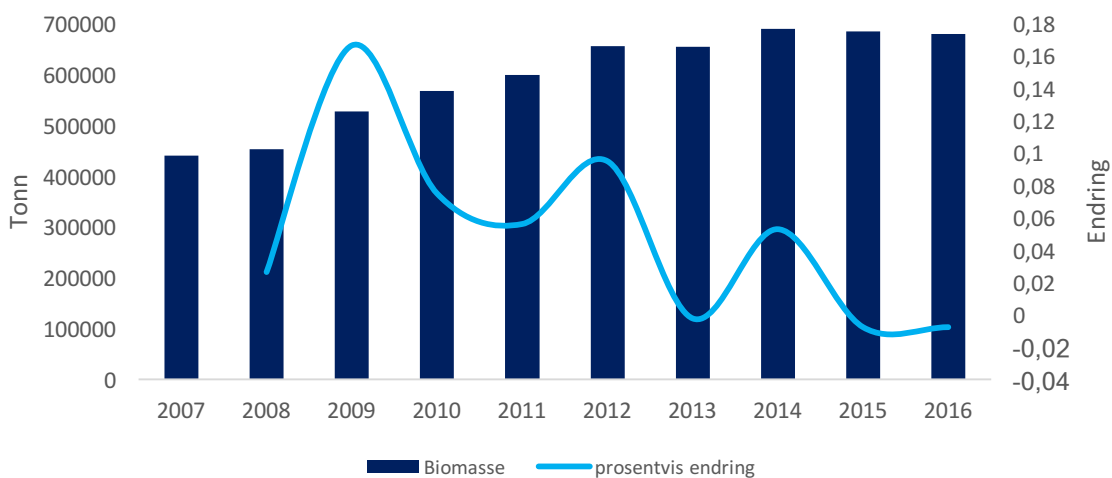
#### 4.6.1. *Framtidig tilbudsindikator*

##### Biomasse

Biomasse er nåværende mengde fisk, målt i kilo eller tonn. Dette innebærer all laks utenom laks i smoltstadiet. Gitt oppdrettslaksens produksjonssyklus er derfor biomassen et presist mål på slakteklar laks de neste 18 månedene. Den ettårige trailingen biomasse til slaktevolum er vist i figur 26 (Fiskedirektoratet 2017).



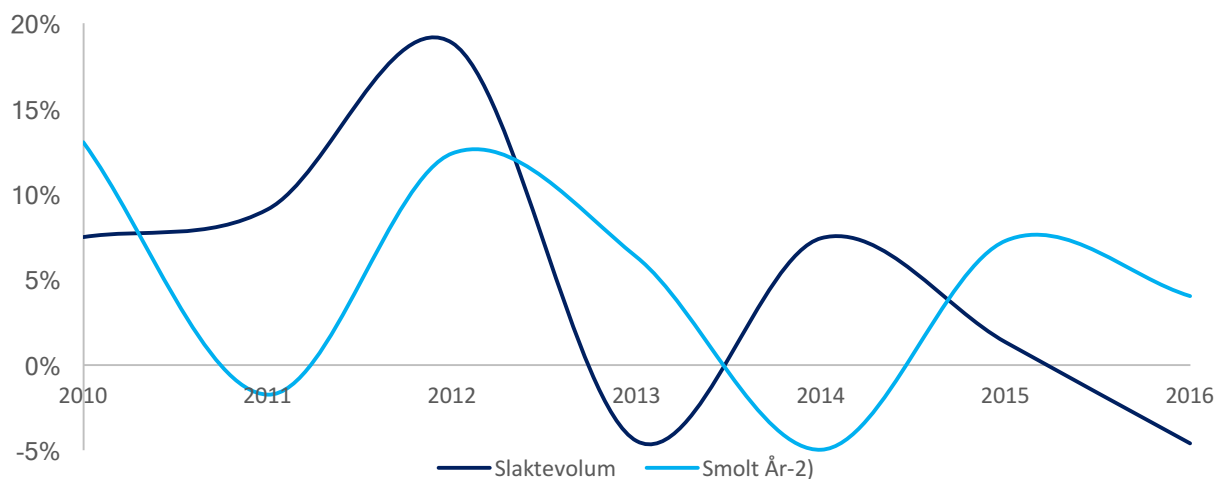
Figur 26: Utvikling i biomasse og slaktevolum (Fiskeridirektoratet, 2017)



Figur 27: Biomasse og prosentvis endring år for år (Fiskeridirektoratet, 2017)

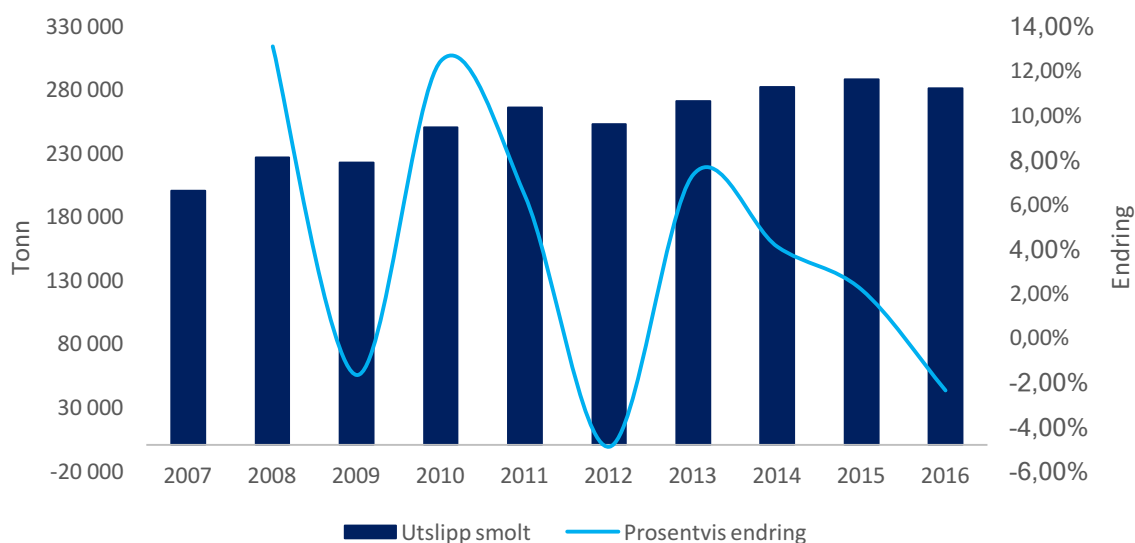
Biomasse har historisk i stor grad utviklet seg likt med slaktevolumet. Med unntak av 2013, da et utbrudd av sykdom i bukspyttkjertel førte til høyere dødsfall og tvang oppdrettere til å slakte en del av laksevolumet før optimal slaktevekt var nådd. Biomassen har holdt seg forholdsvis stabil de siste 5-6 årene. Dette er i overenstemmelse med uendret volum på tilbudssiden. Det er tilnærmet ingen endring i biomasse fra 2015 til 2016. Ved å utelukkende se på nivået av biomasse som indikator, vil det forventes et stabilt slaktevolum fra 2016 til 2017. For Chile har derimot biomassen blitt redusert med 20 % som indikerer betydelig svekket volum for 2017. Derimot anslås det at løsningen av algeproblematikken mer enn kompensere for den svekkede biomassen. Ytterligere består en stor del av biomassen av yngre, og lettere fisk. Smolt utsett i slutten av 2016 forventes derfor å gi god avkastning i slaktet volum i 2017 og første halvdel av 2018. Analytikere forventer derfor svak vekst i tilbudssiden fra Chile (Strat, 2016).

En annen variabel med forklaringskraft til bruk i prognose er mengden utsluppet smolt. Teknologiske forbedringer innen smoltproduksjon senker gradvis produksjonstiden primært gjennom å øke størrelsen på smolt, samtidig som dødelighetsraten reduseres. Den gradvise forbedringen i smoltproduksjon innebærer et usikkerhetsmoment for prognosen, mens den reduserte dødeligheten øker forklaringsgraden. Med henblikk på å utarbeide en prognose vil oppgaven benytte utsett av smolt som indikator på fremtidig slaktevekt. Figur 28 viser slaktevolumet mot utsetting av smolt.



Figur 28: Slaktevolum mot smolt-utsett år -2 (Fiskeridirektoratet, 2017)

### Utsett av smolt i Norge



Figur 29: Utsett av smolt i Norge (Fiskeridirektoratet, 2017)

Figur 29 illustrerer tydelig at endring i utsetting av smolt medfører, med en toårig forsinkelse, nedgang i slaktevolum. Figur 29 viser at det ikke er lite forandring i utsetting av smolt i årene 2015-2016. Dette indikerer uforandret slaktevolum i Norge i 2017. Den marginale reduksjonen i utsett i 2016 indikerer likevel en reduksjon i slaktevolum i 2018.

I kapittel 4.1.5 ble klimatiske forhold, spesifikt havtemperatur pekt ut som en sentral faktor i oppdrett av laks. Havtemperatur påvirker i stor grad laksens vekstrate. I 2016 var havtemperaturen noe lavere enn 2015 langs norskekysten. Dette kan indikere at mengden biomasse er undervurdert, noe som kan antyde en mild vekst i biomasse i 2017 samt første halvdel av 2018 (Beringer Finance, 2016).

#### 4.6.2. Etterspørsel

Tilbudet og etterspørselen i markedet bestemmer likevekten. I kapittel 2.2.3 ble det redegjort for etterspørselsveksten i ulike markeder. Dette har drevet lakseprisen opp. På lang sikt er etterspørselen etter laks bestemt av befolkning og økonomisk vekst i fremtredende økonomier. Derimot bestemmes etterspørsel på kort sikt av politiske vedtak og graden av konkurranse med alternative proteinkilder.

Effekten av populasjonsvekst ble diskutert under kapittel 4.1.3. Kort fortalt forventes etterspørselen etter laks å vokse fortere enn den globale befolkningsveksten. Dette følger av en rask fremvoksende middelklasse. Ytterligere ble det under samme kapittel poengtert at økt

oppmerksomhet rundt helse, relatert til hjerte og karr sykdommer, vil kunne øke etterspørselen etter laks, som følge av laksens veldokumenterte helsegevinster (Fiskehelse rapporten, 2017). Følgelig er etterspørselen forventet å vokse på mellomlang sikt.

#### 4.6.3. *Oppsummert.*

Vekstindikatorene brukt i dette kapittelet peker mot nullvekst for de neste 1-2 årene. Smolt utsett har blitt redusert det siste året mens størrelsen på biomasse er uforandret sammenlignet med året før. Norske oppdretters eneste kortsiktige mulighet til å øke produksjonen er ved å redusere dødelighetsraten og øke slaktevekten på eksisterende fisk. Sett i lys av dagens problematikk knyttet til lakselus virker vekst på kort sikt usannsynlig. På mellomlang til lang sikt vil veksten være avhengig av teknologiske nyvinninger og reguleringsendringer.

Etterspørselen stiger derimot raskt uten tegn til å stagnere i nærmeste fremtid. Dette følger av generell befolkningsvekst, samt en voksende middelklasse. Likevel vil den høye lakseprisen virke dempende for etterspørselsvekst i enkelte markedssegmenter.

Produksjonskostnadene er stigende, og vil mest sannsynlig stige de neste par årene som følge av kostnadene knyttet til bekjemping av lakselus, samtidig som råvarekostnadene er høye.



Når en gjennomfører en regnskapsanalyse må en ta hensyn til om analysen skal gjennomføres på konsern- eller selskapsnivå. For å avgjøre dette må en ta hensyn til flere faktorer. Kaldestad og Møller (2015) argumenterer for at virksomheter med tett driftsmessig integrering i et virksomhetsområde bør analyseres samlet, gjerne gjennom et konsernregnskap. SalMars datterselskaper inngår i samme næring og er en del av den totale verdikjeden til konsernet. Operasjoner i flere land kan føre til komplikasjoner i analysen. Dette skyldes i stor grad valutautfordringer, både i utarbeidelsen av konsernregnskapet og i kontantstrømmene. Primært opererer SalMar-konsernet på norsk sokkel med norske kroner som valuta. Eierskapsposten på 50 % i Norskott Havbruk er det største unntaket. I konsernets kvartals- og årsrapporter er den finansielle informasjonen fra Norskott Havbruk oppgitt i NOK. En valutaomgjøring av selskapets regnskapstall anses derfor ikke som nødvendig. På bakgrunn av argumentasjonen ovenfor, med hovedvekt på datterselskapenes driftsmessige tilknytning til verdikjeden vil regnskapsanalysen basere seg på konsernregnskapene til SalMar.

#### 5.1.1. *Analyseperiode*

Ved valg av analyseperiode ønsker en å fange opp konjunkturer i bransjen. Damodaran (2012) og Kaldestad og Møller (2015) hevder at en helst skal fange opp en hel konjunktursyklus for å belyse oppgang- og nedgangskonjunkturer. Til tross for at en ønsker nok informasjon, vil en likevel ikke sitte med for mye. Dersom en benytter data for lange historiske tidsserier kan en risikere ående med lite relevante data ettersom virksomheten og rammevilkårene forandrer seg. Funnene fra en slik analyse kan gi lite, eller ingen relevant informasjon som skal benyttes i fremtidsregnskapet (Kaldestad og Møller, 2015). Analyseperioden påvirkes også av hvor stabil virksomheten er. I stabile virksomheter, med få endringer, foretrekkes en lang tidsserie på rundt 10 år. For ustabile virksomheter som påvirkes av endringer gjennom for eksempel oppkjøp bør en velge en relativt kort tidsserie, typisk 3-5 år (Knivsflå, 2017c). SalMar har en relativt stabil virksomhet. Fluktuerende laksepriser og en syklisk bransje taler for en lengre tidsserie. På den annen side har de hatt betydelig vekst, også gjennom oppkjøp. På bakgrunn av argumentene over har en tidsserie på syv år, fra 2010 til og med 2016, blitt valgt.

#### 5.2. Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor er de rapporterte regnskapstallene for SalMar presentert slik de fremkommer i årsrapportene.

### 5.2.1. Resultatregnskap SalMar ASA

Tabell 10 viser resultatregnskapet til SalMar i perioden 2010 til 2016, samt klassifiseringen av postene. Regnskapstallene for 2016 er ikke i like stor grad spesifisert som tall fra tidligere perioder. Dette skyldes at regnskapstallene fra 2016 er hentet fra kvartalsrapportene hvor postene ikke spesifiseres like presist som i årsrapporter.

| SalMar                                                |                          | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014         | 2015         | 2016           |
|-------------------------------------------------------|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|----------------|
| Resultatregnskap (TNOK)                               | Klassifikasjon           |                |                |                |                |              |              |                |
| Driftsinntekter                                       | Drift                    | 3 399          | 3 800          | 4 180          | 6 228          | 7 160        | 7 303        | 9 029          |
| Andre driftsinntekter                                 | Drift                    | 29 564         | 33 299         | 24 377         | 17 555         | 25 877       | 22 696       |                |
| <b>Totale driftsinntekter</b>                         | -                        | <b>3 429</b>   | <b>3 833</b>   | <b>4 204</b>   | <b>6 245</b>   | <b>7 185</b> | <b>7 326</b> | <b>9 029</b>   |
| Endring i beholdning av varer under tilv.og FV        | Drift                    | -401           | -395           | -390           | -324           | -162         | -246         |                |
| Merverdi varelager fra oppkjøp                        | Unormal                  | 33 587         | 20 259         | 0              | 0              | 0            | 0            |                |
| Varekjøp                                              | Drift                    | 2 013          | 2 373          | 2 715          | 3 376          | 3 337        | 3 809        |                |
| <b>Varekostnader</b>                                  | -                        | <b>1 645</b>   | <b>1 997</b>   | <b>2 324</b>   | <b>3 051</b>   | <b>3 175</b> | <b>3 562</b> | <b>4 000</b>   |
| Lønnskostnader                                        | Drift                    | 313 290        | 391 745        | 483 215        | 623 053        | 710 430      | 765 881      | 861 500        |
| Andre driftskostnader                                 | Drift                    | 402 453        | 705 891        | 885 983        | 1 086          | 1 142        | 1 272        | 1 377          |
| <b>EBITDA</b>                                         | -                        | <b>1 068</b>   | <b>738 340</b> | <b>510 834</b> | <b>1 485</b>   | <b>2 157</b> | <b>1 725</b> | <b>2 789</b>   |
| Avskrivninger                                         | Drift                    | 93 962         | 132 000        | 169 621        | 220 820        | 275 765      | 307 280      | 358 000        |
| Nedskrivninger                                        | Drift                    | 1 668          | 543            | 547            | 5 000          | 2 399        | 14 169       |                |
| <b>Operasjonell EBIT</b>                              | -                        | <b>972 789</b> | <b>605 797</b> | <b>340 666</b> | <b>1 259</b>   | <b>1 879</b> | <b>1 403</b> | <b>2 431</b>   |
| Virkelig verdijustering                               | Unormal                  | 184 658        | -368           | 290 417        | 528 176        | -232         | 39 932       | 654 000        |
| Engangsprofitt på oppkjøp                             | Unormal                  | 0              | 0              | 62 390         | 161 755        | 0            | 0            |                |
| Tapskontrakter                                        | Unormal                  | -3 635         |                | 0              | 0              | 0            | 0            |                |
| Spesielle biologiske hendelser                        | Unormal                  | 0              | -60 070        | -54 614        | 0              | 0            | 0            |                |
| <b>Driftsresultat</b>                                 | -                        | <b>1 153</b>   | <b>177 629</b> | <b>638 859</b> | <b>1 949</b>   | <b>1 646</b> | <b>1 443</b> | <b>3 085</b>   |
| Andre renteinntekter                                  | Finans                   | 5 639          | 5 276          | 2 956          | 9 958          | 9 057        | 3 477        |                |
| Andre finansinntekter                                 | Finans                   | 18 495         | 2 774          | 50 177         | 374 357        | 2 044        | 685          | 70 900         |
| Rentekostnader                                        | Finans                   | 49 597         | 98 791         | 150 224        | 168 053        | 124 193      | 98 780       | 101 300        |
| Andre finanskostnader                                 | Finans                   | 14 931         | 24 410         | 27 173         | 1 596          | 902          | 5 744        |                |
| <b>Netto finansinntekter</b>                          | -                        | <b>-40 394</b> | <b>-115</b>    | <b>-124</b>    | <b>214 666</b> | <b>-113</b>  | <b>-100</b>  | <b>-30 400</b> |
| Resultat fra investering i tilknyttede og             | Drift                    | 147 365        | 97 999         | 93 909         | 157 980        | 96 136       | 40 242       | 286 800        |
| <b>Resultat før skattekostnad</b>                     | -                        | <b>1 260</b>   | <b>160 477</b> | <b>608 504</b> | <b>2 322</b>   | <b>1 628</b> | <b>1 383</b> | <b>3 342</b>   |
| Skattekostnad                                         | Drift/finans/normalt/uno | 302 667        | 13 106         | 127 062        | 418 695        | 413 364      | 254 891      | 691 100        |
| <b>Årsresultat</b>                                    | -                        | <b>958 116</b> | <b>147 371</b> | <b>481 442</b> | <b>1 903</b>   | <b>1 215</b> | <b>1 128</b> | <b>2 651</b>   |
| Omregn. diff og utvidede resultatposter i tilknyttede | Unormal                  | -27 546        | -1 519         | -42 044        | 73 352         | 58 751       | 58 475       | -105           |
| Utvide resultatposter i tilknyttede selskaper         | Unormal                  | 158            |                |                |                |              |              |                |
| Omregn. diff i datterselskap                          | Unormal                  | 416            | 398            | -719           | 1 051          | 3 312        | 4 700        | -1 800         |
| Årets estimatavvik pensjonsforpliktelser              | Unormal                  |                |                |                | 242            |              |              |                |
| Reklassifisering sikringsinstrumenter                 | Unormal                  | -6 899         |                |                |                |              |              |                |
| Kontantstrømsikring, netto etter skatt                | Unormal                  |                |                |                |                |              | 0            | 11 500         |
| Valutakursdifferanse på nettoinvestering i utenlandsk | Unormal                  |                |                |                |                |              |              | -300           |
| <b>Totalt resultat</b>                                | -                        | <b>924 245</b> | <b>146 250</b> | <b>438 679</b> | <b>1 978</b>   | <b>1 277</b> | <b>1 191</b> | <b>2 555</b>   |
| Minoritetens andel av årsresultatet                   |                          | 11 300         | 2 517          | 14 072         | 113 335        | 22 977       | 25 506       | 13 900         |
| <b>Majoritetens andel av årsresultatet</b>            |                          | <b>946 816</b> | <b>144 854</b> | <b>467 370</b> | <b>1 790</b>   | <b>1 192</b> | <b>1 103</b> | <b>2 637</b>   |
| Minoritetens andel av totalresultatet                 |                          | 11 300         | 2 517          | 14 072         | 113 335        | 22 977       | 25 506       | 13 900         |
| <b>Majoritetens andel av totalresultatet</b>          |                          | <b>912 945</b> | <b>143 733</b> | <b>424 607</b> | <b>1 864</b>   | <b>1 254</b> | <b>1 166</b> | <b>2 541</b>   |

Tabell 10: Resultatregnskap for SalMar ASA, 2010-2016

### 5.2.2. Balanseoppstilling SalMar ASA

Nedenfor er balanseoppstillingen for SalMar fra perioden 2010 til 2016 satt opp. Balansen baserer seg på årsrapporter fram til 2015. I 2016 er kvartalsrapportene benyttet. Dette medfører i likhet med regnskapet en mindre grad av spesifisering.

| EIENDELER                                         |             | 2010           | 2011         | 2012         | 2013         | 2014             | 2015             | 2016             |
|---------------------------------------------------|-------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------------|------------------|
| Goodwill                                          | Drift       | 372 710        | 433 348      | 433 348      | 433 348      | 447 372          | 447 372          | 447 372          |
| Konsesjoner, patenter og lignende                 | Drift       | 1 315          | 1 483        | 1 702        | 2 030        | 2 451 271        | 2 466 171        | 2 463 428        |
| Utsatt skattefordel                               | Drift       |                |              |              |              |                  |                  |                  |
| Varige driftsmidler                               | Drift       | 872 035        | 1 126        | 1 268        | 1 859        | 2 017 575        | 2 411 959        | 3 156 900        |
| Investeringer i tilknyttede og felleskontrollerte | Drift       | 866 809        | 918 868      | 948 575      | 402 338      | 523 711          | 627 681          |                  |
| Pensjonsmidler                                    | Drift       | 3 901          | 2 023        | 2 492        | 802          | 1 592            | 1 397            |                  |
| Aksjeinvesteringer                                | Finans      | 1 426          | 762          | 15 760       | 384          | 519              | 289              |                  |
| Andre langsiktige fordringer                      | Drift       | 12 276         | 4 609        | 4 029        | 5 225        | 13 403           | 6 840            | 960 000          |
| <b>Sum anleggsmidler</b>                          | -           | <b>3 444</b>   | <b>3 969</b> | <b>4 375</b> | <b>4 732</b> | <b>5 455 443</b> | <b>5 961 709</b> | <b>7 027 700</b> |
| Biologiske eiendeler                              | Drift       | 1 580          | 1 420        | 1 986        | 3 077        | 3 114 684        | 3 306 052        | 4 997 000        |
| Fordringer fra morselskap                         | Drift       | 0              | 0            | 0            | 0            | 0                | 0                | 0                |
| Driftsbeholdninger                                | Drift       | 128 973        | 227 935      | 303 682      | 171 539      | 206 454          | 328 216          | 224 800          |
| Kundefordringer                                   | Drift       | 409 707        | 505 280      | 660 944      | 662 149      | 888 219          | 815 540          | 595 800          |
| Andre fordringer                                  | Drift       | 136 266        | 144 993      | 245 501      | 217 584      | 292 644          | 258 288          | 302 100          |
| Likvide midler                                    | Finans      | 107 062        | 47 621       | 55 336       | 1 070        | 166 963          | 273 696          | 273 700          |
| <b>Sum omløpsmidler</b>                           | -           | <b>2 362</b>   | <b>2 346</b> | <b>3 251</b> | <b>5 199</b> | <b>4 668 964</b> | <b>4 981 792</b> | <b>6 393 400</b> |
| <b>SUM EIENDELER</b>                              | -           | <b>5 807</b>   | <b>6 316</b> | <b>7 626</b> | <b>9 931</b> | <b>10 124</b>    | <b>10 943</b>    | <b>13 421</b>    |
|                                                   |             |                |              |              |              |                  |                  |                  |
| EGENKAPITAL OG GJELD                              |             | 2010           | 2011         | 2012         | 2013         | 2014             | 2015             | 2016             |
| Aksjekapital                                      | Egenkapital | 25 750         | 25 750       | 28 325       | 28 325       | 28 325           | 28 325           | 28 325           |
| Egne aksjer                                       | Egenkapital | -350           | -325         | -325         | -325         | -325             | -295             | -200             |
| Overkursfond                                      | Egenkapital | 112 880        | 112 880      | 415 286      | 415 286      | 415 286          | 415 286          | 415 286          |
| Annen egenkapital                                 | Egenkapital | 25 685         | 38 337       | 49 957       | 32 822       | 34 834           | 57 768           | 85 689           |
| Opptjent egenkapital                              | Egenkapital | 2 187          | 1 915        | 2 338        | 4 246        | 4 598 535        | 4 646 272        | 6 069 300        |
| Miniroitetsinteresser                             | Egenkapital | 118 011        | 122 228      | 136 300      | 337 808      | 60 622           | 79 684           | 82 400           |
| <b>Sum egenkapital</b>                            | -           | <b>2 469</b>   | <b>2 214</b> | <b>2 967</b> | <b>5 060</b> | <b>5 137 277</b> | <b>5 227 040</b> | <b>6 680 800</b> |
| Pensjonsforpliktelser                             | Drift       | 1 714          | 1 213        | 528          | 0            | 0                | 0                | 0                |
| Utsatt skatt                                      | Drift       | 761 633        | 738 475      | 872 398      | 1 199        | 1 262 594        | 1 230 815        | 1 515 000        |
| Gjeld til kredittinstitusjoner                    | Finans      | 1 760          | 2 028        | 2 098        | 1 974        | 1 780 174        | 2 371 338        | 2 079 100        |
| Leasing og annen langsiktig gjeld                 | Finans      | 108 606        | 173 460      | 125 188      | 471 716      | 411 388          | 390 035          | 360 200          |
| <b>Sum langsiktig gjeld</b>                       | -           | <b>2 632</b>   | <b>2 941</b> | <b>3 096</b> | <b>3 645</b> | <b>3 454 156</b> | <b>3 992 188</b> | <b>3 954 300</b> |
| Sertifikatgjeld og gjeld til kredittinstitusjoner | Finans      | 51 431         | 501 754      | 596 288      | 397 186      | 276 667          | 140 421          | 198 600          |
| Leverandørgjeld                                   | Drift       | 351 042        | 412 802      | 762 765      | 515 856      | 409 485          | 649 274          |                  |
| Betalbar skatt                                    | Drift       | 148 088        | 66 399       | 7 008        | 25 843       | 321 839          | 292 320          |                  |
| Skyldige offentlige avgifter                      | Drift       | 48 023         | 52 980       | 43 192       | 93 532       | 143 757          | 153 262          |                  |
| Annen rentebærende kortsiktig gjeld               | Finans      | 0              | 22 121       | 43 917       | 16 450       | 2 931            | 4 260            |                  |
| Annen ikke-rentebærende kortsiktig gjeld          | Drift       | 106 845        | 104 074      | 109 598      | 176 106      | 378 295          | 484 736          | 2 587 400        |
| <b>Sum kortsiktig gjeld</b>                       | -           | <b>705 429</b> | <b>1 160</b> | <b>1 562</b> | <b>1 224</b> | <b>1 532 974</b> | <b>1 724 273</b> | <b>2 786 000</b> |
| <b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>                   | -           | <b>5 807</b>   | <b>6 316</b> | <b>7 626</b> | <b>9 931</b> | <b>10 124</b>    | <b>10 943</b>    | <b>13 421</b>    |

Tabell 11: Balanseoppstilling for SalMar ASA, 2010-2016

### 5.3. Omgruppering av resultatregnskap

I dette delkapittelet omgrupperes resultatregnskapet til et mer investororientert formål. Resultatet av omgrupperingen vil være hensiktsmessig for analyseformål ettersom en fremhever driften i selskapet uten for mye støy.

Omgrupperingen av resultatregnskapet gjøres i fire steg hvor målet er å ende opp med en omgruppert resultatoppstilling:

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. Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet

Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen består av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat (OCI, other comprehensive income) og eventuelt «dirty surplus». I følge

kongruensprinsippet skal alle endringer i egenkapitalen føres over resultatet med unntak av endringer i aksjekapital. Kongruensprinsippet er videre forklart i regnskapsloven (1998, §4-3). «Dirty Surplus» er dermed poster som ikke føres over resultatet, men direkte mot egenkapitalen.

SalMar rapporterer etter IFRS. Årsresultatet er linjen «årsresultat» i de rapporterte regnskapstallene ovenfor i tabell 10. Annet fullstendig resultat er postene som ligger etter årsresultat og før totalresultatet. Totalresultatet er årsresultatet pluss annet fullstendig resultat. I det fullstendige nettoresultatet er eventuelt «dirty surplus» lagt til totalresultatet. «Dirty Surplus» forekommer svært sjeldent når en rapporterer etter IFRS ettersom standarden aksepterer OCI i henhold til IAS 1 om utelatelse av enkelte inntekts- og kostnadsposter (Myrbakken og Haakanes, 2014). Dette er noe Norsk Regnskapsskikk ikke aksepterer. Likevel vil «dirty surplus» forekomme i enkelte tilfeller etter IFRS. Emisjonskostnader og diverse «justeringer» og «prinsippendringer» er eksempler på poster som føres kan føres direkte mot egenkapitalen.

| Endring i egenkapitalen             | 2 010            | 2 011            | 2 012            | 2 013            | 2 014            | 2 015            | 2 016            |
|-------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Egenkapital per 01.01</b>        | <b>1 698 892</b> | <b>2 351 357</b> | <b>2 092 382</b> | <b>2 831 413</b> | <b>4 722 976</b> | <b>5 076 655</b> | <b>5 147 356</b> |
| Totalresultat                       | 912 945          | 143 733          | 424 607          | 1 864 685        | 1 254 563        | 1 166 465        | 2 541 500        |
| Betalt utbytte                      | 223 520          | 409 740          | 2 940            | -133             | 898 208          | 1 120 000        | 1 125 900        |
| Netto kapitalinnskudd eksl. Utbytte | -36 954          | 7 033            | 317 365          | 26 878           | -4 888           | 24 231           | 35 444           |
| Driftsrelatert dirty surplus        |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Finansielt dirty surplus            |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Egenkapital per 31.12</b>        | <b>2 351 363</b> | <b>2 092 383</b> | <b>2 831 414</b> | <b>4 723 109</b> | <b>5 074 443</b> | <b>5 147 351</b> | <b>6 598 400</b> |
| Endring ilt året                    | 652 471          | -258 974         | 739 032          | 1 891 696        | 351 467          | 70 696           | 1 451 044        |

Tabell 12: Endring i egenkapital, 2010-2016

| Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen | 2 010          | 2 011          | 2 012          | 2 013            | 2 014            | 2 015            | 2 016            |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Årsresultat</b>                          | <b>946 816</b> | <b>144 854</b> | <b>467 370</b> | <b>1 790 040</b> | <b>1 192 500</b> | <b>1 103 290</b> | <b>2 637 100</b> |
| Annet fullstendig resultat (OCI)            | -33 871        | -1 121         | -42 763        | 74 645           | 62 063           | 63 175           | -95 600          |
| <b>Totalresultat</b>                        | <b>912 945</b> | <b>143 733</b> | <b>424 607</b> | <b>1 864 685</b> | <b>1 254 563</b> | <b>1 166 465</b> | <b>2 541 500</b> |
| Dirty surplus                               | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                | 0                |
| <b>Fullstendig nettoresultat til EK</b>     | <b>912 945</b> | <b>143 733</b> | <b>424 607</b> | <b>1 864 685</b> | <b>1 254 563</b> | <b>1 166 465</b> | <b>2 541 500</b> |

Tabell 13: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, 2010-2016

### 5.3.2. Steg 2: Fordele fullstendig nettoresultat på drift, finans, skatt og rest.

Steg 2 går ut på å fordele fullstendig nettoresultat til de ulike resultatgruppene. Dette gjøres for gi bedre innsikt i kildene til fullstendig nettoresultat og å klargjøre hvordan resultatet blir fordelt. Kildene til fullstendig nettoresultat er driftsresultatet og finansinntektene. Dette blir fordelt på finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultatet og resultatet til egenkapitalen.

Resultat fra investering i tilknyttede og felleskontrollerte selskap er knyttet til drift og skal etter omgrupperingen inngå i posten netto driftsresultat. Dette begrunnes med at de er en del av driften i selskapet. Oppkjøpene SalMar har gjennomført er strategiske og selskapenes drift inngår i stor grad i verdikjeden til konsernet.

Diskontinuerlig virksomhet klassifiseres som finans til tross for at de tidligere var knyttet til drift. Dette begrunnes med at i verdsettelsen ønsker en å se på de driftspostene som ventes å generere inntekter for selskapet i fremtiden. Videre vil samtlige poster under OCI klassifiseres under drift. Slik det fremkommer av SalMars regnskap er disse postene i stor grad knyttet til datterselskap og tilknyttede selskaper. Posten reklassifisering av sikringsinstrumenter anses som driftsrelatert da sikringsinstrumentene skal sikre driftsrelaterte elementer, noe som også gjelder for kontantstrømsikringen i 2016.

| Fullstendig driftsresultat                      | 2 010            | 2 011          | 2 012          | 2 013            | 2 014            | 2 015            | 2 016            |
|-------------------------------------------------|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Driftsinntekter                                 | 3 429 432        | 3 833 503      | 4 204 791      | 6 245 860        | 7 185 887        | 7 326 202        | 9 029 800        |
| Driftskostnader                                 | 2 456 643        | 3 227 706      | 3 864 125      | 4 986 367        | 5 306 839        | 5 922 327        | 6 598 100        |
| Andre driftsrelaterte poster                    | 181 023          | -428 168       | 298 193        | 689 931          | -232 349         | 39 932           | 654 000          |
| <b>Resultat fra egen virksomhet</b>             | <b>1 153 812</b> | <b>177 629</b> | <b>638 859</b> | <b>1 949 424</b> | <b>1 646 699</b> | <b>1 443 807</b> | <b>3 085 700</b> |
| Resultat fra driftstilknyttede selskap          | 117 738          | 13 725         | 17 604         | 101 074          | 96 136           | 40 242           | 286 800          |
| <b>Fullstendig driftsresultat før skatt</b>     | <b>1 271 550</b> | <b>191 354</b> | <b>656 463</b> | <b>2 050 498</b> | <b>1 742 835</b> | <b>1 484 049</b> | <b>3 372 500</b> |
| Driftsrelatert annet fullstendig resultat (OCI) | -33 871          | -1 121         | -42 763        | 74 645           | 62 063           | 63 175           | -95 600          |
| Driftsrelatert Dirty Surplus                    | 0                | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                | 0                |

Tabell 14: Fullstendig driftsresultat, 2010-2016

| Fullstendig finansresultat                  | 2 010          | 2 011          | 2 012          | 2 013          | 2 014           | 2 015           | 2 016          |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Finansinntekt                               | 24 134         | 8 050          | 53 133         | 384 315        | 11 101          | 4 162           | 70 900         |
| Finanskostnad                               | 64 528         | 123 201        | 177 397        | 169 649        | 125 095         | 104 524         | 101 300        |
| Resultat fra diskontinuerlig virksomhet     | 29 627         | 84 274         | 76 305         | 56 906         | 0               | 0               | 0              |
| <b>Fullstendig finansresultat før skatt</b> | <b>-10 767</b> | <b>-30 877</b> | <b>-47 959</b> | <b>271 572</b> | <b>-113 994</b> | <b>-100 362</b> | <b>-30 400</b> |
| Finansielt annet fullstendig resultat (OCI) | 0              | 0              | 0              | 0              | 0               | 0               | 0              |
| Finansielt Dirty Surplus                    | 0              | 0              | 0              | 0              | 0               | 0               | 0              |

Tabell 15: Fullstendig finansresultat, 2010-2016

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

Normale poster forventes å forekomme i periode etter periode. De følger trender og er relativt forutsigbare. Dermed er de også relevante for estimerer på fremtidig inntjening, både i investor- og kreditororientert analyse. Unormale poster er derimot ikke relevante for fremtidige estimer ettersom de ikke er forventet å forekomme periode etter periode. De bryter med trender og er vanskelige å predikere. På grunn av dette ønsker en å skille ut unormale poster som selskapet vanskelig kan gjøre noe med slik at en sitter igjen med det normale. Normale regnskapstall er foretrukket i analysesammenheng ettersom det bidrar til å skape forståelse av driften i selskapet, og ikke tilfeldige få- eller engangshendelser.

| Normalt driftsresultat - Før skatt                  | 2 010            | 2 011          | 2 012          | 2 013            | 2 014            | 2 015            | 2 016            |
|-----------------------------------------------------|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Rapportert driftsresultat                           | 1 271 550        | 191 354        | 656 463        | 2 050 498        | 1 742 835        | 1 484 049        | 3 372 500        |
| Unormale poster i driftsresultatet                  | 145 768          | -448 970       | 297 646        | 684 931          | -234 748         | 25 763           | 654 000          |
| <b>Normalt driftsresultat</b>                       | <b>1 125 782</b> | <b>640 324</b> | <b>358 817</b> | <b>1 365 567</b> | <b>1 977 583</b> | <b>1 458 286</b> | <b>2 718 500</b> |
| Normalt driftsresultat fra driftstilknyttet selskap | 117 738          | 13 725         | 17 604         | 101 074          | 96 136           | 40 242           | 286 800          |
| <b>Normalt driftsresultat fra egen virksomhet</b>   | <b>1 008 044</b> | <b>626 599</b> | <b>341 213</b> | <b>1 264 493</b> | <b>1 881 447</b> | <b>1 418 044</b> | <b>2 431 700</b> |

Tabell 16: Normalt driftsresultat, 2010-2016

Hva som anses som en normal eller unormal post kan i enkelte tilfeller være vanskelig å si med sikkerhet. Noen hevder at det er normalt med unormale poster i regnskapet og at de derfor ikke

skal trekkes ut av regnskapet. På den annen side vil en ikke kunne forutsi hvor eller hvordan disse postene vil fremkomme i framtiden (Knivsflå, 2017c).

I det følgende vil vurderingstilfellene i SalMars regnskap, hvorvidt drift- og finanspost anses som normal eller unormal, redegjøres for. De aktuelle driftsrelaterte postene er andre driftskostnader, merverdi varelager fra oppkjøp, virkelig verdijusteringer, engangsprofitt knyttet til oppkjøp og særskilte biologiske hendelser.

Andre driftskostnader er klassifisert som normal, til tross for at den kan bestå av både normale og unormale poster. Ettersom tilgjengelig data ikke er spesifikk nok er det utfordrende å skille ut den unormale delen av posten. Hele posten klassifiseres som normal. Avgjørelsen underbygges av at posten har stabil og korrelerende trend lik driftsinntekter (Knivsflå, 2017d).

Merverdi varelager fra oppkjøp oppsto i 2010 og 2011. Merverdien på varelageret fra disse oppkjøpene kan ikke sies å inntreffe igjen.

Virkelig verdijustering består av endring i avsetning av tapskontrakter, urealisert verdiendring Fish Pool kontrakter, urealisert verdiendring valutaterminkontrakter, endring intern fortjeneste og virkelig verdijustering av biomasse. Sistnevnte oppstår som følge av IFRS rapportering. Det fremgår av IAS 41 at biomasse skal virkelig verdijustert årlig, som igjen får en effekt på driftsresultatet. Fremtidige laksepriser er vanskelige å forutse og fluktuerer med ulike faktorer. Øvrige endringer som nevnt ovenfor anses som få- eller engangsposter som er vanskelig å forutsi. Posten er derfor i sin helhet klassifisert som unormal.

Engangsprofitt knyttet til oppkjøp er engangshendelser ettersom disse oppkjøpene allerede er gjennomførte og har lite relevans for fremtidig inntjening.

Særskilte biologiske hendelser inkluderer myndighetspålagt sanering av laks ved utbrudd av PD og enkeltrømminger med et vesentlig antall laks. Kostnadene har oppstått i 2011 og 2012 i analyseperioden. De bryter med trender og anses som engangsposter og er derfor klassifisert som unormal.

| Unormale driftsrelaterte poster - Etter skatt        | 2 010          | 2 011         | 2 012          | 2 013         | 2 014         | 2 015         | 2 016          |
|------------------------------------------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Unormale driftsrelaterte poster (OCI) - Etter skatt  | -33 871        | -1 121        | -42 763        | 74 645        | 62 063        | 63 175        | -95 600        |
| Unormale Dirty Surplus - drift- etter skatt          | 0              | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             | 0              |
| <b>Unormale driftsrelaterte poster - Etter skatt</b> | <b>-33 871</b> | <b>-1 121</b> | <b>-42 763</b> | <b>74 645</b> | <b>62 063</b> | <b>63 175</b> | <b>-95 600</b> |

Tabell 17: Unormale driftsrelaterte poster, 2010-2016

Den aktuelle finansielle posten som vil bli redegjort for er unormale finansielle poster som består av tap/gevinst TRS-avtaler, aksjegevinster, verdiendring finansielle eiendeler til virkelig verdi, beredskapsprovisjon og etableringsutstyr.

| Finans: Normale og unormale poster               | 2 010          | 2 011           | 2 012           | 2 013           | 2 014           | 2 015           | 2 016          |
|--------------------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Normale finansinntekter                          | 24 134         | 7 775           | 3 109           | 15 805          | 11 089          | 4 162           | 70 900         |
| Normale finanskostnader                          | 64 528         | 114 526         | 177 397         | 169 649         | 125 095         | 104 524         | 101 300        |
| <b>Normalt finansresultat - Før skatt</b>        | <b>-40 394</b> | <b>-106 751</b> | <b>-174 288</b> | <b>-153 844</b> | <b>-114 006</b> | <b>-100 362</b> | <b>-30 400</b> |
| <b>Unormalt finans før skatt</b>                 |                |                 |                 |                 |                 |                 |                |
| Unormale finansposter fra egen virksomhet        | 0              | -8 400          | 50 024          | 368 510         | 12              | 0               | 0              |
| Resultat fra diskontinuerlig virksomhet          | 29 627         | 84 274          | 76 305          | 56 906          | 0               | 0               | 0              |
| <b>Sum netto unormale finansposter før skatt</b> | <b>29 627</b>  | <b>75 874</b>   | <b>126 329</b>  | <b>425 416</b>  | <b>12</b>       | <b>0</b>        | <b>0</b>       |

Tabell 18: Normale og unormale finansielle poster, 2010-2016

Skattekostnaden i 2013 og 2015 inneholder unormale skattekostnader som følge av at skattesatsen ble endret. Sum unormal skattekostnad og normal skattekostnad er vist i tabell 19.

| Normale og unormale skattekostnader | 2 010          | 2 011         | 2 012          | 2 013          | 2 014          | 2 015          | 2 016          |
|-------------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Rapportert skattekostnad            | 302 667        | 13 106        | 127 062        | 418 695        | 413 364        | 254 891        | 691 100        |
| Effekt endret skattesats            | 0              | 0             | 0              | -44 574        | 0              | -90 796        | 0              |
| <b>Sum unormal skattekostnad</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>       | <b>-44 574</b> | <b>0</b>       | <b>-90 796</b> | <b>0</b>       |
| <b>Normal skattekostnad</b>         | <b>302 667</b> | <b>13 106</b> | <b>127 062</b> | <b>463 269</b> | <b>413 364</b> | <b>345 687</b> | <b>691 100</b> |

Tabell 19: Normale og unormale skattekostnader, 2010-2016

#### 5.3.4. Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultat

I det siste steget fordeles den rapporterte skattekostnaden på normalt- og unormalt finans- og driftsresultat. Rapportert skattekostnad deles inn i normal- og unormal skattekostnad.

Selskapsskattesatsen i analyseperioden varierer fra 28 % til 25 %. I årene 2010 til 2013 var skattesatsen 28 %, i 2014 og 2015 var den 27 % og i 2016 var den 25 %. Finansinntektsskattesatsen beregnes med en tommelfingerregel til 2/3 (Knivsflå, 2017c) av selskapsskattesatsen i hvert år ettersom skattefritt utbytte også regnes som finansinntekt. Satsen blir dermed henholdsvis 18,67 %, 18 % og 16,67 % for de ulike skattesatsene.

Driftsskattesatsen beregnes med følgende formel:

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

For perioden gir dette følgende driftsskattesatser:

| Skatt på driftsresultat       | 2 010          | 2 011          | 2 012          | 2 013          | 2 014          | 2 015          | 2 016          |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Normal skattekostnad          | 302 667        | 13 106         | 127 062        | 463 269        | 413 364        | 345 687        | 691 100        |
| Fordelt finansskatt           | 13 563         | 32 184         | 39 753         | -24 237        | 31 777         | 27 472         | 13 508         |
| Driftsresultat før skatt      | 1 153 812      | 177 629        | 638 859        | 1 949 424      | 1 646 699      | 1 443 807      | 3 085 700      |
| <b>Driftsskattesats (dss)</b> | <b>27,41 %</b> | <b>25,50 %</b> | <b>26,11 %</b> | <b>22,52 %</b> | <b>27,03 %</b> | <b>25,85 %</b> | <b>22,83 %</b> |

Tabell 20: Skatt på driftsresultat, 2010-2016

Netto driftsskattesats beregnes ut fra medianen av driftsskattesatsene og er 25,85 % i analyseperioden. Videre beregnes unormal driftsskattesats som differansen mellom

driftsskattesats hvert år og netto driftsskattesats. Fordelingen av skattekostnad er utledet i tabell 21.

| Fordeling av skattekostnad              | 2 010          | 2 011         | 2 012          | 2 013          | 2 014          | 2 015          | 2 016          |
|-----------------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Normal driftsskatekostnad               | 255 250        | 158 663       | 86 400         | 320 186        | 476 407        | 359 068        | 615 739        |
| Skatt på finansinntekt                  | 4 505          | 1 451         | 580            | 2 950          | 1 996          | 749            | 11 817         |
| Skatt på finanskostnad                  | 18 068         | 32 067        | 49 671         | 47 502         | 33 776         | 28 221         | 25 325         |
| Skatt på unormalt driftsresultat        | 39 951         | -114 474      | 77 720         | 154 254        | -63 458        | 6 659          | 149 339        |
| Unormal skatt på normalt driftsresultat | 21 028         | 1 100         | 2 696          | -35 409        | 32 192         | 7 433          | -60 469        |
| Unormal skattekostnad                   | 0              | 0             | 0              | -44 574        | 0              | -90 796        | 0              |
| Skatt på unormalt finansresultat        | 0              | -1 568        | 9 338          | 68 789         | 2              | 0              | 0              |
| <b>Rapportert skattekostnad</b>         | <b>302 667</b> | <b>13 106</b> | <b>127 062</b> | <b>418 695</b> | <b>413 364</b> | <b>254 891</b> | <b>691 100</b> |

Tabell 21: Fordeling av skattekostnad, 2010-2016

#### 5.4. Omgruppering av balansen

Omgruppering av balansen er å foretrekke når regnskapstallene skal benyttes til analyseformål. En ønsker å få fram hvilke poster i balansen som er knyttet til operasjonelle aktiviteter, og hvilke som er knyttet til finansielle aktiviteter. Balansen bør ha et markert skillet mellom operasjonelle eiendeler og kapital som finansierer driftseiendelene (Knivsflå, 2017e). En går fra et kreditororientert syn til et investororientert syn. Balansen kan bli omgruppert gjennom fire steg (Knivsflå, 2017e):

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

Totalkapitalen består av egenkapital, minoritetsinteresser, driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er innskutt av investorer og långivere og består av egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Netto driftskapital er kapital som er investert direkte i driftsvirksomheten, altså egenkapital minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

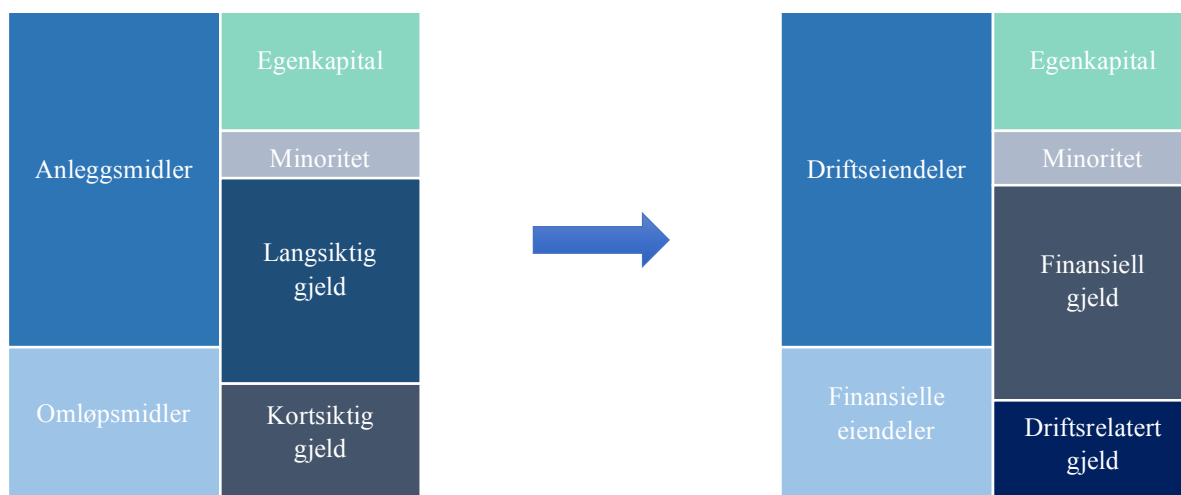
##### 5.4.1. Steg 1: Overføre eventuelt avsatt utbytte til egenkapital

En investororientert regnskapsanalyse innebærer at avsatt utbytte ses på som egenkapital ettersom det overføres tilbake til eierne. Avsatt utbytte er i utgangspunktet en gjeldspost i balansen ettersom det er en utbetaling fra selskapet til eierne som skal foretas i fremtiden. IFRS godtar ikke avsetninger til utbytte. Dette betyr at avsatt utbytte føres direkte til egenkapitalen. Egenkapitalen er derfor allerede redusert med årets betalte utbytte. SalMar har rapportert etter

IFRS i hele analyseperioden. Derfor er det ikke nødvendig å gjøre noen justeringer i SalMars egenkapital i steg 1.

#### 5.4.2. Steg 2: Skille mellom driftsposter og finansposter

I steg 2 skal en skille mellom poster knyttet til driftsrelaterte og finansielle aktiviteter, og en går fra en kreditororientert til en investororientert balanse. Omformingen er illustrert i figur 31 nedenfor.



Figur 31: Omforming steg 2

Det er nødvendig med en redegjørelse for balansepostene hvor det kan være knyttet usikkerhet til vurderingen av hvor posten er knyttet til. Klassifiseringen av de ulike postene i SalMars balanse er redegjort for i det følgende.

*Immaterielle eiendeler* består i hovedsak av goodwill, konsesjoner, patenter og lignende. Konsesjoner og patenter er en direkte del av driften. Goodwill har oppstått gjennom driftsrelaterte oppkjøp. Samtlige immaterielle eiendeler klassifiseres derfor som drift.

*Andre langsiktige fordringer* har manglende spesialisering. Det er derfor særlig vanskelig å fastslå om summen er knyttet til finansielle eller operasjonelle aktiviteter. Dersom fordringene er rentebærende vil det være nærliggende å klassifisere de som finansiell. Det er ingen indikasjon på at de er rentebærende og de blir derfor klassifisert som drift.

*Pensjons- midler og forpliktelser* oppstår som følge av lønninger til de ansatte som igjen er en del av driften. Posten klassifiseres som drift.

*Aksjeinvesteringer* er spesifisert som tilgjengelige for salg i årsrapportene og er derfor klassifisert som finansiell.

*Andre kortsiktige fordringer* inngår forskuddsbetalte kostnader, derivater og til gode merverdiavgift. Det antas at postene ikke er rentebærende og posten klassifiseres som drift.

*Likvide midler* består av bankinnskudd, kontanter og lignende. I utgangspunktet har midlene oppstått fra driftsrelaterte aktiviteter. Til tross for dette anses de som overskuddslikviditet, dermed er det nærliggende å klassifisere posten som finansiell. En kan argumentere for at selskapet må ha en viss mengde tilgjengelige penger knyttet til drift. På den annen side vil det være kredittider knyttet til driftsrelaterte kjøp og salg. Videre er det flere ulike elementer innenfor posten og manglende spesifisering gjør det vanskelig å skille ut, samt klassifisere de ulike delene. Dermed blir posten i sin helhet klassifisert som finansiell.

Videre vil redegjørelsen for klassifiseringen av gjeldspostene bli gjennomgått. Finansiell gjeld er lån som er tatt opp hos banker eller i finansmarkeder som det betales renter på (Knivsflå 2017e). Driftsrelatert gjeld er lån som er tatt opp som en del av driftssyklusen som det ikke påløper renter på og blir dermed klassifisert som drift.

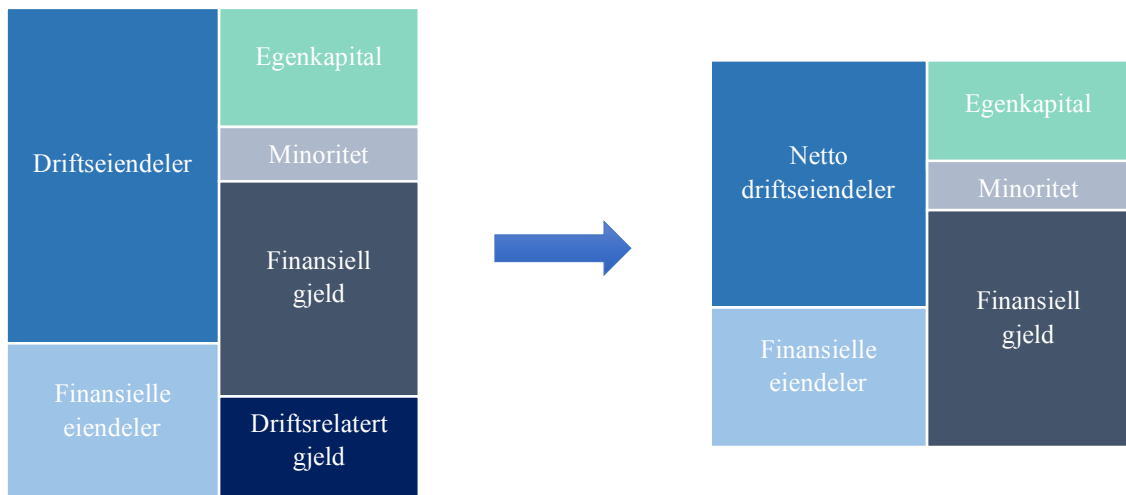
*Utsatt skatt* har hovedsakelig oppstått fra driftsrelaterte aktiviteter. Posten klassifiseres derfor som drift.

*Gjeld til kredittinstitusjoner, leasing og annen langsiktig gjeld* er alle langsiktige rentebærende forpliktelser. Postene klassifiseres som finansielle.

*Annen kortsiktig gjeld* består av påløpte feriepenger, renter, derivater, diverse avsetninger og andre påløpte kostnader. Postene anses som oppstått fra driftsrelaterte aktiviteter og klassifiseres derfor som drift.

#### 5.4.3. *Steg 3: Omgjøre totalkapitalen til sysselsatt kapital*

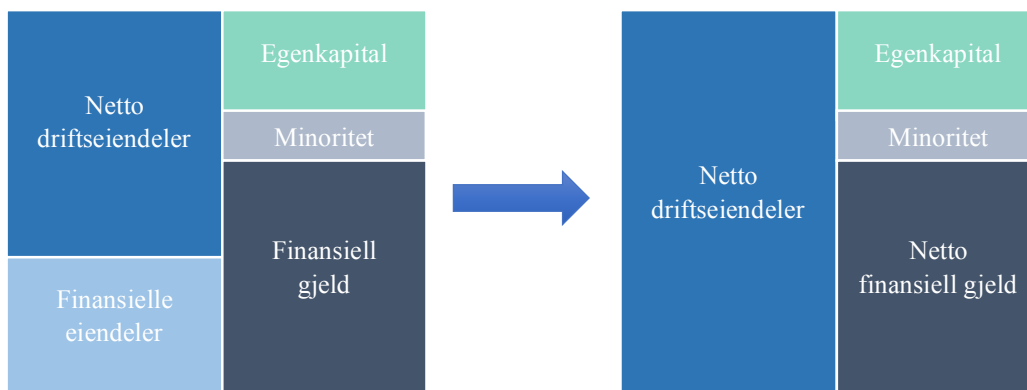
Steg 3 omhandler å omgjøre totalkapitalen til sysselsatt kapital. Dette gjøres fordi driftsrelatert gjeld ikke er sysselsatt kapital. Den fremkommer som en naturlig del av driften, enten gjennom driftssyklusen eller som langsiktige krav skapt gjennom driften. Dermed mister begrepet totalkapital et entydig innhold som investert kapital (Knivsflå 2017e). Sysselsatt kapital er innskutt kapital som er sysselsatt av eierne og finansielle långivere. Overgangen fra totalkapital til sysselsatt kapital er illustrert i figur 32 nedenfor. Sysselsatt kapitalbalanse for SalMar finnes i delkapittel 5.5.



Figur 32: Omforming steg 3

#### 5.4.4. Steg 4: Omgjøre sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste og fjerde steg innebærer å omgjøre sysselsatt kapital til netto driftskapital som er mer hensiktsmessig for analyseformål. Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. En flytter finansielle eiendeler fra eiendelstiden over til egenkapital/gjeldssiden av balansen. Det en står igjen med er netto finansielle eiendeler på eiendelssiden og egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld på egenkapital/gjeldssiden, hvor netto finansiell gjeld er finansiell gjeld fratrasket finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler er i utgangspunktet eiendeler de har utover de som trengs for å drive virksomheten. Overgangen er illustrert i figur 33 nedenfor (Knivsflå, 2017e).



Figur 33: Omforming steg 4

## 5.5. Omgruppert resultatregnskap og balanse SalMar ASA 2010-2016

| Omgruppert resultat                                                  | 2010             | 2011            | 2012           | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
|----------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Sum driftsinntekter                                                  | 3 429 432        | 3 833 503       | 4 204 791      | 6 245 860        | 7 185 887        | 7 326 202        | 9 029 800        |
| Driftskostnader                                                      | 2 421 388        | 3 206 904       | 3 863 578      | 4 981 367        | 5 304 440        | 5 908 158        | 6 598 100        |
| <b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>                            | <b>1 008 044</b> | <b>626 599</b>  | <b>341 213</b> | <b>1 264 493</b> | <b>1 881 447</b> | <b>1 418 044</b> | <b>2 431 700</b> |
| Skatt på driftsresultat fra egen virksomhet                          | 255 250          | 158 663         | 86 400         | 320 186          | 476 407          | 359 068          | 615 739          |
| <b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>                      | <b>752 794</b>   | <b>467 936</b>  | <b>254 813</b> | <b>944 307</b>   | <b>1 405 040</b> | <b>1 058 976</b> | <b>1 815 961</b> |
| Resultat fra investering i tilknyttede og felleskontrollerte selskap | 117 738          | 13 725          | 17 604         | 101 074          | 96 136           | 40 242           | 286 800          |
| <b>Netto driftsresultat (NOPLAT)</b>                                 | <b>870 532</b>   | <b>481 661</b>  | <b>272 417</b> | <b>1 045 381</b> | <b>1 501 176</b> | <b>1 099 218</b> | <b>2 102 761</b> |
| Netto finansinntekt                                                  | 19 629           | 6 324           | 2 529          | 12 855           | 9 093            | 3 413            | 59 083           |
| <b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>                          | <b>890 161</b>   | <b>487 984</b>  | <b>274 946</b> | <b>1 058 235</b> | <b>1 510 269</b> | <b>1 102 631</b> | <b>2 161 844</b> |
| Netto finanskostnad                                                  | 46 460           | 82 459          | 127 726        | 122 147          | 91 319           | 76 303           | 75 975           |
| Netto minoritetsresultat                                             | 11 300           | 2 517           | 14 072         | 113 335          | 22 977           | 25 506           | 13 900           |
| <b>Årsresultat</b>                                                   | <b>832 401</b>   | <b>403 009</b>  | <b>133 148</b> | <b>822 753</b>   | <b>1 395 972</b> | <b>1 000 823</b> | <b>2 071 969</b> |
| Unormalt netto driftsresultat                                        | 50 917           | -336 718        | 174 468        | 685 305          | -141 419         | 165 642          | 469 531          |
| Unormalt netto finansresultat                                        | 29 627           | 77 442          | 116 991        | 356 627          | 10               | 0                | 0                |
| <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>                     | <b>912 945</b>   | <b>143 733</b>  | <b>424 607</b> | <b>1 864 685</b> | <b>1 254 563</b> | <b>1 166 465</b> | <b>2 541 500</b> |
| Netto betalt utbytte                                                 | 260 474          | 402 707         | -314 425       | -27 011          | 903 096          | 1 095 769        | 1 090 456        |
| <b>Endring i egenkapital</b>                                         | <b>652 471</b>   | <b>-258 974</b> | <b>739 032</b> | <b>1 891 696</b> | <b>351 467</b>   | <b>70 696</b>    | <b>1 451 044</b> |

Tabell 22: Omgruppert resultat, 2010-2016

| Omgruppert balanse: Totalkapital | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014              | 2015              | 2016              |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler    | 3 442 949        | 3 969 046        | 4 359 399        | 4 731 747        | 5 454 924         | 5 961 420         | 7 027 700         |
| Driftsrelaterte omløpsmidler     | 2 255 880        | 2 298 996        | 3 196 340        | 4 128 422        | 4 502 001         | 4 708 096         | 6 119 700         |
| Finansielle anleggsmidler        | 1 426            | 762              | 15 760           | 384              | 519               | 289               | 0                 |
| Finansielle omløpsmidler         | 107 062          | 47 621           | 55 336           | 1 070 998        | 166 963           | 273 696           | 273 700           |
| <b>Sum totale eiendeler</b>      | <b>5 807 317</b> | <b>6 316 425</b> | <b>7 626 835</b> | <b>9 931 551</b> | <b>10 124 407</b> | <b>10 943 501</b> | <b>13 421 100</b> |
| <b>Egenkapital og gjeld</b>      |                  |                  |                  |                  |                   |                   |                   |
| Aksjekapital                     | 25 750           | 25 750           | 28 325           | 28 325           | 28 325            | 28 325            | 28 325            |
| Egne aksjer                      | -350             | -325             | -325             | -325             | -325              | -295              | -200              |
| Overkursfond                     | 112 880          | 112 880          | 415 286          | 415 286          | 415 286           | 415 286           | 415 286           |
| Annen egenkapital                | 25 685           | 38 337           | 49 957           | 32 822           | 34 834            | 57 768            | 85 689            |
| Opptjent egenkapital             | 2 187 392        | 1 915 740        | 2 338 170        | 4 246 868        | 4 598 535         | 4 646 272         | 6 069 300         |
| Miniroitetsinteresser            | 118 011          | 122 228          | 136 300          | 337 808          | 60 622            | 79 684            | 82 400            |
| <b>Sum egenkapital</b>           | <b>2 469 368</b> | <b>2 214 610</b> | <b>2 967 713</b> | <b>5 060 784</b> | <b>5 137 277</b>  | <b>5 227 040</b>  | <b>6 680 800</b>  |
| Kortsiktig driftrelatert gjeld   | 653 998          | 636 255          | 922 563          | 811 337          | 1 253 376         | 1 579 592         | 2 587 400         |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld  | 763 347          | 739 688          | 872 926          | 1 199 557        | 1 262 594         | 1 230 815         | 1 515 000         |
| Kortsiktig finansiell gjeld      | 51 431           | 523 875          | 640 205          | 413 636          | 279 598           | 144 681           | 198 600           |
| Langsiktig finansiell gjeld      | 1 869 173        | 2 201 997        | 2 223 428        | 2 446 237        | 2 191 562         | 2 761 373         | 2 439 300         |
| <b>Sum gjeld</b>                 | <b>3 337 949</b> | <b>4 101 815</b> | <b>4 659 122</b> | <b>4 870 767</b> | <b>4 987 130</b>  | <b>5 716 461</b>  | <b>6 740 300</b>  |
| <b>Sum totalkapital</b>          | <b>5 807 317</b> | <b>6 316 425</b> | <b>7 626 835</b> | <b>9 931 551</b> | <b>10 124 407</b> | <b>10 943 501</b> | <b>13 421 100</b> |

Tabell 23: Omgruppert balanse: Totalkapital, 2010-2016

| Netto driftseiendeler               |            | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
|-------------------------------------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Netto driftsrelaterte anleggsmidler | NAM        | 2 679 602        | 3 229 358        | 3 486 473        | 3 532 190        | 4 192 330        | 4 730 605        | 5 512 700        |
| Driftsrelatert arbeidskapital       | DAK        | 1 601 882        | 1 662 741        | 2 273 777        | 3 317 085        | 3 248 625        | 3 128 504        | 3 532 300        |
| <b>Netto driftseiendeler</b>        | <b>NDE</b> | <b>4 281 484</b> | <b>4 892 099</b> | <b>5 760 250</b> | <b>6 849 275</b> | <b>7 440 955</b> | <b>7 859 109</b> | <b>9 045 000</b> |
|                                     |            |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Netto driftskapital                 |            | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
| Egenkapital                         | EK         | 2 351 357        | 2 092 382        | 2 831 413        | 4 722 976        | 5 076 655        | 5 147 356        | 6 598 400        |
| Minoritetsinteresser                | MI         | 118 011          | 122 228          | 136 300          | 337 808          | 60 622           | 79 684           | 82 400           |
| Netto finansiell gjeld              | NFG        | 1 812 116        | 2 677 489        | 2 792 537        | 1 788 491        | 2 303 678        | 2 632 069        | 2 364 200        |
| <b>Netto driftskapital</b>          | <b>NDK</b> | <b>4 281 484</b> | <b>4 892 099</b> | <b>5 760 250</b> | <b>6 849 275</b> | <b>7 440 955</b> | <b>7 859 109</b> | <b>9 045 000</b> |

| Omgruppert balanse: Sysselsatt kapital             |            | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
|----------------------------------------------------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Netto anleggsmidler                                | NAM        | 2 679 602        | 3 229 358        | 3 486 473        | 3 532 190        | 4 192 330        | 4 730 605        | 5 512 700        |
| Driftsrelatert arbeidskapital                      | DAK        | 1 601 882        | 1 662 741        | 2 273 777        | 3 317 085        | 3 248 625        | 3 128 504        | 3 532 300        |
| <b>Netto driftskapital</b>                         | <b>NDK</b> | <b>4 281 484</b> | <b>4 892 099</b> | <b>5 760 250</b> | <b>6 849 275</b> | <b>7 440 955</b> | <b>7 859 109</b> | <b>9 045 000</b> |
| Finansielle eiendeler                              | FE         | 108 488          | 48 383           | 71 096           | 1 071 382        | 167 482          | 273 985          | 273 700          |
| <b>Sysselsatte eiendeler ("assets employed")</b>   | <b>SSE</b> | <b>4 389 972</b> | <b>4 940 482</b> | <b>5 831 346</b> | <b>7 920 657</b> | <b>7 608 437</b> | <b>8 133 094</b> | <b>9 318 700</b> |
| Egne aksjer                                        |            | -350             | -325             | -325             | -325             | -325             | -295             | -200             |
| Annen egenkapital                                  |            | 25 685           | 38 337           | 49 957           | 32 822           | 34 834           | 57 768           | 85 689           |
| Minoritetsinteresser                               | MI         | 118 011          | 122 228          | 136 300          | 337 808          | 60 622           | 79 684           | 82 400           |
| Sum egenkapital                                    |            | 2 469 368        | 2 214 610        | 2 967 713        | 5 060 784        | 5 137 277        | 5 227 040        | 6 680 800        |
| Finansiell gjeld                                   | FK         | 1 920 604        | 2 725 872        | 2 863 633        | 2 859 873        | 2 471 160        | 2 906 054        | 2 637 900        |
| <b>Sum sysselsatt kapital ("capital employed")</b> | <b>SSK</b> | <b>4 389 972</b> | <b>4 940 482</b> | <b>5 831 346</b> | <b>7 920 657</b> | <b>7 608 437</b> | <b>8 133 094</b> | <b>9 318 700</b> |

Tabell 24: Omgruppert balanse: Sysselsatt kapital, 2010-2016

## 5.6. Analyse av målefeil og justering

Målefeil defineres som differansen mellom rapporterte og virkelige regnskapstall. Avvik i utarbeidelsen av regnskap kan føre til støy i de rapporterte regnskapene. I analyseøyemed vil målefeil kunne føre til upresise estimater som kan gi feil konklusjon. Finansregnskapet utarbeides for å gi et bilde av underliggende økonomiske forhold. Dersom det oppstår vesentlig målefeil vil bildet en prøver å vise være uriktig. I så tilfellet vil en måtte justere rapporterte regnskapstall for vesentlig målefeil for å benytte de videre i analysen. Ifølge Knivsflå (2017g) finnes det tre typer målefeil.

Differansen mellom historisk kost og virkelig verdi er kilden til målefeil av type 1. Forskjellen tilsvarer investeringens superprofitt eller strategisk fordel, forutsatt at en antar at historisk rentabilitet har innvirkning på fremtidig rentabilitet. Målefeil type 2 oppstår dersom det er et avvik mellom å rapportere etter god regnskapsskikk og den standarden en rapporterer etter. Ufullstendig balanseføring og brudd på periodiseringsprinsippet er vanlige type 2 feil. Ved type 2-feil vil kapitalen og inntektene være over- eller undervurdert. Dette kan føre til vesentlig utslag på den rapporterte rentabiliteten. Målefeil type 3 oppstår som følge av regnskapsmanipulering og brudd på gjeldende regelverk. Dette medfører i likhet med målefeil av type 1 og 2 at rentabiliteten får unødvendig grad av støy. Ettersom oppgaven baserer seg på offentlig kjent informasjon og SalMar rapporterer etter IFRS med tilhørende krav om revisor, anses rapporterte regnskapstall for fri for regnskapsmanipulasjon. Dersom det skulle foreligge er det vanskelig å argumentere for at forfatterne av oppgaven har grunnlag for eller informasjon tilgjengelig til å overprøve revisors konklusjon. Følgelig vil ikke målefeil av type 3 bli videre gjort rede for.

Justering innebærer å endre på rapporterte regnskapstall for at de på en bedre måte skal reflektere underliggende, økonomiske forhold (Knivsflå, 2017g). Ettersom eksterne analytikere ikke har lik tilgang på den interne selskapsinformasjonen som ledelsen og revisorer har, er justering av regnskapstall kritisert. Kritikken bygger på at dersom en justerer regnskapstallene uten fullstendig informasjon kan en skape mer støy og dermed få motsatt effekt av inngripen. Denne kritikken forutsetter at det ikke foreligger målefeil av type 3. Til tross for dette kan effekten av justering av målefeil gi en økt predikasjonssikkerhet for fremtidsestimatene. Likevel begrenses justeringen til kun to poster på grunn av begrenset informasjon. I det følgende vil en justering av biologiske eiendeler og FoU gjennomføres.

#### *5.6.1. Justering av Biologiske eiendeler*

IAS 41 Landbruk omhandler blant annet regnskapsføring av levende fisk. Som hovedregel skal levende fisk vurderes til virkelig verdi slik at inntektsføringen skjer løpende gjennom hele vekstfasen (Bernhoft og Fardal, 2007). Dette avviker fra NGRS hvor levende fisk skal vurderes som ordinært varelager, og dermed den laveste verdien av historisk kost og virkelig verdi. Lakseprisen har fluktuert vesentlig gjennom analyseperioden som nevnt i kapittel 2.2.5. Svingninger i verdien på levende fisk gjør det vanskelig å estimere den underliggende lønnsomheten denne posten genererer. Usolgt fisk gir en løpende resultateffekt til tross for at verdien på salgstidspunktet ikke er kjent. Det er derfor nærliggende å foreta en reversering av virkelig verdivurdering av biologiske eiendeler til historisk kost med hensyn på å eliminere deler av type 2 målefeil. Reverseringen gjennomføres både for SalMar og bransjen for å opprettholde et sammenlignbart grunnlag. Verdijusteringen er gjort i henhold til selskapenes årsrapporter i analyseperioden. Netto driftsskattesats lik 25,85 % benyttes for å ta hensyn til skatteeffekten av reverseringen.

Som nevnt i kapittel 5.6 kan justering av målefeil føre til mer støy i regnskapet. Når en justerer biologiske eiendeler legger man en stor del av endringen i resultatene til oppdrettsselskaper til side. Det kan argumenteres for at en justering av biologiske eiendeler ikke bør gjennomføres ettersom den er en svært viktig faktor i regnskapene til selskapene i bransjen. Endringen av verdien til fisken slår kraftig ut på resultatet og følgelig på egenkapitalen. Når en så skal benytte justerte tall i fremtidsestimater har en dermed trukket ut denne verdijusteringen i regnskap og balanse. En kan slå fast at det vil oppstå endringer i verdien til biologiske eiendeler også i framtiden og derfor kan en argumentere for at en justering av historiske tall vil kunne virke negativt på usikkerheten til estimatene. IASB har lagt til grunn at selskaper i oppdrettsnæringen skal virkelig verdi-justere for verdiendringer i biologiske eiendeler etter IAS 41. Ettersom det

er IASB som setter føringene for hvordan regnskapsføringen skal gjennomføres for selskaper som benytter IFRS standarden kan det argumenteres for at en også i verdivurderinger skal følge deres bestemmelser. Virkelig verdijustering etter IAS 41 kan vanskelig sees på som en gråsoner som fører til spesielt stor målefeil. Til tross for overnevnte diskusjon rundt justering av biologiske eiendeler velger oppgaven å holde seg til rammeverket på dette punktet. Følgelig er biologiske eiendeler justert i balansen og i regnskapet. Utregningen er vist i tabell 25 og 26.

| Justering av biologiske eiendeler                | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
|--------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Verdibasert biologiske eiendeler                 | 1 580 934        | 1 420 788        | 1 986 213        | 3 077 150        | 3 114 684        | 3 306 052        | 4 997 000        |
| Selvkost biologiske eiendeler                    | 1 189 518        | 1 364 323        | 1 662 803        | 2 202 317        | 2 285 820        | 2 329 925        | 2 968 300        |
| Verdijustering balansen for biologiske eiendeler | -391 416         | -56 465          | -323 410         | -874 833         | -828 864         | -976 127         | -2 028 700       |
| Utsatt skatt utgjør                              | -99 112          | -14 298          | -81 892          | -221 519         | -209 879         | -247 168         | -513 694         |
| <b>Justert netto driftseiendeler</b>             | <b>1 288 630</b> | <b>1 378 621</b> | <b>1 744 695</b> | <b>2 423 836</b> | <b>2 495 699</b> | <b>2 577 093</b> | <b>3 481 994</b> |
| Egenkapital                                      | 2 351 357        | 2 092 382        | 2 831 413        | 4 722 976        | 5 076 655        | 5 147 356        | 6 598 400        |
| Justering av egenkapital                         | -292 304         | -42 167          | -241 518         | -653 314         | -618 985         | -728 959         | -1 515 006       |
| <b>Justert netto egenkapital</b>                 | <b>2 059 053</b> | <b>2 050 215</b> | <b>2 589 895</b> | <b>4 069 662</b> | <b>4 457 670</b> | <b>4 418 397</b> | <b>5 083 394</b> |

Tabell 25: Justering av biologiske eiendeler, 2010-2016

| Justering av biologiske eiendeler               | 2010           | 2011           | 2012           | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
|-------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Nettoreultat til egenkapitalen</b>           | <b>832 401</b> | <b>403 009</b> | <b>133 148</b> | <b>822 753</b>   | <b>1 395 972</b> | <b>1 000 823</b> | <b>2 071 969</b> |
| Unormal netto driftsresultat - ujustert         | 50 917         | -336 718       | 174 468        | 685 305          | -141 419         | 165 642          | 469 531          |
| Virkelig verdijustering - biomasse              | 175 972        | -334 950       | 266 944        | 551 426          | -45 969          | 147 262          | 1 052 500        |
| Tilhørende utsatt skatt (med ndss)              | -44 558        | 84 814         | -67 594        | -139 628         | 11 640           | -37 289          | -266 507         |
| Unormalt finansresultat                         | 29 627         | 77 442         | 116 991        | 356 627          | 10               | 0                | 0                |
| <b>Fullstendig nettoreultat til egenkapital</b> | <b>692 415</b> | <b>563 497</b> | <b>90 069</b>  | <b>1 173 631</b> | <b>1 312 172</b> | <b>981 914</b>   | <b>1 222 493</b> |
| Netto betalt utbytte                            | 260 474        | 402 707        | -314 425       | -27 011          | 903 096          | 1 095 769        | 1 090 456        |
| <b>Endring i egenkapital</b>                    | <b>431 941</b> | <b>160 790</b> | <b>404 494</b> | <b>1 200 642</b> | <b>409 076</b>   | <b>-113 855</b>  | <b>132 037</b>   |

Tabell 26: Justering av biologiske eiendeler, 2010-2016

### 5.6.2. Justering av Forskning og utvikling

SalMar driver som nevnt med en rekke ulike FoU-aktiviteter. I 2015 var rundt 70 % av bokført FoU-kostnader knyttet til aktiverte kostnader i forbindelse med utviklingen av Ocean Farm 1 (SalMar, 2015). Ut fra årsrapportene er det videre utfordrende å få tak på i hvilken grad en kan justere for øvrige kostnader fra FoU-aktiviteter. IAS 38 omhandler balanseføringen av FoU-kostnader. Dersom et selskap kjøper opp et annet selskap med FoU-virksomhet, kan dette balanseføres. Derimot er det svært strenge krav til balanseføring av selvpåførte FoU-kostnader (Myrbakken og Haakanes, 2014). Det konkluderes derfor med at for å justere for manglende balanseføring vil det kreves en dypere innsikt enn hva som er tilgjengelig gjennom offentlig informasjon og innenfor oppgavens tidsperspektiv. Dette gjelder for både SalMars FoU-aktiviteter, samt for bransjen ettersom justeringen må gjennomføres for begge. Ut fra dette vil en justering kunne føre til økt grad av støy i de rapporterte regnskapstallene.

| Justert omgruppert resultat                                          |         | 2010             | 2011           | 2012           | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
|----------------------------------------------------------------------|---------|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Sum driftsinntekter                                                  |         | 3 429 432        | 3 833 503      | 4 204 791      | 6 245 860        | 7 185 887        | 7 326 202        | 9 029 800        |
| Driftskostnader                                                      |         | 2 421 388        | 3 206 904      | 3 863 578      | 4 981 367        | 5 304 440        | 5 908 158        | 6 598 100        |
| <b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>                            |         | <b>1 008 044</b> | <b>626 599</b> | <b>341 213</b> | <b>1 264 493</b> | <b>1 881 447</b> | <b>1 418 044</b> | <b>2 431 700</b> |
| Skatt på driftsresultat fra egen virksomhet                          |         | 255 250          | 158 663        | 86 400         | 320 186          | 476 407          | 359 068          | 615 739          |
| <b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>                      |         | <b>752 794</b>   | <b>467 936</b> | <b>254 813</b> | <b>944 307</b>   | <b>1 405 040</b> | <b>1 058 976</b> | <b>1 815 961</b> |
| Resultat fra investering i tilknyttede og felleskontrollerte selskap |         | 117 738          | 13 725         | 17 604         | 101 074          | 96 136           | 40 242           | 286 800          |
| <b>Netto driftsresultat (NOPLAT)</b>                                 |         | <b>870 532</b>   | <b>481 661</b> | <b>272 417</b> | <b>1 045 381</b> | <b>1 501 176</b> | <b>1 099 218</b> | <b>2 102 761</b> |
| Netto finansinntekt                                                  |         | 19 629           | 6 324          | 2 529          | 12 855           | 9 093            | 3 413            | 59 083           |
| <b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>                          |         | <b>890 161</b>   | <b>487 984</b> | <b>274 946</b> | <b>1 058 235</b> | <b>1 510 269</b> | <b>1 102 631</b> | <b>2 161 844</b> |
| Netto finanskostnad                                                  |         | 46 460           | 82 459         | 127 726        | 122 147          | 91 319           | 76 303           | 75 975           |
| Netto minoritetsresultat                                             |         | 11 300           | 2 517          | 14 072         | 113 335          | 22 977           | 25 506           | 13 900           |
| <b>Årsresultat</b>                                                   |         | <b>832 401</b>   | <b>403 009</b> | <b>133 148</b> | <b>822 753</b>   | <b>1 395 972</b> | <b>1 000 823</b> | <b>2 071 969</b> |
| Unormalt netto driftsresultat                                        | Justert | -169 613         | 83 046         | -160 070       | -5 750           | -83 810          | -18 908          | -849 477         |
| Unormalt netto finansresultat                                        |         | 29 627           | 77 442         | 116 991        | 356 627          | 10               | 0                | 0                |
| <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>                     |         | <b>692 415</b>   | <b>563 497</b> | <b>90 069</b>  | <b>1 173 631</b> | <b>1 312 172</b> | <b>981 914</b>   | <b>1 222 493</b> |
| Netto betalt utbytte                                                 |         | 260 474          | 402 707        | -314 425       | -27 011          | 903 096          | 1 095 769        | 1 090 456        |
| <b>Endring i egenkapital</b>                                         |         | <b>431 941</b>   | <b>160 790</b> | <b>404 494</b> | <b>1 200 642</b> | <b>409 076</b>   | <b>-113 855</b>  | <b>132 037</b>   |

Tabell 27: Justert omgruppert resultat, 2010-2016

| Omgruppert balanse: Totalkapital |         | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016              |
|----------------------------------|---------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler    |         | 3 442 949        | 3 969 046        | 4 359 399        | 4 731 747        | 5 454 924        | 5 961 420        | 7 027 700         |
| Driftsrelaterte omløpsmidler     | Justert | 1 864 464        | 2 242 531        | 2 872 930        | 3 253 589        | 3 673 137        | 3 731 969        | 4 091 000         |
| Finansielle anleggsmidler        |         | 1 426            | 762              | 15 760           | 384              | 519              | 289              | 0                 |
| Finansielle omløpsmidler         |         | 107 062          | 47 621           | 55 336           | 1 070 998        | 166 963          | 273 696          | 273 700           |
| <b>Sum totale eiendeler</b>      |         | <b>5 415 901</b> | <b>6 259 960</b> | <b>7 303 425</b> | <b>9 056 718</b> | <b>9 295 543</b> | <b>9 967 374</b> | <b>11 392 400</b> |
| <b>Egenkapital og gjeld</b>      |         |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |
| Aksjekapital                     |         | 25 750           | 25 750           | 28 325           | 28 325           | 28 325           | 28 325           | 28 325            |
| Eqne aksjer                      |         | -350             | -325             | -325             | -325             | -325             | -295             | -200              |
| Overkursfond                     |         | 112 880          | 112 880          | 415 286          | 415 286          | 415 286          | 415 286          | 415 286           |
| Annen egenkapital                |         | 25 685           | 38 337           | 49 957           | 32 822           | 34 834           | 57 768           | 85 689            |
| Opptjent egenkapital             | Justert | 1 895 088        | 1 873 573        | 2 096 652        | 3 593 554        | 3 979 550        | 3 917 313        | 4 554 294         |
| Minioritetsinteresser            |         | 118 011          | 122 228          | 136 300          | 337 808          | 60 622           | 79 684           | 82 400            |
| <b>Sum egenkapital</b>           |         | <b>2 177 064</b> | <b>2 172 443</b> | <b>2 726 195</b> | <b>4 407 470</b> | <b>4 518 292</b> | <b>4 498 081</b> | <b>5 165 794</b>  |
| Kortsiktig driftrelatert gjeld   |         | 653 998          | 636 255          | 922 563          | 811 337          | 1 253 376        | 1 579 592        | 2 587 400         |
| Langsiktig driftrelatert gjeld   | Justert | 664 235          | 725 390          | 791 034          | 978 038          | 1 052 715        | 983 647          | 1 001 306         |
| Kortsiktig finansiell gjeld      |         | 51 431           | 523 875          | 640 205          | 413 636          | 279 598          | 144 681          | 198 600           |
| Langsiktig finansiell gjeld      |         | 1 869 173        | 2 201 997        | 2 223 428        | 2 446 237        | 2 191 562        | 2 761 373        | 2 439 300         |
| <b>Sum gjeld</b>                 |         | <b>3 238 837</b> | <b>4 087 517</b> | <b>4 577 230</b> | <b>4 649 248</b> | <b>4 777 251</b> | <b>5 469 293</b> | <b>6 226 606</b>  |
| <b>Sum totalkapital</b>          |         | <b>5 415 901</b> | <b>6 259 960</b> | <b>7 303 425</b> | <b>9 056 718</b> | <b>9 295 543</b> | <b>9 967 374</b> | <b>11 392 400</b> |

Tabell 28: Omgruppert justert balanse, 2010-2016

| Netto driftseiendeler               |            | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
|-------------------------------------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Netto driftsrelaterte anleggsmidler | NAM        | 2 778 714        | 3 243 656        | 3 568 365        | 3 753 709        | 4 402 209        | 4 977 773        | 6 026 394        |
| Driftsrelatert arbeidskapital       | DAK        | 1 210 466        | 1 606 276        | 1 950 367        | 2 442 252        | 2 419 761        | 2 152 377        | 1 503 600        |
| <b>Netto driftseiendeler</b>        | <b>NDE</b> | <b>3 989 180</b> | <b>4 849 932</b> | <b>5 518 732</b> | <b>6 195 961</b> | <b>6 821 970</b> | <b>7 130 150</b> | <b>7 529 994</b> |
|                                     |            |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Netto driftskapital                 |            | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             |
| Egenkapital                         | EK         | 2 059 053        | 2 050 215        | 2 589 895        | 4 069 662        | 4 457 670        | 4 418 397        | 5 083 394        |
| Minoritetsinteresser                | MI         | 118 011          | 122 228          | 136 300          | 337 808          | 60 622           | 79 684           | 82 400           |
| Netto finansiell gjeld              | NFG        | 1 812 116        | 2 677 489        | 2 792 537        | 1 788 491        | 2 303 678        | 2 632 069        | 2 364 200        |
| <b>Netto driftskapital</b>          | <b>NDK</b> | <b>3 989 180</b> | <b>4 849 932</b> | <b>5 518 732</b> | <b>6 195 961</b> | <b>6 821 970</b> | <b>7 130 150</b> | <b>7 529 994</b> |

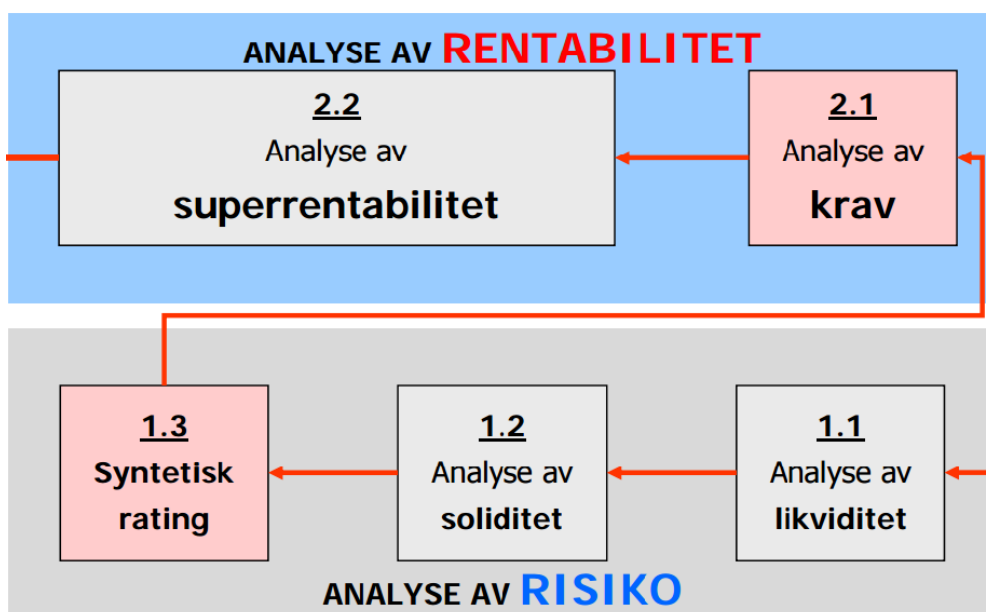
Tabell 29: Justert netto driftskapital, 2010-2016

## 5.7. Rammeverk for forholdstallanalyse

Det omgrupperte og justerte regnskapet legger grunnlaget for forholdstallanalysen. I forholdstallanalysen vil vi sette SalMars risiko og lønnsomhet opp mot bransjesnittet til de komparative selskapene. I kapittel 6 vil vi foreta en analyse av risiko hvor vi analyser SalMars

kortsiktige likviditetsrisiko og langsiktige soliditetsrisiko. Risikoanalysen vil oppsummeres i en syntetisk rating som beregner SalMars kredittrisiko. I kapittel 7 vil vi ta for oss SalMar og de komparative selskapene sine historiske avkastningskrav. I kapittel 8 vil vi beregne SalMars lønnsomhet og vurdere denne opp mot snittet av de komparative selskapene. Dette vil vi bruke for å vurdere om SalMar og/eller bransjen besitter strategiske fordeler, som innebærer at de oppnår superrentabilitet, som er resultat over avkastningskrav.

Rammeverket for forholdstallsanalysen er oppsummert i figur 34.



Figur 34: Forholdstallsanalyse rammeverk (Knivsflå, 2017c)

Ved beregning av forholdstall benytter vi en tidsvektning. Bakgrunnen er at vi forsøker å benytte historiske tall til å projisere fremtiden. Stabile bransjer bør ha en forholdsvis statisk tidsvektning, mens mer volatile bransjer bør vekte senere år høyere enn år lenger tilbake. I den strategiske analysen fant vi at produksjonsprognoser tilsier at laksebransjen er en stabil bransje som følge av konsesjonsordningen. Derimot medfører de store svingningene i lakseprisen og innovasjon tilknyttet utviklingskonsesjonene at oppdrettsbransjen bør forvente store svingninger fra år til år. På bakgrunn av dette har vi tidsvektet avtagende bakover i tid.

## 6. Analyse av risiko

Risikoen et selskap står overfor kan deles inn i bedriftsspesifikk risiko og generell markedsrisiko, også kjent som usystematisk- og systematisk risiko. Samlet utgjør disse risikoene totalrisikoen et selskap står overfor. Usystematisk risiko er risikoen enhver investor står overfor, og er en iboende risiko i alle selskap. En kan redusere denne risikoen ved å diversifisere investeringene sine i ulike selskaper, industrier eller forskjellige typer verdipapirer. Systematisk risiko innebærer risiko fra faktorer som påvirker alle selskaper, og er iboende i alle markeder. I motsetning til usystematisk risiko kan man verken forutse eller eliminere systematisk risiko. Systematisk risiko kan kun reduseres ved å benytte hedging. I en investororientert analyse vil det være hensiktsmessig å se på både systematisk og usystematisk risiko (Knivsflå, 2017h).

Långivere vil være mest opptatt av risikoen for at lån misligholdes. I dette kapitlet vil vi analysere kredittrisikoen til selskapet og bransjen ved å benytte likviditet- og soliditetsanalyse. Risikoanalysen vil la oss beregne SalMars syntetiske kredittrating. Kreditorer er mest interessert i selskapets kredittrisiko. Kredittrisiko kan deles inn i sannsynligheten for konkurs, og forventet tap på lån ved konkurs. Kredittrisiko er systematisk og kan ikke diversifiseres bort. Både kreditorer og investorer vil derfor ha nytte av en analyse av spesifikk selskapsrisiko. Forholdstallanalysen som følger i dette kapitlet vil forsøke å avdekke forhold som kan indikere finansiell krise eller konkurs (Knivsflå, 2017h).

### 6.1. Analyse av kortsiktig risiko

I denne seksjonen vil oppgaven redegjøre for SalMars eksponering overfor sentrale risikoer et selskap utsettes for, gjennom en likviditets- og soliditetsanalyse. Formålet er å klassifisere den underliggende risikoen i regnskapet og balansen til SalMar.

I seksjonen om egenkapitalens avkastningskrav redegjorde vi for de to typene risiko en investor står overfor, og poengterte at markedet utelukkende gir risikopremie for systematisk risiko, ettersom alle investorer har mulighet til å tilnærmet eliminere usystematisk risiko gjennom å diversifisere. I den videre analysen er det derfor systematisk risiko som er relevant.

#### 6.1.1. *Likviditetsanalyse*

Likviditet er fundamentalt for selskaper, uten tilstrekkelig likviditet vil selskapet ikke være i stand til å finansiere den daglige driften. Måten selskaper håndterer likviditetsrisiko er å ha

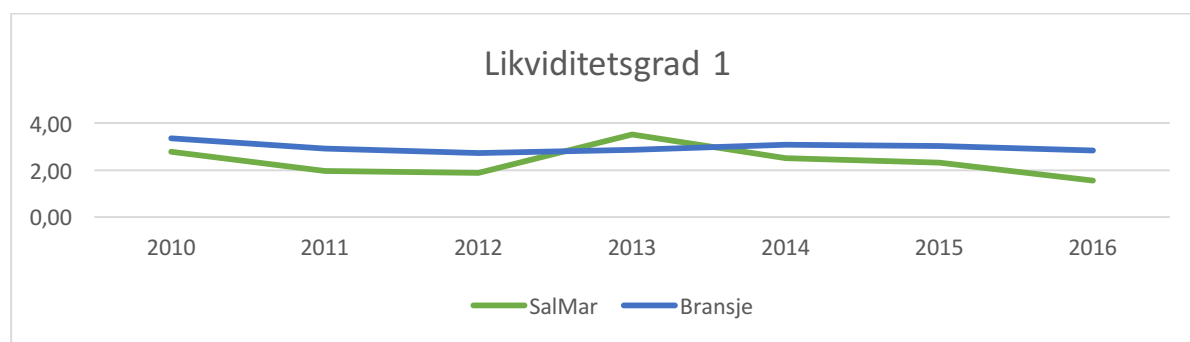
vedvarende positivt kontantstrøm, altså på kort- og lang sikt. Svak likviditet vil føre til høyere gjeldskostnader som i tur kan danne en negativ spiral som i verste fall kan resultere i konkurs. Likviditetsanalyse har fokus på den kortsiktige kredittrisikoen. SalMars resultater fra likviditetsanalysen vil sammenlignes med tilsvarende resultat fra bransjen. Dette vil ifølge Knivsflå (2017h) være en god målestokk. I likviditetsanalysen skiller man mellom likviditetsgrad 1 og 2. Forskjellen mellom dem er grad av likviditet. Disse blir redegjort for i de følgende avsnittene. Formålet med å beregne likviditetsgrad er å måle bedriftens evne til dekke sine betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller.

### Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 gir oss forholdstallet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Illustrert ved formelen:

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

Tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 1 bør være minst 2, men terskelen vil variere mellom bransjer (Knivsflå, 2017h). Jo høyere likviditetsgrad 1 er, desto mer sannsynlig er det at omløpsmidlene er tilstrekkelig store til å dekke kortsiktige forpliktelser. Samtidig bør ikke likviditetsgrad 1 være overskridende stor, ettersom dette kan indikere lite hensiktsmessig forvaltning av selskapets ressurser. Formelen er enkel å anvende og er brukt mye i litteraturen. Derimot er imidlertid dette nøkkeltallet lite skikket til å gi et korrekt uttrykk for et selskaps likviditet. Den gir ikke uttrykk for ulike omløpsmidlers evne til å omdannes til likvide midler innen rimelig tid (Petersen og Plenborg, 2012). Nøkkeltallet sier noe om selskapets finansielle struktur, men er kun anvendelig som likviditetsmål dersom omløpshastigheten til omløpsmidlene tilsvarer den til kortsiktig gjeld.



Figur 35: Likviditetsgrad 1, 2010-2016

| Likviditetsgrad 1 | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| SalMar            | 2,79        | 1,97        | 1,87        | 3,53        | 2,51        | 2,32        | 1,57        |
| <b>Bransje</b>    | <b>3,36</b> | <b>2,93</b> | <b>2,74</b> | <b>2,86</b> | <b>3,08</b> | <b>3,02</b> | <b>2,84</b> |

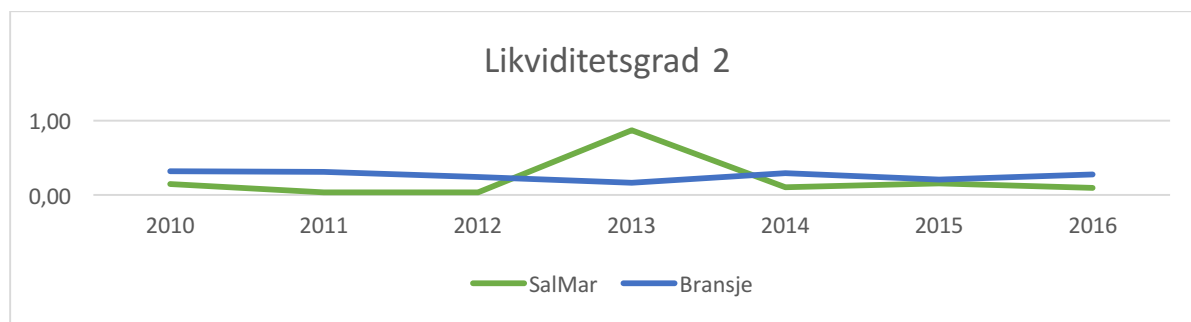
Tabell 30: Likviditetsgrad 1, 2010-2016

Figur 35 illustrerer likviditetsgrad 1 for bransjen og SalMar. SalMar har med unntak av 2013 lavere likviditetsgrad enn bransjen. Bransjen har likviditetsgrad 1 over tommelfingerregelen på 2 gjennom hele måleperioden, i motsetning til SalMar som ligger under 2 i 2011, 2012 og 2016. Isolert sett tyder dette på at SalMar har en likviditetsulempe sammenlignet med bransjen. Likevel, som det ble drøftet innledningsvis, har et enkelt forholdstall lite forklaringskraft alene. Det er derfor nødvendig å foreta en helhetsvurdering etter gjennomføring av ytterligere analyser.

**Likviditetskrav 2** er forholdstallet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Illustrert ved formelen:

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

Forholdstallet er som hovedregel anbefalt å være minst 1, som innebærer at de mest likvide omløpsmidlene bør være minst like store som den kortsiktige gjelden. Telleren, mest likvide omløpsmidler, innebærer; kortsiktige fordringer, kortsiktige investeringer, bankinnskudd, kontanter og lignende, dette fremkommer også som omløpsmidler fratrasket varelager. Dette følger av at et selskaps varelager alminnelig utgjør selskapets minst likvide omløpsmidler.



Figur 36: Likviditetsgrad 2, 2010-2016

| Likviditetsgrad 2 | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| SalMar            | 0,15        | 0,04        | 0,04        | 0,87        | 0,11        | 0,16        | 0,10        |
| <b>Bransje</b>    | <b>0,32</b> | <b>0,31</b> | <b>0,24</b> | <b>0,17</b> | <b>0,29</b> | <b>0,21</b> | <b>0,28</b> |

Tabell 31: Likviditetsgrad 2, 2010-2016

I likhet med likviditetsgrad 1 ser vi av figur 36 at SalMar ligger under bransjesnittet for alle år med unntak av 2013. I 2013 er bankinnskudd og kontanter mye høyere enn årene før og årene etter. Det forklarer den raske stigningen i 2013, etterfulgt av en rask nedgang i 2014. Igjen taler forholdstallet for en likviditetsulempe sammenlignet med bransjen. Det som skiller seg ut her er at også bransjen ligger godt under tommelfingerregelen på 1. I henhold til Knivsflå (2017h) utgjør bransjen et vel så bra sammenligningsgrunnlag som tommelfingerregelen på 1. Tar vi dette i betraktning fremstår ikke forholdstall like ugunstig for SalMar som tidligere, selv om det fortsatt er betraktelig lavere enn referansepunktet.

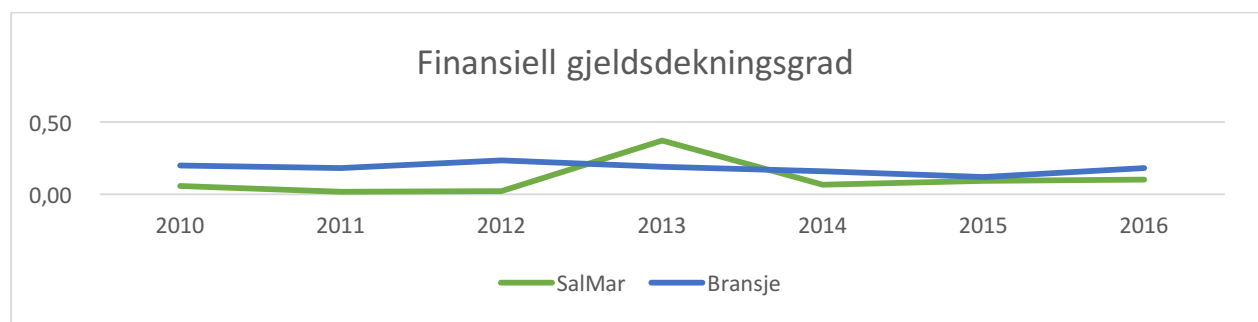
Likviditetsanalysene vi har utført gir uttrykk for i hvilken grad SalMar er i stand til å håndtere sine kortsiktige gjeldsforpliktelser med utgangspunkt i selskapets eiendeler. For at likviditetsanalysen skal få optimal forklaringskraft er det nødvendig å undersøke hvor raskt arbeidskapital kan omdannes til kontanter. Dette beregnes med formelen:

$$\text{Omløpshastighet} = \frac{365}{\text{Arbeidskapitalens omløpshastighet}}$$

#### Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad beregnes ved å dividere selskapets finansielle eiendeler på finansiell gjeld. Dette forholdstallet skal vise om selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke finansiell gjeld.

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



Figur 37: Finansiell gjeldsdekningsgrad, 2010-2016

| Finansiell gjeldsdekningsgrad | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| SalMar                        | 0,06        | 0,02        | 0,02        | 0,37        | 0,07        | 0,09        | 0,10        |
| <b>Bransje</b>                | <b>0,20</b> | <b>0,18</b> | <b>0,24</b> | <b>0,19</b> | <b>0,16</b> | <b>0,12</b> | <b>0,18</b> |

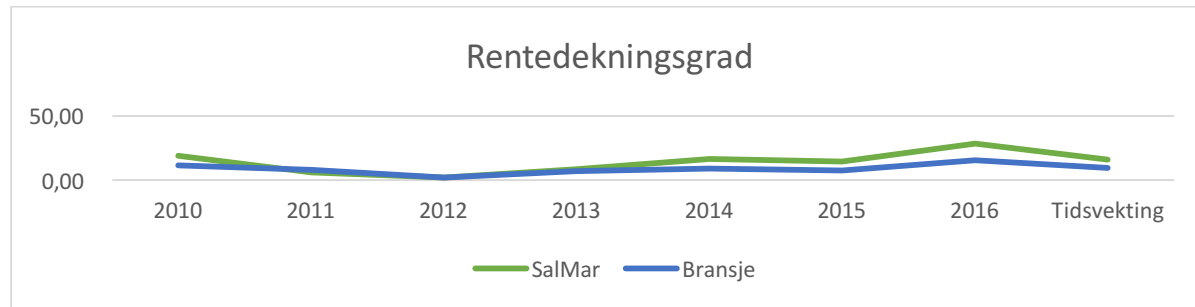
Tabell 32: Finansiell gjeldsdekningsgrad, 2010-2016

Desto høyere forholdstallet er, desto mindre er faren for en likviditetskrise. Av figur 37 ser vi at finansiell gjeldsdekningsgrad for SalMar følger samme trend som de for likviditetsgrad 1 og 2. SalMar har lavere gjeldsdekningsgrad enn bransjen, med unntak av 2013. En forklaring kan være at SalMar i større grad enn bransjen foretar store investeringer. Dette virker rimelig med tanke på de betydelige investeringene som fulgte utviklingen av InnovaMar og ikke minst de forventede investeringene på 690 millioner som følger Ocean Farming 1. Det er også rimelig å forvente at SalMar justerer sin finansielle gjeldsdekning, så vel som likviditetsreserver etter behov. Det fremstår urimelig at selskapet velger å gjennomføre betydelige investeringer knyttet til utvikling av Ocean Farming 1 dersom selskapet opplever eller forventer en presset likviditet.

### Rentedekningsgrad

Likviditet og soliditetsanalysen ser hvordan balansen evner å dekke gjeld. Rentedekningsgrad ser på rentedekningsgrad ved bruk av netto resultat og kontantstrøm. Rentedekningsgraden beskriver forholdet mellom nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnader. Forholdstallet beskriver selskapets evne til å dekke finanskostnadene (Knivsflå, 2017h).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{(\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter})}{\text{Netto finanskostnader}}$$



Figur 38: Rentedekningsgrad, 2010-2016

| Rentedekningsgrad etter skatt | 2010         | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016         |
|-------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| SalMar                        | 19,16        | 5,92        | 2,15        | 8,66        | 16,54       | 14,45       | 28,45        |
| <b>Bransje</b>                | <b>11,57</b> | <b>7,77</b> | <b>2,03</b> | <b>6,86</b> | <b>8,87</b> | <b>7,41</b> | <b>15,65</b> |

Tabell 33: Rentedekningsgrad, 2010-2016

Av figur 38 ser vi at SalMar, med unntak av 2011, ligger over bransjens rentedekningsgrad for hele måleperioden. Det er i motsetning til likviditetsgrad 1 og 2 og finansiell gjeldsdekningsgrad ikke noen nærliggende fareindikatorer i SalMars rentedekningsgrad.

En svakhet med rentedekningsgrad er at den benytter nettoverdier og således ikke tar hensyn til ulike skattesatser. Skattesatser varierer mellom selskaper og forholdstallet kan på den

måten gi et misvisende bilde. Forholdstallet tar heller ikke hensyn til avdrag på gjeld. Selskapet kan ha god rentedekningsgrad og likevel ha problemer med å betale avdrag.

#### Analyse av kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm defineres som forholdet mellom selskapets frie kontantstrøm fra sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til finansielle långivere. Forholdstallet viser om selskapet genererer tilstrekkelig kontanter til å dekke løpende gjeldsforpliktelser (Knivsflå, 2017h).

| KONTANTSTRØMOPPSTILLING                         | 2011            | 2012            | 2013            | 2014             | 2015             | 2016             |
|-------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| Netto driftsresultat                            | 481 661         | 272 417         | 1 045 381       | 1 501 176        | 1 099 218        | 2 102 761        |
| -Endring netto driftseiendeler                  | 860 752         | 668 800         | 677 230         | 626 009          | 308 180          | 399 844          |
| <b>=Fri kontantstrøm fra drift</b>              | <b>-379 091</b> | <b>-396 383</b> | <b>368 151</b>  | <b>875 166</b>   | <b>791 038</b>   | <b>1 702 918</b> |
| +Netto finansinntekter                          | 6 324           | 2 529           | 12 855          | 9 093            | 3 413            | 59 083           |
| -Endring finansielle eiendeler                  | -60 105         | 22 713          | 1 000 286       | -903 900         | 106 503          | -285             |
| <b>=Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b> | <b>-312 662</b> | <b>-416 567</b> | <b>-619 280</b> | <b>1 788 159</b> | <b>687 948</b>   | <b>1 762 286</b> |
| -Netto finanskostnader                          | 82 459          | 127 726         | 122 147         | 91 319           | 76 303           | 75 975           |
| +Endring finansiell gjeld                       | 805 268         | 137 761         | -3 760          | -388 713         | 434 894          | -268 154         |
| +Andre endringer i egenkapital                  | -259 276        | 291 459         | 1 041 932       | -141 409         | 165 642          | 469 531          |
| <b>=Fri kontantstrøm til egenkapital</b>        | <b>150 871</b>  | <b>-115 073</b> | <b>296 744</b>  | <b>1 166 718</b> | <b>1 212 182</b> | <b>1 887 687</b> |

Tabell 34: Historisk kontantstrømoppstilling, 2011-2016

Tabell 34 viser at SalMar har negativ kontantstrøm fra drift i årene 2011 og 2012, for deretter å ha betydelig positiv kontantstrøm frem til 2016. Det er også positiv fri kontantstrøm til egenkapitalen gjennom hele måleperioden, med unntak av 2012. De siste 3 årene har medført positive kontantstrømmer fra drift og til egenkapital i en størrelsesorden vesentlig større enn tidligere år. Dette reduserer risikoen for at SalMar havner i en presset likviditetssituasjon i nær fremtid. Den negative kontantstrømmen i 2012 skyldes i stor grad lav laksepris dette året.

#### 6.1.2. Soliditetsanalyse

Likviditetsrisiko har fokus på selskapers kortsiktige betalingsevne, soliditetsanalyse er knyttet til den langsiktige betalingsevnen. Formålet er å gjennomgå SalMars evne til å betale renter og avdrag i overskuelig fremtid, som innebærer betalingsevne på kort- og lang sikt. Ettersom tap føres mot egenkapital utgjør egenkapital en grunnleggende del av soliditetsanalysen.

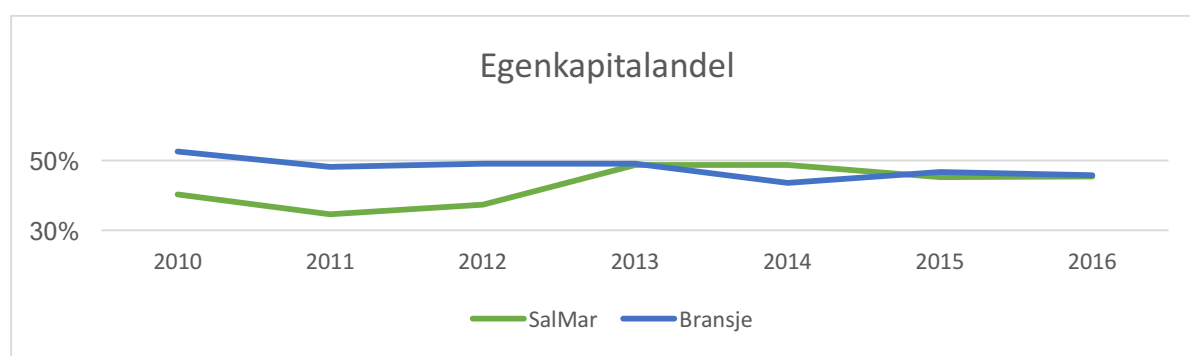
#### Egenkapitalandel

Forholdstallet egenkapitalandel beskriver hvor stor del egenkapitalen utgjør av totalkapitalen i selskapet. Høy egenkapital innebærer at selskapet kan stå imot en lengre periode med tap

(Knivsflå, 2017h). Egenkapitalandel brukes også ofte som eget lånevilkår, såkalt «covenants krav». Dette innebærer at långiver stiller vilkår til størrelsen på egenkapitalandelen. Brudd på slike vilkår innebærer at långiver vil kunne kreve forsert forfall.

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

Forholdstallet benyttes til å tolke selskapets evne til å tåle tap i driften, og negative verdifall på eiendeler. Forholdstall til likviditet viser selskapets evne til å finansiere den daglige driften, mens en soliditetsanalyse i større grad går på selskapets evne til å tåle tap i drift og verdifall på kort- og lang sikt.



Figur 39: Egenkapitalandel, 2010-2016

| Egenkapitalprosent i forhold til TK | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| SalMar                              | 40 %        | 35 %        | 37 %        | 49 %        | 49 %        | 45 %        | 45 %        |
| <b>Bransje</b>                      | <b>52 %</b> | <b>48 %</b> | <b>49 %</b> | <b>49 %</b> | <b>44 %</b> | <b>47 %</b> | <b>46 %</b> |

Tabell 35: Egenkapitalprosent i forhold til TK, 2010-2016

Figur 39 viser egenkapitalprosenten til SalMar og bransjen gjennom måleperioden. SalMars egenkapitalprosent har variert mellom 34 % til 49 %. SalMar har i snitt ligget noe under bransjesnittet, men de siste 4 årene har SalMar vært marginalt over bransjesnittet. De laveste nivåene var i 2011 og 2012 som trolig henger sammen med at dette var vanskelige tider for bransjen. Ingen av funnene virker alarmerende. At SalMar de siste tre årene har ligget mer eller mindre stabilt med bransjen, i tillegg til at egenkapitalen utgjør nesten halvparten av totalkapitalen, taler for at egenkapitalprosenten er solid. Vi vurderer det dithen at selskapet ikke er i fare for å misligholde lån i nærmeste fremtid.

### Kapitalstruktur

Formålet med en analyse av kapitalstruktur er å kartlegge hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt, samt tilhørende risiko. Analysen omtales som en statisk finansieringsanalyse og

kan illustreres med en finansieringsmatrise som beskriver finansieringskilden til selskapets eiendeler. Et selskap vil i utgangspunktet foretrekke finansiering gjennom egenkapital og langsiktige driftsrelatert gjeld. Finansiering gjennom slike langsiktige finansieringskilder, fremfor finansiering av mer kortsiktig karakter, medfører mindre risiko knyttet til finansiering. Egenkapitalen anses som den sikreste finansieringskilden. En virksomhet som primært er finansiert av egenkapital vil ha lavere risiko og mer solid finansiering enn om selskapet i større utstrekning benytter gjeldsfinansiering (Knivsflå, 2017h).

| Kapitalstruktur SalMar | Egenkapital      | Minoritetsinteresser | Langsiktig driftsrelatert gjeld | Langsiktig finansiell gjeld | Kortsiktig driftsrelatert gjeld | Kortsiktig finansiell gjeld | Totale eiendeler |
|------------------------|------------------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------|-----------------------------|------------------|
| Driftsrelaterte AM     | 5 083 394        | 82 400               | 1 001 306                       | 860 600                     |                                 |                             | 7 027 700        |
| Finansielle AM         |                  |                      |                                 | 0                           |                                 |                             | 0                |
| Driftsrelaterte OM     |                  |                      |                                 | 1 578 700                   | 2 512 300                       |                             | 4 091 000        |
| Finansielle OM         |                  |                      |                                 |                             | 75 100                          | 198 600                     | 273 700          |
| <b>Totalkapital</b>    | <b>5 083 394</b> | <b>82 400</b>        | <b>1 001 306</b>                | <b>2 439 300</b>            | <b>2 587 400</b>                | <b>198 600</b>              | <b>11392400</b>  |

Tabell 36: Kapitalstruktur SalMar, 2016

| Kapitalstruktur SalMar | Egenkapital    | Minoritetsinteresser | Langsiktig driftsrelatert gjeld | Langsiktig finansiell gjeld | Kortsiktig driftsrelatert gjeld | Kortsiktig finansiell gjeld | Totale eiendeler |
|------------------------|----------------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------|-----------------------------|------------------|
| Driftsrelaterte AM     | 72,33 %        | 1,17 %               | 14,25 %                         | 12,25 %                     |                                 |                             | 61,69 %          |
| Finansielle AM         |                |                      |                                 | 0,00 %                      |                                 |                             | 0,00 %           |
| Driftsrelaterte OM     |                |                      |                                 | 38,59 %                     | 61,41 %                         |                             | 35,91 %          |
| Finansielle OM         |                |                      |                                 |                             | 27,44 %                         | 72,56 %                     | 2,40 %           |
| <b>Totalkapital</b>    | <b>44,62 %</b> | <b>0,72 %</b>        | <b>8,79 %</b>                   | <b>21,41 %</b>              | <b>22,71 %</b>                  | <b>1,74 %</b>               | <b>100,00 %</b>  |

Tabell 37: Kapitalstruktur SalMar i prosent, 2016

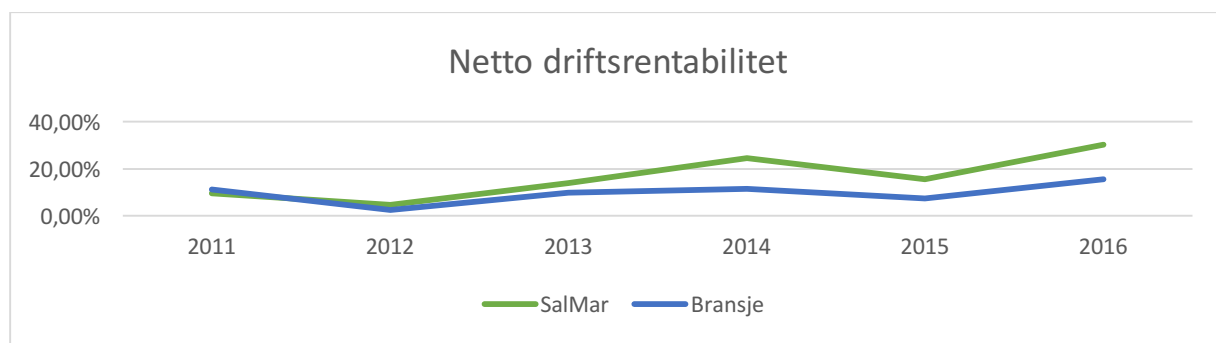
SalMar har utelukkende finansiert sine anleggsmidler med egenkapital, minoritetsinteresser, langsiktig driftsrelatert gjeld og langsiktig finansiell gjeld. Omløpsmidlene er 39 % finansiert med langsiktig finansiell gjeld med de resterende 61 % fra kortsiktig driftsrelatert gjeld. Funnene er, i likhet med funnene i egenkapitalprosenten, tilfredsstillende for SalMar. Analysen av kapitalstrukturen gir ingen indikatorer på at SalMar vil oppnå en likviditetskrise i nærmeste fremtid.

### Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser avkastningen på driften til selskapet, og er således et mål på selskapets lønnsomhet. Forholdstallet beregnes ved forholdet mellom netto driftsresultat og gjennomsnittlig kapital, justert for kapital opptjent gjennom året.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital} + \frac{\Delta \text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsrentabilitet}}{2}}$$

Lav lønnsomhet over tid vil redusere egenkapitalen og således svekke selskapets egenkapitalandel. Dette medfører svekkelse av kapitalstrukturen som skal sikre selskapet til å tåle fremtidig tap i drift og verdifall. Således er selskapets lønnsomhet en viktig del av soliditetsanalysen (Knivsflå, 2017h).



Figur 40: Netto driftsrentabilitet, 2010-2016

| Netto driftsrentabilitet | 2011    | 2012   | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    |
|--------------------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| SalMar                   | 9,52 %  | 4,70 % | 13,79 % | 24,61 % | 15,57 % | 30,25 % |
| Bransje                  | 11,16 % | 2,40 % | 9,78 %  | 11,50 % | 7,45 %  | 15,63 % |

Tabell 38: Netto driftsrentabilitet, 2010-2016

Figur 40 viser at SalMar ligger over bransjesnittet for alle år i måleperioden, med unntak av 2011. I utgangspunktet gir dette gode indikasjoner på at SalMars netto driftsrentabilitet er tilfredsstillende. Likevel kan de betydelige svingningene fra år til år virke bekymringsverdig. I kapittel 4 redegjorde vi for ulike utfordringer bransjen står overfor, svingningene må ses i lys av dette. SalMars betydelige netto driftsrentabilitet negerer derimot noe av bekymringen. Vi tolker ikke netto driftsrentabilitet til å være en betydelig risikofaktor for SalMar.

## 6.2. Syntetisk rating

Syntetisk rating er et forsøk på å klassifisere selskapets risikonivå på grunnlag av forholdstallsanalyse. Likviditet- og soliditetsanalyse er som nevnt nyttig for å sette selskapets regnskapstall i en større sammenheng for å beregne risiko på lang- og kort sikt. SalMars syntetiske rating finner en ved å benytte forholdstallene fra tidligere analyser, samt en forenklet tabell med ratingklasser utviklet av Standard & Poor's (S&P). S&P spesialiserte seg på kredittrating og deres virksomhet omhandler i stor grad organisert rating. Deres fremgangsmetoder vil i praksis være vesentlig mer dyptgående og inneholde betydelig flere parametere. Likevel anses den forenklete modellen som relevant for denne analysen. Målet med den syntetiske ratingen er å oppsummere forholdstalls- og risikoanalysene ved å sette en

karakter på risikoen til SalMar. Karakteren benyttes for å fastsette kredittrisikopremien i kapittel 7. Rating-klassene går fra AAA til D, hvor AAA er høyeste mulige oppnådde rating med lav konkurssannsynlighet. D er laveste rating med tilhørende høy konkurssannsynlighet.

Analysen baserer seg på historiske data fra seks år tilbake i tid. Det forutsettes at de siste to-tre årene har større påvirkning på dagens kredittrisiko enn de tidligere årene. Dermed tidsvektes forholdstallene. Den valgte tidsvektingen er presentert i tabell 39.

| År          | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Tidsvekting | 5%   | 5 %  | 10 % | 15 % | 20 % | 20 % | 25 % |

Tabell 39: Tidsvekting, 2010-2016

Kredittvurderingen vil også inneholde en sensitivitetsanalyse der en benytter forholdstall basert på ujusterte regnskapstall. Ved å benytte ujusterte regnskapstall ønsker en å ta høyde for at det ved justering kan ha oppstått økt grad av støy i regnskapene.

Tabell 40 viser de ulike ratingnivåene til S&P og grenseverdiene til de ulike forholdstallene for hvilket risikonivå et spesifikt forholdstall kvalifiserer til. Forslaget til hvilke forholdstall det er hensiktsmessig å bruke er hentet fra Knivsflå (2017h). I tillegg til likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent av totalkapitalen og netto driftsrentabilitet viser tabellen konkurssannsynligheten for et år fram i tid ved de ulike nivåene. Sannsynligheten er basert på statistikk fra S&P.

| Rating | Konkurssannsynlighet | Likviditetsgrad 1 | Rentedekningsgrad | Egenkapitalprosent | Netto driftsrentabilitet |
|--------|----------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------------|
| AAA    | 0,000 %              | 11,6000           | 16,9000           | 94 %               | 35 %                     |
|        |                      | 8,9000            | 11,6000           | 90 %               | 31 %                     |
| AA     | 0,020 %              | 6,2000            | 6,3000            | 85 %               | 27 %                     |
|        |                      | 4,6000            | 4,8250            | 76 %               | 22 %                     |
| A      | 0,080 %              | 3,0000            | 3,3500            | 66 %               | 17 %                     |
|        |                      | 2,3500            | 2,7500            | 55 %               | 13 %                     |
| BBB    | 0,260 %              | 1,7000            | 2,1600            | 44 %               | 10 %                     |
|        |                      | 1,4500            | 1,6900            | 38 %               | 8 %                      |
| BB     | 0,970 %              | 1,2000            | 1,2200            | 32 %               | 7 %                      |
|        |                      | 1,0500            | 1,0600            | 27 %               | 5 %                      |
| B      | 4,930 %              | 0,9000            | 0,9000            | 22 %               | 4 %                      |
|        |                      | 0,7500            | 0,4850            | 18 %               | 3 %                      |
| CCC    | 12,610 %             | 0,6000            | 0,0700            | 13 %               | 1 %                      |
|        |                      | 0,5500            | -0,3450           | 11 %               | 0 %                      |
| CC     | 27,960 %             | 0,5000            | -0,7600           | 8 %                | -2 %                     |
|        |                      | 0,4500            | -1,1700           | 3 %                | -3 %                     |
| C      | 50,990 %             | 0,4000            | -1,5800           | -2 %               | -4 %                     |
|        |                      | 0,3500            | -1,9950           | -10 %              | -6 %                     |
| D      | 85,540 %             | 0,3000            | -2,4100           | -18 %              | -7 %                     |

Tabell 40: Syntetisk rating og konkurssannsynlighet (Knivsflå, 2017h)

Oppsummeringen av likviditets- og soliditetsanalysen med hensyn på å finne den syntetiske ratingen til SalMar fremgår av tabell 41. Slik tabellen viser har den syntetiske ratingen variert gjennom perioden. Syntetisk rating for SalMar per 31.12.2016 er A, basert på den tidsvektede

kredittrisikoen. De ujusterte forholdstallene ga likt resultat. Dette gir SalMar en konkurserisiko på omtrent 0,08 % etter informasjonen i tabell 40.

| <b>Syntetisk rating SalMar</b>  | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>Tidsvektet</b> |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| <i>Likviditetsgrad 1</i>        | 1,974       | 1,874       | 3,530       | 2,505       | 2,323       | 1,567       | <b>2,289</b>      |
| <b>Rating lg1</b>               | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>  | <b>A</b>    | <b>A</b>    | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>        |
| <i>Rentedekningsgrad</i>        | 5,918       | 2,153       | 8,664       | 16,538      | 14,451      | 28,455      | <b>15,845</b>     |
| <b>Rating rdg</b>               | <b>AA</b>   | <b>BBB</b>  | <b>AA</b>   | <b>AAA</b>  | <b>AAA</b>  | <b>AAA</b>  | <b>AAA</b>        |
| <i>Egenkapitalprosent</i>       | 35 %        | 37 %        | 49 %        | 49 %        | 45 %        | 45 %        | <b>45 %</b>       |
| <b>Rating ekp</b>               | <b>BB</b>   | <b>BB</b>   | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>        |
| <i>Netto driftsrentabilitet</i> | 10 %        | 5 %         | 14 %        | 25 %        | 16 %        | 30 %        | <b>19 %</b>       |
| <b>Rating ndr</b>               | <b>BBB</b>  | <b>BB</b>   | <b>A</b>    | <b>AA</b>   | <b>A</b>    | <b>AA</b>   | <b>A</b>          |
| <b>Syntetisk rating</b>         | <b>BBB</b>  | <b>BBB</b>  | <b>A</b>    | <b>A</b>    | <b>A</b>    | <b>A</b>    | <b>A</b>          |

*Tabell 41: Syntetisk rating for SalMar*

## 7. Historisk avkastningskrav

I det følgende blir virksomhetens historiske avkastningskrav beregnet. Avkastningskravet har som formål å kompensere for risiko, inflasjon og tidsverdi (Kaldestad og Møller, 2015). Det representerer den avkastningen eierne forventer å ha på deres investeringer i selskapet.

Avkastningskravet, WACC (Weighted average cost of capital) eller netto driftskrav er et vektet avkastningskrav. Vektene tar høyde for kapitalstrukturen til selskapet. Dette er for å ta hensyn til alle investorenes krav. Derfor er avkastningskravet egnet til å neddiskontere de framtidige frie kontantstrømmene i en fundamental verdsettelse ettersom disse kontantstrømmene er uavhengige av kapitalstrukturen. De frie kontantstrømmene er tilgjengelige for samtlige investorer med en interesse i selskapet, inkludert kreditorer og alle andre som ikke eier en del av egenkapitalen (Koller, Goedhart & Wessels, 2015).

### 7.1. Krav til egenkapital og minoritet

Ved estimering av avkastningskrav er det kun risikoen knyttet til systematiske risikofaktorer som er relevante i markedslukevekt. Faktormodellen nedenfor illustrerer kravet på et generelt grunnlag. Den uttrykker den minste alternative avkastningen en investor kan kreve (Knivsflå, 2017i).

$$k = r_f + \beta \cdot (r_F - r_f)$$

*k = krav til alternativ avkastning,  $r_f$  = risikofri rente,  $\beta$  = beta,  $(r_F - r_f)$  = faktorrisikopremie*

Et spesialtilfelle av faktormodellen er kapitalverdimodellen (CAPM, Capital Asset Pricing Model). Modellen er en av de mest brukte metodene for å estimere kravet til egenkapitalen (Penman, 2013). Den kan brukes når kapitalmarkedet er «perfekt». Markedet er perfekt dersom investorene i markedet kun må betale for systematisk markedsrisiko. Den usystematiske risikoen blir eliminert gjennom diversifisering og investorene skal dermed ikke få betalt for å bære den. CAPM uttrykkes slik (Knivsflå, 2017i):

$$ekk = r_f + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f)$$

*ekk = egenkapitalkravet,  $r_f$  = risikofri rente,  $\beta_{EK}$  = egenkapitalbeta,  $(r_m - r_f)$  = markedsrisikopremie*

Egenkapitalrentabiliteten er den nominelle renten etter skatt. Dermed må en justere for skatt i CAPM slik at en får konsistens i analysen. Videre må en ta hensyn til at markedet ikke er perfekt, slik modellen forutsetter. Det oppstår derfor en illikviditetspremie som kommer av

markedssvikt. Illikviditetspremien er en systematisk faktor, og opprettholder derfor forutsetningen om at en ikke tar hensyn til usystematisk risiko. Den justerte formelen er vist nedenfor.

$$ekk = r_f \cdot (1 - s) + \beta_{ek} \cdot mrp + ilp$$

*ekk = egenkapitalkravet,  $r_f$  = risikofri rente,  $s$  = effektiv selskapsskattesats*

*$\beta_{ek}$  = egenkapitalbeta,  $mrp$  = markedsrisikopremie,  $ilp$  = illikviditetspremie*

Videre estimeres kravet til minoriteten. Minoritetsinteressekravet er egenkapitalkravet tillagt en ekstra illikviditetspremie som tar hensyn til innlåsing eller illikviditeten til minoriteten (Knivsflå, 2017i).

$$mik = ekk + ilp_{MI}$$

*mik = minoritetsinteressekravet, ekk = egenkapitalkrav,  $ilp_{MI}$  = ekstra illikviditetspremie*

I det følgende vil beregningene av risikofri rente etter skatt, markedets risikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremiene til majoritet og minoritet bli gjennomgått.

#### 7.1.1. Risikofri rente

Den risikofrie renten ligger i bunn ettersom alle risikable investeringsprosjekter som et minimum må være egnet til å gi bedre avkastning enn denne. Risikofri rente er en hypotetisk avkastning som begrepet tilsier. Den representerer avkastningen på en risikofri investering, det vil si en investering uten konkurrisiko eller risiko for mislighold. En slik investering er i praksis umulig å identifisere. Det nærmeste en kommer denne teoretiske investeringen er statsobligasjoner, til tross for at selv en stat har en viss, om marginal, konkurrisiko. Enhver kontantstrøm bør ideelt diskonteres med en statsobligasjon med tilsvarende løpetid, men dette er praktisk lite gjennomførbart, det ville årlige, om ikke kvartalsvis kalkulasjoner av renten. Den viktigste problemstillingen i forbindelse med risikofri rente er å velge løpetid på statsobligasjonen man benytter som referansepunkt.

Som følge av de utfordringene som følger med å velge statsobligasjon med riktig løpetid velger de fleste analytikere en enkelt rentesats som følger av en statsobligasjon med en løpetid som best passer til kontantstrømmen som verdsettes. I praksis tilsier dette som oftest at en langsiktig, 10-årig statsobligasjonsrente legges til grunn. Under ordinære forutsetninger fremstår dette som et bra kompromiss mellom det å være teoretisk korrekt og det å være praktisk anlagt. Ikke-ordinære forhold, som vil gjøre fremgangsmåten mindre optimal, vil være om yield-kurven er bratt, dersom langsiktig rente er mye høyere enn kortsiktig rente, eller dersom en stor del av

kontantstrømmen kommer tidlig i perioden. Det er videre hevdet at for å få en risikofrirente så passende som mulig bør man anvende en statsobligasjon (Kaldestad og Møller, 2015).

For å estimere risikofri rente benyttes derfor norske statsobligasjoner. Dette vil håndtere utfordringer som inflasjon ettersom statsobligasjonen er i samme valuta som SalMars kontantstrøm. McKinsey (2016) hevder den mest passende statsobligasjonen er den med ti års løpetid. 30 års løpetid vil kunne passe kontantstrømmen bedre, men et potensielt likviditetsproblem vil kunne skape yieldpremie.

Et annet mål på risikofri rente er Norwegian Interbank Offered Rate (NIBOR). NIBOR er den kortsiktige lånerenten mellom banker med et tillegg for mislighetsrisiko basert på deres rating fra ratingbyrå. NIBOR 3M følger i utgangspunktet det samme prinsippet som ligger til grunn for prising av statsobligasjoner, men her er mislighetspremien basert på Norges rating. Norge er rangert med AAA hos de tre store ratingbyråene; Moody's, S&P og Fitch, som innebærer at Norge har forsvinnende liten risiko for mislighold. Konkurs risikoen for Norge er lavere enn den er for norske banker, og risikopremien er antatt å være marginal. Derfor velges 10-årige norske statsobligasjoner som proxy for  $r_f$ . 10-årige statsobligasjoner varierer mindre enn NIBOR 3M og gir en mer stabil avkastning. Nedsiden med en langsiktig statsobligasjon som referanseverdi er at den teoretisk er for høy da den tar høyde for risikopremie i form av inflasjonsrisiko og illikviditet. PwC (2016) konkluderte i en undersøkelse gjennomført i 2016 at 10-årige statsobligasjoner fortsatt er referanseverdien som oftest blir benyttet som proxy for risikofri rente i det norske markedet. Hele 57 % av deltakerne i undersøkelsen benytter 10-årig statsobligasjon som risikofri rente mot 12 % som benytter NIBOR 3M. Den gjennomsnittlige renten for 10-årig norsk statsobligasjon var 1,33 % i 2016 (Norges Bank, 2017).

Oppgaven velger å benytte en 10-årig norsk statsobligasjonsrente som risikofri rente til tross for at det valgte rammeverket benytter en NIBOR 3M. Renten vil påvirke den videre analysen i stor grad. En for lav rente vil føre til for lave avkastningskrav og dermed en overvurdert selskapsverdi. I utgangspunktet skal en følge det valgte rammeverket, men NIBOR 3M har gjennom analyseperioden vært unormalt lav. Selv om en kan argumentere for å følge rammeverket punkt for punkt mener vi at det er viktig å tenke selvstendig når vi i denne oppgaven skal operere som analytikere. Etter finanskrisen i 2008 har det generelle rentenivået falt ned mot null. Den lave renten har tvunget analytikere og teoretikere til i større grad å være kritisk til rammeverkene ettersom rentenivået må tas hensyn til for å ikke overvurdere estimatene.

Gjennomsnittlig NIBOR 3M i perioden er 0,9 % etter skatt tillagt en kredittrisikopremie. Damodaran (2012) argumenterer for at det må være en konsistens mellom den risikofrie renten og veksten til selskapet. En risikofri rente på 0,9 % vil etter vår mening være lite hensiktsmessig ettersom det lave rentenivået som har vært de siste årene mest sannsynlig ikke vil holde i årene som kommer (Norges Bank, 2017). Ettersom den 10-årige statsobligasjonsrenten benyttes i praksis og at denne har vært høyere gjennom analyseperioden benytter oppgaven denne videre.

Den risikofrie renten oppgaven legger til grunn er etter skatt. Det er viktig å påpeke at dette ikke er vanlig i praksis. Likevel følger oppgaven rammeverket på dette punktet. Utrekningen av risikofri rente etter skatt er vist i tabell 42 nedenfor.

| Risikofri rente                    | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Norsk 10 års statsobligasjon       | 0,031        | 0,021        | 0,026        | 0,025        | 0,016        | 0,013        | 0,022        |
| Skatt                              | -0,009       | -0,006       | -0,007       | -0,007       | -0,004       | -0,003       | -0,006       |
| <b>Risikofri rente etter skatt</b> | <b>0,022</b> | <b>0,015</b> | <b>0,019</b> | <b>0,018</b> | <b>0,011</b> | <b>0,010</b> | <b>0,016</b> |

Tabell 42: Risikofri rente etter skatt, 2011-2016

Tabellen viser utregningen av den risikofrie renten etter skatt som skal brukes i de følgende analyser. Norsk 10-årig statsobligasjonsrente er her gjennomsnittet for året. Dataene er hentet fra Norges Bank (2017). Kredittrisikopremien etter skatt er basert på Norges kredittrisikopremie som er AAA. Dette gir en gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt på 1,4 %. Ettersom 10-årig statsobligasjonsrente er høyere enn NIBOR 3M er faren for at de historiske avkastningskravene underestimeres redusert. Følgelig reduseres faren for underestimering av framtidsskravene ettersom de baseres på de historiske kravene i dette kapittelet.

### 7.1.2. Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er avkastningen investorer krever som kompensasjon for å ta på seg risiko. Differansen mellom markedsavkastningen og risikofri rente er kjent som markedets risikopremie, og det kan anvendes ulike metoder for å beregne markedets risikopremie. Derimot er markedets risikopremie ikke observerbart, derfor må andre indirekte metoder anvendes for å slå fast markedets avkastning. Ifølge Pettersen og Plenborg finnes det to ulike fremgangsmåter for å estimere  $r_m$ ; ex-post og ex-ante. Ex-post metoden undersøker differansen mellom historisk avkastning i aksjemarkedet og historiske risikofrie investeringer for perioder på mellom 50 og 100 år. Den underliggende antagelsen er at historisk risikopremie for markedsporteføljer er en realistisk indikator for markedsporteføljer i fremtiden. Ex-ante metoden forsøker å fastslå den implisitte risikopremien for markedsporteføljer ved å benytte analytikerens inntjeningsprognoser.

$$mrp = r_m - r_f \cdot (1 - s)$$

*mrp = markedsrisikopremie,  $r_m$  = markedsavkastningen,  $r_f$  = risikofri rente,  $s$  = skattesats*

Utrekningen av markedets risikopremie er vist i tabell 43. Markedsavkastningen er alltid etter selskapsskatt. I prinsippet skal en analysere den realiserte risikopremien i aksjemarkedet over analyseperioden for egenkapitalrentabilitet. Ettersom egenkapitalrentabiliteten er normalisert i kapittel 8, må markedsrisikopremien også normaliseres for å ha en konsistens i analysen (Knivsflå, 2017i).

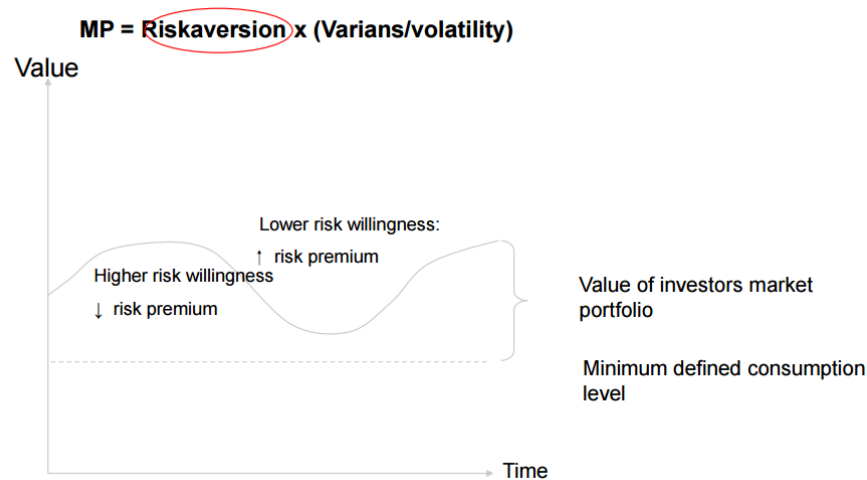
| Markedets risikopremie                                 | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|--------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Kortsiktig perspektiv etter skatt</i>               | 0,033        | 0,038        | 0,036        | 0,037        | 0,042        | 0,043        | 0,038        |
| <i>Vekt</i>                                            | 0,250        | 0,250        | 0,250        | 0,250        | 0,250        | 0,250        | 0,250        |
| <i>Langsiktig perspektiv etter skatt</i>               | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,050        | 0,050        | 0,050        | 0,050        |
| <i>Vekt</i>                                            | 0,750        | 0,750        | 0,750        | 0,750        | 0,750        | 0,750        | 0,750        |
| <b><i>Estimert markedsrisikopremie etter skatt</i></b> | <b>0,045</b> | <b>0,046</b> | <b>0,046</b> | <b>0,047</b> | <b>0,048</b> | <b>0,048</b> | <b>0,047</b> |

*Tabell 43: Markedets risikopremie, 2011-2016*

Damodaran har utarbeidet finansmarkedets historiske risikopremier for årene 1900-2015. Det historiske aritmetiske gjennomsnittet i Norge var 5.2 % for kortsiktige statsobligasjoner, og tilsvarende 5.9 % for langsiktige (Damodaran, 2012). Videre har Fernandez (2016) gjennomført en omfattende undersøkelse på markedets risikopremie i ulike land, Norges gjennomsnittlige risikopremie ble redusert fra 5.8 % i 2014 til 5.5 % i 2015. Dessuten har PwC og Den Norske Finansanalytikerforening (NFF) gjennomført omfattende forskning på risikopremie i det norske markedet i 2016 og har konkludert med at markedets risikopremie i Norge er 5 % basert på spørreundersøkelser (PwC, 2016). Det er store uenigheter rundt MRP, og ingen vet eksakt hva MRP faktisk er. Verdien vil variere over tid og er trolig knyttet til spesifikke markeder. Selv norske offentlige institusjoner sliter med å bli enige om verdien til MRP; Mork utvalget beregnet markedets risikopremie til mellom 2-4 % samme år som Norges Bank anslo MRP til 3-4 %, derimot slo finanstilsynet fast i en sak mot Odfjell samme år at 4 % er for lavt (Kinserdal, 2017).

Recursive utility teori tegner et investeringsbilde hvor MRP er preget av usikkerheten og investeringsmuligheter i markedet. Et marked med høy risikofri rente indikerer et marked med stor tiltro samt et mangfold av investeringsmuligheter, som resulterer i risikovillige investorer. Teorien tar utgangspunkt i at investorer med høy verdistigning på investeringsporteføljen sin, som følge av et over tid, stigende marked, har høyere risikovillighet enn om verdistigningen hadde uteblitt, alt annet likt. Resonnementet er at investorer har et minimums

konsumpsjonsnivå som innebærer at den marginale nytten av verdistigningen ikke er konstant. Dersom verdien på investeringer synker til et nivå som nærmer seg det som dekker et minimums konsumpsjonsnivå vil risikovilligheten reduseres tilsvarende (Kinserdal, 2016).



Figur 41: Bevegelser i MRP når risikofri rente beveger seg (Kinserdal, 2017)

Modellen illustrer bevegelsen i MRP betinget av tid og markedsverdi. Ofte vil derfor MRP bli lav når renten er lav, fordi de økonomiske utsiktene er dårlige og aksjemarkedet derfor er svake og volatile.

Sett i lys av at verken kommersielle eller akademiske miljøer gir klarhet i en korrekt MRP vil oppgaven videre ta utgangspunkt i den MRP PwC konkluderte med for det norske markedet. Oppgaven legger i det videre derfor til grunn en MRP på 5 %. Vi har ingen forutsetning for å fastsette nivået til et mer presist nivå, dette vil derfor representere en svakhet i den videre beregningen av avkastningskrav.

### 7.1.3. Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et relativt mål på systematisk risiko ved å investere i egenkapitalen til virksomheten. Den indikerer hvor eksponert en er for den generelle markedsrisikoen. Egenkapitalbetaen er en sentral del i kapitalverdimodellen, og er et mål på kovariansen mellom aksjeavkastning og markedets avkastning. Med andre ord sensitiviteten til aksjeavkastningen overfor markedsavkastningen (Knivsflå, 2017i). Den betegner den relative risikoen selskapet har mot risikoen i markedet, dette påvirker investorers avkastningskrav dersom den systematiske risikoen endres. En beta lik 1 indikerer at selskapets aksjekurs beveger seg i takt med markedet. Selskap med beta høyere enn 1 vil ha høyere risiko enn markedet, mens selskap

med beta lavere enn 1 vil ha lavere risiko enn markedet. Det finnes forskjellige metoder for å beregne beta, og ulike metoder vil kunne resultere i ulike verdier på beta.

SalMar er børsnotert og egenkapitalbetaen kan dermed estimeres ved bruk av historisk aksjekurs opp mot markedsindeksen. Ettersom Oslo Børs i stor grad blir påvirket av energi- og petroleumsrelaterte selskaper vil oppdrettsnæringen ha en lav beta sammenlignet mot OSEBX. For å se hvordan SALM beveger seg i forhold til en mer aktuell indeks kan en benytte OSLSFX. Oslo Seafood Index (OSLSFX) består av selskaper som operer i sjømatsektoren. Indeksen inkluderer aksjer i sektoren som er notert på Oslo Børs og Oslo Axess (Oslo Børs, 2017). De komparative selskapene er alle inkludert i OSLSFX. Egenkapitalbetaen til selskapene finner en ved å utføre en regresjonsanalyse av de av avkastningen til de historiske aksjekursene opp mot OSLSFX. Dataene er hentet fra Oslo Børs og er daglige data (Oslo Børs, 2017). Regresjonsanalysen er illustrert i tabell 44 og figur 42.

| Regresjonsstatistikk |             |
|----------------------|-------------|
| Multippel R          | 0,37877919  |
| R-kvadrat            | 0,143473675 |
| Justert R-kvadrat    | 0,142784595 |
| Standardfeil         | 0,018612527 |
| Observasjoner        | 1245        |

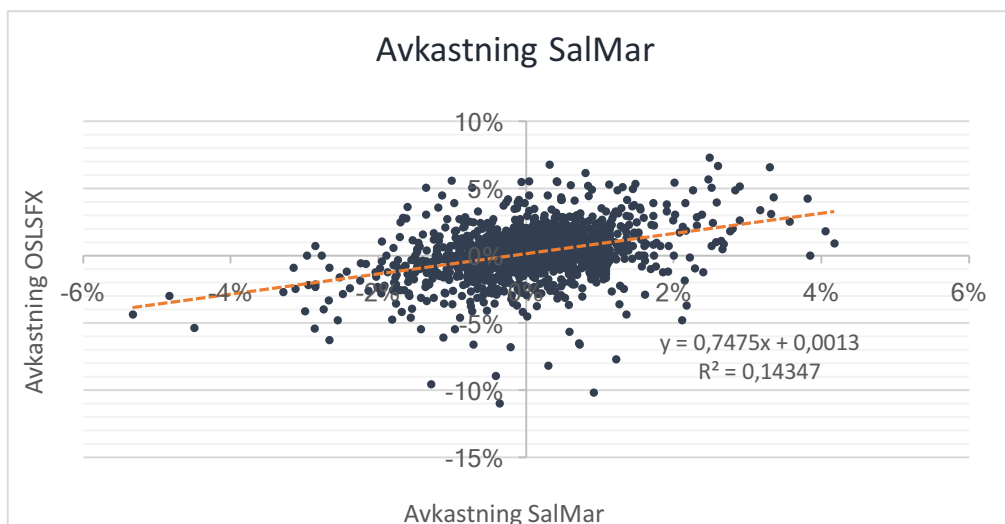
  

|            | fg   | SK          | GK          | F           | Signifikans-F |
|------------|------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| Regresjon  | 1    | 0,072129568 | 0,072129568 | 208,2105035 | 9,38702E-44   |
| Residualer | 1243 | 0,430607732 | 0,000346426 |             |               |
| Totalt     | 1244 | 0,502737299 |             |             |               |

|                | Koeffisienter | Standardfeil | t-Stat      | P-verdi     | Nederste 95 % | Øverste 95 % | Nedre 95 %  | Øvre 95 %   |
|----------------|---------------|--------------|-------------|-------------|---------------|--------------|-------------|-------------|
| Skjæringspunkt | 0,001318557   | 0,000528104  | 2,49677596  | 0,012661438 | 0,000282484   | 0,002354631  | 0,000282484 | 0,002354631 |
| Avkastning     |               |              |             |             |               |              |             |             |
| OSEBX          | 0,747471246   | 0,0518016    | 14,42950115 | 9,38702E-44 | 0,645843017   | 0,849099474  | 0,645843017 | 0,849099474 |

Tabell 44: Regresjonsstatistikk



Figur 42: Regresjonsanalyse

Regresjonsanalysen gir en egenkapitalbeta på 0,76 for SalMar i perioden selskapet har vært børsnotert. Dette tilsier at dersom OSLSFX stiger med 1 %, vil SalMar stige med 0,76 %. Blume argumenterte for at egenkapitalbetaen vil tendere mot 1 på lang sikt (Koller et. al, 2015). En kan dermed normalisere betaen ved å foreta en Blume-justering ved bruk av formelen nedenfor. Tabellen nedenfor viser variasjonen til regresjonsbetaen over tid. De justerte egenkapitalbetaene benyttes i den videre analysen. Resultatet fra regresjonene opp mot OSEBX samt justeringen finnes i tabell 45.

$$\beta^* = \frac{2}{3} \cdot \beta + \frac{1}{3} \cdot 1$$

$\beta^*$  = beta justert,  $\beta$  = beta ujustert

| Tid     | 5 år | 3 år | 1 år | 3 måneder | 1 måned |
|---------|------|------|------|-----------|---------|
| OSLSFX  | 0,67 | 0,65 | 0,73 | 0,91      | 1,45    |
| Justert | 0,78 | 0,77 | 0,82 | 0,94      | 1,30    |
| SALM    | 0,76 | 0,71 | 0,85 | 0,86      | 1,06    |
| Justert | 0,84 | 0,81 | 0,90 | 0,91      | 1,04    |

Tabell 45: Beta-verdier før og etter justering

#### 7.1.4. Illikviditetspremie

Illikviditetspremien avhenger av graden av markedssvikt, innlåsing i den aktuelle aksjen, eventuelle eierskatter og selskapsspesifikk risiko knyttet til det aktuelle selskapet. Ettersom det ikke er en enkel teori for hvordan en skal fastsette illikviditetspremien bestemmes den etter beste skjønn. For majoriteten settes illikviditetspremien til 0 % ettersom selskapet er et likvid

selskap notert på Oslo Børs. Derimot vil minoriteten være mer innelåst. Dette taler for en høyere illikviditetspremie. Premien for minoriteten settes til 3 %.

## 7.2. Finansielle krav

Kredittrisiko er den faren kreditor har for at lånet i tillegg til avtalt rentebetaling helt eller delvis blir mislighold, som igjen påfører han tap gjennom gjeldsforhandlinger eller konkurs (Knivsflå, 2017i). Det er viktig å påpeke at kredittrisikoen er avhengig av samvariasjonen med markedet. På denne måten er markedsrisikoen en del av kredittrisikoen. Risikoen er «ensidig». Dette betyr at det kun er risikoen for mislighold som tas hensyn til. Kreditor vil ikke bli betalt mer enn lånet tillagt avtalt rente. Ettersom en kreditor ikke kan diversifisere bort kredittrisikoen anses den som en systematisk for han (Knivsflå, 2017i). Kredittrisikoen er risikoen for at selskapet går konkurs. I det videre vil de de finansielle kravene til gjeld, eiendeler og netto driftskapital bli beregnet.

### 7.2.1. *Finansielt gjeldskrav*

Det finansielle gjeldskravet inneholder to ledd; den risikofrie renten og en kredittrisikopremie. Sistnevnte er et produkt av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten ved konkurs. Faktorene i modellen er etter skatt (Knivsflå, 2017i).

$$fgk = r_f \cdot (1 - s) + p \cdot t \cdot (1 - s)$$

*fgk = finansielt gjeldskrav,  $r_f$  = risikofri rente,  $p$  = sannsynlighet for konkurs,  $t$  = tapsprosent ved konkurs,  $s$  = skattesats*

$$fgk = r_f + krp_L$$

*$krp_L$  = langsiktig kredittrisikopremie*

Det siste leddet representerer kredittrisikopremien. Denne blir fastsatt basert på en syntetisk rating av gjelden. Fra regnskapsanalysen i kapittel 5 kan en lese at gjelden til SalMar i stor grad består av langsiktige låneforpliktelser. Det langsiktige perspektivet taler for å benytte en langsiktig kredittrisikopremie for å beregne det finansielle gjeldskravet. Rating og størrelsen på kredittrisikopremien er basert på Knivsflå (2017i) sine estimater. Estimaten er presentert i tabell 46.

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

Tabell 46: Kreditt-rating (Knivsflå, 2017i)

| Finansielt gjeldskrav       | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | Gjennomsnitt |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Syntetisk rating            | BBB   | BBB   | A     | A     | A     | A     | A            |
| Risikofri rente etter skatt | 0,022 | 0,015 | 0,019 | 0,018 | 0,011 | 0,010 | 0,016        |
| Kredittrisikopremie         | 0,014 | 0,014 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,011        |
| Finansielt gjeldskrav       | 0,036 | 0,029 | 0,029 | 0,028 | 0,021 | 0,020 | 0,027        |

Tabell 47: Finansielt gjeldskrav

Resultatet av beregningen av SalMars finansielle gjeldskrav er presentert i tabell 47 ovenfor. Gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav er 2,7 % i analyseperioden. Det finansielle gjeldskravet reduseres utover i perioden. Dette er et resultat av en redusert risikofri rente samt en bedret syntetisk rating. Den forbedrede økonomiske situasjonen til SalMar skyldes en betydelig økning i parameterne som er bestemmende for den syntetiske ratingen som ble diskutert i kapittel 6. En bedret økonomisk situasjon fører til at kreditorene krever et lavere avkastningskrav for sine utlån.

Kravet er lavt sammenlignet med rentekostnadene som tilsier et gjennomsnittlig rentenivå på 3,5 % i analyseperioden. Dermed kan det være fare for at kravet er underestimert. Dette er en konsekvens av en økning i driftsinntekter på 63,3 % som følger av den økte lakseprisen og økt produksjonsvolum, samt nedgangen i risikofri rente. Slik det er nevnt tidligere er den risikofrie renten unormalt lav og dette påvirker det finansielle gjeldskravet. Kombinasjonen av lav rente og en historisk høy laksepris skaper et unormalt lavt finansielt gjeldskrav. Det er særdeles viktig at dette påpekes ettersom det finansielle gjeldskravet er med på å bestemme den fundamentale verdien til SalMar. Et underestimert gjeldskrav vil bidra til en overestimert selskapsverdi i kapittel 11. Dagens situasjon med lave renter og rekordhøye laksepriser fører til at rammeverkets framgangsmåte må vurderes kritisk og det krever at analytikerne må se delene i

analysen i en større sammenheng. I den videre analysen må en derfor ta høyde for unormale inputs slik at en ikke blåser opp selskapsverdien basert på historiske nivåer.

### 7.2.2. Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav er kravet til virksomhetens finansielle eiendeler. Kravet består av kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. De tre kravene blir så vektet etter hvilken andel av de finansielle eiendelene de utgjør.

$$fek = kk \cdot \frac{KON}{FE} + fk \cdot \frac{FOR}{FE} + ik \cdot \frac{INV}{FE}$$

$fek$  = finansielt eiendelskrav,  $kk$  = kontantkravet,  $fk$  = fordringskravet,  $ik$  = investeringskravet,  
 $FE$  = finansielle eiendeler,  $KON$  = kontanter og kontantekvivalenter,  $FOR$  = finansielle fordringer,  $INV$  = finansielle investeringer

$$kk = r_f \cdot (1 - s)$$

$$fk = (r_f \cdot (1 - s) + krp_{FOR})$$

$krp_{FOR}$  = kredittrisikopremie fordringer

$$ik = r_f \cdot (1 - s) + \beta_{INV} \cdot mrp + ilp$$

$\beta_{INV}$  = Investeringsbeta

Oppgaven må gjøre rede for noen forutsetninger før beregningen av det finansielle eiendelskravet. De finansielle fordringene antas å ha en rating på BBB. Dette er den gjennomsnittlige kredittrisikoen for selskaper på Oslo Børs. For SalMar er det ikke identifisert noen finansielle fordringer i tilgjengelige data noe som fører til at fordringsvekten settes til 0. Videre forutsettes det at investeringsbetaen settes til 1, altså lik markedsindeksen. Den tredje forutsetningen er å sette illikviditetspremien knyttet til investeringene til 0. Det antas at det ikke er noen innlåsing i de finansielle investeringene og at de er lett omsettelige (Knivsflå, 2017i). I tabell 48 er utregningen til finansielt eiendelskrav presentert.

| Finansielt eiendelskrav | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | Gjennomsnitt |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Kontantkrav             | 0,022 | 0,015 | 0,019 | 0,018 | 0,011 | 0,010 | 0,016        |
| Kontantvekt             | 0,984 | 0,778 | 1,000 | 0,997 | 0,999 | 1,000 | 0,960        |
| Fordringskrav           | 0,032 | 0,025 | 0,029 | 0,028 | 0,021 | 0,020 | 0,026        |
| Fordringsvekt           | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000        |
| Investeringskrav        | 0,072 | 0,065 | 0,069 | 0,068 | 0,061 | 0,060 | 0,066        |
| Investeringsvekt        | 0,016 | 0,222 | 0,000 | 0,003 | 0,001 | 0,000 | 0,040        |
| Finansielt eiendelskrav | 0,023 | 0,026 | 0,019 | 0,019 | 0,012 | 0,010 | 0,018        |

Tabell 48: Finansielt eiendelskrav, 2011-2016

Gjennomsnittlig finansielt eiendelskrav er 1,8 % for perioden, noe som må anses som lavt. Argumentasjonen bak dette er i stor grad lik som for forrige delkapittel, 7.2.1. På den annen side er det finansielle eiendelskravet i stor grad knyttet til kontanter og kontantekvivalenter. Disse finansielle eiendelene har en lav risiko og følgelig et lavere avkastningskrav. Dette kan være med på å forsvare det lave kravet.

### 7.2.3. Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til avkastningen på netto finansiell gjeld består et vektet gjennomsnitt av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav som er beregnet i delkapitlene 7.2.1. og 7.2.2. De to kravene benyttes for å estimere kravet til netto finansiell gjeld. Resultatet er presentert i tabell 49.

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

*nfgk = netto finansielt gjeldskrav, fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansielle gjeld  
NFG = netto finansiell gjeld, fek = finansielt eiendelskrav, FE = finansielle eiendeler*

| Netto finansielt gjeldskrav | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | Gjennomsnitt |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Finansielt gjeldskrav       | 0,036 | 0,029 | 0,029 | 0,028 | 0,021 | 0,020 | 0,027        |
| Finansiell gjeldsvekt       | 1,018 | 1,025 | 1,599 | 1,073 | 1,104 | 1,116 | 1,156        |
| Finansielt eiendelskrav     | 0,023 | 0,026 | 0,019 | 0,019 | 0,012 | 0,010 | 0,018        |
| Finansiell eiendelsvekt     | 0,018 | 0,025 | 0,599 | 0,073 | 0,104 | 0,116 | 0,156        |
| Netto finansielt gjeldskrav | 0,037 | 0,029 | 0,035 | 0,029 | 0,022 | 0,021 | 0,029        |

Tabell 49: Netto finansielt gjeldskrav, 2011-2016

Netto finansielt gjeldskrav ligger gjennomsnittlig på 2,9 % gjennom perioden. Det finansielle gjeldskravet og –eiendelskravet som utgjør det netto finansielle gjeldskravet er diskutert i de to foregående kapitlene. Diskusjonen rundt det unormalt lave netto finansielle gjeldskravet bygger derfor på en lik argumentasjon som for det unormalt lave finansielle gjeldskravet. Kravet synker gjennom hele perioden med unntak av 2012. Dette kan forklares med en netto driftsmargin på 2 % for året.

### 7.2.4. Finansiell gjeldsbeta, -eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta er et produkt av å vekte finansiell gjeldsbeta og –eiendelsbeta. Den netto finansielle gjeldsbetaen benyttes for å beregne årlig netto driftskapitalbeta og egenkapitalbeta.

### Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta består av markedsrisikodelen, kredittrisikopremien og markedspremien. Markedsrisikodelen er den delen av «konkursrisikoen» som oppstår generelt i økonomien. Denne ligger mellom 0 og 1 (Knivsflå, 2017i).

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

$$\beta_{FG} = \text{finansiell gjeldsbeta}, mrd = \text{markedsrisikodel}, krp = \text{kredittrisikopremie}, mrp = \text{markedsrisikopremie}$$

Markedsrisikodelen er lik  $R^2$  fra regresjonen mellom egenkapitalavkastningen og børsavkastningen i delkapittelkapittel 7.1.3, tillagt en justeringsfaktor på 1/3. Justeringsfaktoren benyttes for å ta høyde for at gjeldsavkastningen er mindre (Knivsflå, 2017i).

| Finansiell gjeldsbeta    | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | Gjennomsnitt |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Lang kredittrisikopremie | 0,014 | 0,014 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,011        |
| Markedspremie            | 0,045 | 0,046 | 0,046 | 0,047 | 0,048 | 0,048 | 0,047        |
| Markedsrisikodel FG      | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048        |
| Finansiell gjeldsbeta    | 0,013 | 0,014 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,011        |

Tabell 50: Finansiell gjeldsbetav

Tabell 50 viser utregningen for den finansielle gjeldsbetaen. Finansiell gjeldsbeta for perioden er 0,011 i gjennomsnitt. Den ligger noe lavere de siste årene enn i 2011 og 2012, men er jevnt stigende fra bunnen i 2013. En høyere finansiell gjeldsbeta i 2011 og 2012 forklares av lavere kredittrating enn i de påfølgende årene.

### Finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta er resultatet av betaene til finansielle kontanter, fordringer og investeringer. Før beregningen av den finansielle eiendelsbetaen blir gjennomført forutsettes det at betaen til kontantene er lik 0 ettersom de anses som risikofrie. Betaen til investeringene er lik 1 som nevnt i delkapittel 7.2.2. (Knivsflå, 2017i).

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} \cdot \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} \cdot \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} \cdot \frac{INV}{FE}$$

$$\beta_{FE} = \text{finansiell eiendelsbeta}, FE = \text{finansielle eiendeler}, KON = \text{kontanter}, FOR = \text{fordringer}, INV = \text{investeringer}$$

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_{FOR} \cdot mrd}{mrp}$$

$$\beta_{FOR} = \text{fordringsbeta}, krp_{FOR} = \text{kredittrisikopremie fordringer}, mrd = \text{markedsrisikodel}, mrp = \text{markedsrisikopremie}$$

Følgelig må vi estimere betaen knyttet til de finansielle fordringene. Denne består av kredittrisikopremien til fordringene, markedsrisikodelen og markedsrisikopremien. Utregningen av finansiell eiendelsbeta framkommer av tabell 51.

| Finansiell eiendelsbeta        | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Kort kredittrisikopremie       | 0,010        | 0,010        | 0,010        | 0,010        | 0,010        | 0,010        | 0,010        |
| Markedsrisikopremie            | 0,045        | 0,046        | 0,046        | 0,047        | 0,048        | 0,048        | 0,047        |
| Markedsrisikodel               | 0,048        | 0,048        | 0,048        | 0,048        | 0,048        | 0,048        | 0,048        |
| <b>Fordringsbeta</b>           | <b>0,011</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> |
| Fordringsvekt                  | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        |
| Kontantbeta                    | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        |
| Kontantvekt                    | 0,984        | 0,778        | 1,000        | 0,997        | 0,999        | 1,000        | 0,960        |
| Investeringsbeta               | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000        |
| Investeringsvekt               | 0,016        | 0,222        | 0,000        | 0,003        | 0,001        | 0,000        | 0,040        |
| <b>Finansiell eiendelsbeta</b> | <b>0,016</b> | <b>0,222</b> | <b>0,000</b> | <b>0,003</b> | <b>0,001</b> | <b>0,000</b> | <b>0,040</b> |

Tabell 51: Finansiell eiendelsbeta, 2011-2016

### Netto finansiell gjeldsbeta

Betaen til netto finansiell gjeld kan vi nå finne ved å vekte betaen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} \cdot \frac{FG}{NFG} + \beta_{FE} \cdot \frac{FE}{NFG}$$

$\beta_{NFG}$  = netto finansiell gjeldsbeta,  $FG$  = finansiell gjeld,  $NFG$  = netto finansiell gjeld,  $FE$  = finansielle eiendeler

Ved å benytte formelen ovenfor er netto finansiell gjeldsbeta beregnet. Resultatet av utregningen er presentert i tabell 52 nedenfor.

| Netto finansiell gjeldsbeta        | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Finansiell gjeldsbeta              | 0,013        | 0,014        | 0,010        | 0,010        | 0,010        | 0,010        | 0,011        |
| Finansiell gjeldsvekt              | 1,018        | 1,025        | 1,599        | 1,073        | 1,104        | 1,116        | 1,156        |
| Finansiell eiendelsbeta            | 0,016        | 0,222        | 0,000        | 0,003        | 0,001        | 0,000        | 0,040        |
| Finansiell eiendelsvekt            | 0,018        | 0,025        | 0,599        | 0,073        | 0,104        | 0,116        | 0,156        |
| <b>Netto finansiell gjeldsbeta</b> | <b>0,013</b> | <b>0,008</b> | <b>0,015</b> | <b>0,010</b> | <b>0,011</b> | <b>0,011</b> | <b>0,011</b> |

Tabell 52: Netto finansiell gjeldsbeta, 2011-2016

### 7.3. Netto driftskapitalbeta og egenkapitalbeta

I det følgende skal netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta beregnes. Netto driftskapitalbeta er konstant. Dette følger av Miller og Modigliani som argumenterte for to utsagn for et selskap. Det første er at verdien til et selskap er uavhengig av hvordan selskapet

er finansiert, altså kapitalstrukturen. Virkelig netto driftskapital er med andre ord konstant. Det betyr at betaen til netto driftskapital også må være uavhengig av kapitalstrukturen (Knivsfå, 2017i). Følgelig er betaen til netto driftskapital konstant i analyseperioden. Det andre er at egenkapitalbetaen øker i takt med gjeldsgraden til selskapet ettersom egenkapitalkravet øker i takt med gjeldsgraden (Knivsfå, 2017i).

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

$\beta_{NDK}$  = netto driftskapitalbeta,  $NDK$  = netto driftskapital,  $EK$  = egenkapital  
 $MI$  = minoritetsinteresser,  $NFG$  = netto finansiell gjeld

Når en forutsetter at betaen til netto driftskapital er konstant kan en sette inn den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen fra delkapittel 7.1.3. inn i formelen ovenfor og følgelig estimere betaen basert på gjennomsnittverdier. Ettersom den er konstant settes den likt for alle årene. Dette gjør det mulig å beregne årlig egenkapitalbeta residualt. Framgangsmåten, basert på Miller og Modiglianis utsagn, er presentert i tabell 53.

| Netto driftskapitalbeta            | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Egenkapitalbeta</b>             | <b>1,125</b> | <b>1,027</b> | <b>0,713</b> | <b>0,767</b> | <b>0,804</b> | <b>0,740</b> | <b>0,837</b> |
| Egenkapitalvekt                    | 0,423        | 0,469        | 0,657        | 0,653        | 0,620        | 0,675        | 0,583        |
| <b>Egenkapitalbeta</b>             | <b>1,125</b> | <b>1,027</b> | <b>0,713</b> | <b>0,767</b> | <b>0,804</b> | <b>0,740</b> | <b>0,837</b> |
| Minoritetsvekt                     | 0,025        | 0,025        | 0,055        | 0,009        | 0,011        | 0,011        | 0,023        |
| <b>Netto finansiell gjeldsbeta</b> | <b>0,013</b> | <b>0,008</b> | <b>0,015</b> | <b>0,010</b> | <b>0,011</b> | <b>0,011</b> | <b>0,011</b> |
| Netto finansiell gjeldsvekt        | 0,552        | 0,506        | 0,289        | 0,338        | 0,369        | 0,314        | 0,395        |
| <b>Netto driftskapitalbeta</b>     | <b>0,511</b> | <b>0,511</b> | <b>0,511</b> | <b>0,511</b> | <b>0,511</b> | <b>0,511</b> | <b>0,511</b> |

Tabell 53: Netto driftskapitalbeta, 2011-2016

#### 7.4. Egenkapital- og minoritetskrav

Etter å ha utført stegene i tidligere delkapitler vil egenkapital- og minoritetskravene for analyseperioden i det følgende bli beregnet. Tabell 54 viser kravene etter skatt for analyseperioden.

| Egenkapitalkrav               | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risikofri rente etter skatt   | 0,022        | 0,015        | 0,019        | 0,018        | 0,011        | 0,010        | 0,016        |
| Justert egenkapitalbeta       | 1,125        | 1,027        | 0,713        | 0,767        | 0,804        | 0,740        | 0,863        |
| Markedsrisikopremie           | 0,045        | 0,046        | 0,046        | 0,047        | 0,048        | 0,048        | 0,047        |
| Illikviditetspremie majoritet | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        |
| <b>Egenkapitalkrav</b>        | <b>0,073</b> | <b>0,063</b> | <b>0,051</b> | <b>0,054</b> | <b>0,050</b> | <b>0,046</b> | <b>0,056</b> |
| Illikviditetspremie minoritet | 0,03         | 0,03         | 0,03         | 0,03         | 0,03         | 0,03         | 0,030        |
| <b>Minoritetskrav</b>         | <b>0,103</b> | <b>0,093</b> | <b>0,081</b> | <b>0,084</b> | <b>0,080</b> | <b>0,076</b> | <b>0,086</b> |

Tabell 54: Egenkapital- og minoritetskrav, 2011-2016

Gjennomsnittlig egenkapitalkrav i analyseperioden er 5,6 %. Dette er et unormalt lavt avkastningskrav på egenkapitalen. Et lavt egenkapitalkrav tilsier lav investeringsrisiko for aktuelle investorer. Som tidligere nevnt kan dette forklares med en lav risikofri rente og

rekordhøy laksepris. Det historiske egenkapitalkravet vil påvirke framtidskravene og dermed det endelige verdiestimatet. For minoriteten er kravet noe høyere som følge av illikviditetspremien. Minoritetskravet er i gjennomsnitt 8,6 % i analyseperioden.

### 7.5. Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav

Kravet til avkastningen på netto driftskapital finner en ved å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet og kravet til netto finansiell gjeld med hva de ulike delene utgjør av netto driftskapital. Vektene er basert på gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital gjennom året. Begge avkastningskravene er vektete avkastningskrav. Netto driftskrav er presentert i tabell 55.

$$ndk = ekk \cdot \frac{EK}{NDK} + mik \cdot \frac{MI}{NDK} + nfgk \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

*ndk = netto driftskrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, NDK = netto driftskapital, mik = minoritetskrav, MI = minoritetsinteresser, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, NFG = netto finansiell gjeld*

| Netto driftskrav                   | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Egenkapitalkrav</b>             | <b>0,073</b> | <b>0,063</b> | <b>0,051</b> | <b>0,054</b> | <b>0,050</b> | <b>0,046</b> | <b>0,056</b> |
| Egenkapitalvekt                    | 0,423        | 0,469        | 0,657        | 0,653        | 0,620        | 0,675        | 0,583        |
| <b>Minoritetskrav</b>              | <b>0,103</b> | <b>0,093</b> | <b>0,081</b> | <b>0,084</b> | <b>0,080</b> | <b>0,076</b> | <b>0,086</b> |
| Minoritetsvekt                     | 0,025        | 0,025        | 0,055        | 0,009        | 0,011        | 0,011        | 0,023        |
| <b>Netto finansiell gjeldskrav</b> | <b>0,037</b> | <b>0,029</b> | <b>0,035</b> | <b>0,029</b> | <b>0,022</b> | <b>0,021</b> | <b>0,029</b> |
| Netto finansiell gjeldsvekt        | 0,552        | 0,506        | 0,289        | 0,338        | 0,369        | 0,314        | 0,395        |
| <b>Netto driftskrav</b>            | <b>0,054</b> | <b>0,046</b> | <b>0,048</b> | <b>0,046</b> | <b>0,040</b> | <b>0,038</b> | <b>0,045</b> |

Tabell 55: Netto driftskrav, 2011-2016

Gjennomsnittlig netto driftskrav for analyseperioden er 4,5 %. Dette er, som nevnt tidligere et unormalt lavt krav. Kravet er i stor grad påvirket av det lave gjeldskravet beregnet i delkapittel 7.2 Her vil argumentasjonen for hvorfor kravet er unormalt lavt være nevnt i tidligere delkapittel.

Sysselsatt kapitalkravet i tabell 56 fremkommer av å vekte virksomhetens egenkapitalkrav, minoritetskrav og finansielt gjeldskrav.

$$skk = ekk \cdot \frac{EK}{SSK} + mik \cdot \frac{MI}{SSK} + nfgk \cdot \frac{FG}{SSK}$$

*ssk = sysselsatt kapitalkrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, SSK = sysselsatt kapital mik = minoritetskrav, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld*

| Sysselsatt kapitalkrav        | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Gjennomsnitt |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Egenkapitalkrav</b>        | <b>0,073</b> | <b>0,063</b> | <b>0,051</b> | <b>0,054</b> | <b>0,050</b> | <b>0,046</b> | <b>0,056</b> |
| Egenkapitalvekt               | 0,444        | 0,488        | 0,606        | 0,646        | 0,608        | 0,662        | 0,576        |
| <b>Minoritetskrav</b>         | <b>0,103</b> | <b>0,093</b> | <b>0,081</b> | <b>0,084</b> | <b>0,080</b> | <b>0,076</b> | <b>0,086</b> |
| Minoritetsvekt                | 0,025        | 0,024        | 0,046        | 0,009        | 0,011        | 0,011        | 0,021        |
| <b>Finansielt gjeldskrav</b>  | <b>0,036</b> | <b>0,029</b> | <b>0,029</b> | <b>0,028</b> | <b>0,021</b> | <b>0,020</b> | <b>0,027</b> |
| Finansiell gjeldsvekt         | 0,556        | 0,512        | 0,394        | 0,354        | 0,392        | 0,338        | 0,424        |
| <b>Sysselsatt kapitalkrav</b> | <b>0,055</b> | <b>0,048</b> | <b>0,046</b> | <b>0,046</b> | <b>0,040</b> | <b>0,038</b> | <b>0,045</b> |

Tabell 56: Sysselsatt kapitalkrav, 2011-2016

## 7.6. Oppsummering avkastningskrav

Etter å ha beregnet alle kravene for SalMar skal funnene nå oppsummeres i tabell 57. De historiske kravene er i stor grad påvirket av unormalt høyt driftsresultat som følger av den høye lakseprisen. Som nevnt tidligere faller kravene gjennom perioden og er på sitt laveste i slutten av analyseperioden.

| Historiske avkastningskrav  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | Tidsvektet   |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Vekt                        | 5 %   | 10 %  | 15 %  | 20 %  | 25 %  | 25 %  | Gjennomsnitt |
| Egenkapitalkrav             | 0,073 | 0,063 | 0,051 | 0,054 | 0,050 | 0,046 | 0,056        |
| Minoritetskrav              | 0,103 | 0,093 | 0,081 | 0,084 | 0,080 | 0,076 | 0,086        |
| Finansielt gjeldskrav       | 0,036 | 0,029 | 0,029 | 0,028 | 0,021 | 0,020 | 0,027        |
| Netto finansiell gjeldskrav | 0,037 | 0,029 | 0,035 | 0,029 | 0,022 | 0,021 | 0,029        |
| Netto driftskrav            | 0,054 | 0,046 | 0,048 | 0,046 | 0,040 | 0,038 | 0,045        |
| Krav til sysselsatt kapital | 0,055 | 0,048 | 0,046 | 0,046 | 0,040 | 0,038 | 0,045        |
| Finansielt eiendelskrav     | 0,023 | 0,026 | 0,019 | 0,019 | 0,012 | 0,010 | 0,018        |

Tabell 57: Historiske avkastningskrav, 2011-2016

De historiske avkastningskravene til SalMar er i likhet med bransjens avkastningskrav lave i analyseperioden. Dette kan forklares med svært høy inntjening og en lav risikofri rente. Som tidligere nevnt ble norsk 10-årig statsobligasjon valgt som risikofri rente i perioden, noe som strider mot Knivsflå sitt rammeverk. Den lavere NIBOR 3M ble valgt bort på grunn av at de historiske avkastningskravene vil påvirke de fremtidige kravene i videre analyser. Ettersom oppgaven legger til grunn en norsk 10-årig statsobligasjon i fremtidskravene er denne også lagt til grunn i de historiske for å opprettholde en konsistens i analysene.

Til tross for at det ble lagt til grunn en høyere rente er kravene ansett som lave. Dette kan medføre at verdien på selskapet blir overvurdert i senere analyser. Rentens påvirkning på det endelige verdiestimatet vil bli nærmere diskutert og tatt høyde for i kapittel 10, Fremtidskrav.

## 8. Lønnsomhetsanalyse

I dette kapitlet vil vi analysere SalMars lønnsomhet ved å benytte en strategisk rentabilitetsmåling. Rentabilitet til kapital er et forholdstall som uttrykker hvilken avkastning kapital gir i prosent. Rentabilitetsberegninger gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom virksomheter. Rentabilitet kan dekomponeres til spesifikke forholdstall for kapitalklasser/kategorier. I dette kapitlet vil vi beregne noen slike dekomponerte kapitalklasser og benytte disse til å sammenligne SalMars avkastningen med avkastningen til bransjen.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat på kapital}}{\text{Kapital}}$$

Resultatet på kapital kan være fullstendig eller normalisert. Fordelen med fullstendig rentabilitet er at det inkluderer alle endringer i regnskapet, og dermed gir full synbarhet over svingninger, denne vil derfor ha en viss relevans. Den mest anvendelige ved kreditt- og verdivurdering i tillegg til å produsere prognoser, er derimot normalisert rentabilitet. I oppgaven videre vil vi derfor legge til grunn normalisert rentabilitet, og vil således benytte gjennomsnittlig kapital i nevneren i henhold til rammeverket. Videre vil vi justere rentabilitet fra før- til etterskuddsrente. Som vi redegjorde for i kapittel 7 under avkastningskrav kan man ikke finne avkastningskrav før skatt i markedet ved kvantitative metoder, vi la derfor til grunn avkastningskrav etter skatt. For at sammenligningsgrunnlaget skal være konsistent vil vi følgelig justere rentabilitetsberegningen.

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

Ved å dekomponere rentabilitetsberegningene vil vi i større grad kunne avdekke kilden til en eventuelt strategisk fordel.

## 8.1. Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et mål på avkastning, i prosent, på egenkapitalen. Forholdstallet beregnes med utgangspunkt i selskapets normaliserte og justerte resultat til egenkapitalen, og gjennomsnittlig egenkapital.

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

*ekr = egenkapitalrentabilitet, NRE = netto resultat til EK, EK = egenkapital, ΔEK = endringen i egenkapitalen gjennom året*

| Egenkapitalrentabilitet        | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                           | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Netto resultat til egenkapital | 563 497      | 90 069       | 1 173 631    | 1 312 172    | 981 914      | 1 222 493    | 1 026 763    |
| Justert egenkapital            | 1 893 005    | 2 404 284    | 2 980 017    | 3 806 795    | 4 017 230    | 4 220 691    | 3 602 921    |
| <b>Egenkapitalrentabilitet</b> | <b>0,298</b> | <b>0,037</b> | <b>0,394</b> | <b>0,345</b> | <b>0,244</b> | <b>0,290</b> | <b>0,285</b> |

Tabell 58: Egenkapitalrentabilitet, 2011-2016

Vi ser at egenkapitalen har vært utsatt for store svingninger. Den størst prosentvise endringen er fra 2012 til 2013 hvor økningen i egenkapitalrentabilitet var på 1097 %. I delkapittel 2.2.5 er lakseprisens historiske utviklingen illustrert, denne er positivt korrelert med en høy justert egenkapitalrentabilitet. Dette innebærer at ikke-normalisert egenkapitalrentabilitetsberegninger ville vært betydelig høyere de årene lakseprisen er høy. Selskapets resultater er altså sterkt avhengig av lakseprisen, som stemmer overens med funnene i kapittel 5 og 6.

I kapittelet om komparative selskap ble det gjort rede for forutsetninger som ligger til grunn for valg av sammenlignbare selskaper. Det sentrale for sammenligning av egenkapitalrentabilitet på tvers av selskaper er at de har samme kapitalstruktur. Vesentlig forskjellig kapitalstruktur vil, alt annet likt, føre til at selskaper med høy gjeldsgrad oppnår høyere egenkapitalrentabilitet, og omvendt for selskaper med høy egenkapitalandel.

### 8.1.1. Superrentabilitet

For å måle lønnsomheten til et selskap må egenkapitalrentabiliteten sammenlignes med avkastningskravet til egenkapitalen. Differansen mellom egenkapitalrentabilitet og avkastningskravet til egenkapital, i prosent, representerer superrentabiliteten til selskapet. Det er dette forholdstallet som vil gi innblikk i om SalMar er innehaver av en strategisk fordel.

| Strategisk fordel                          | 2011         | 2012          | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                       | 5 %          | 10 %          | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Egenkapitalrentabilitet                    | 0,298        | 0,037         | 0,394        | 0,345        | 0,244        | 0,290        | 0,280        |
| Egenkapitalkrav                            | 0,073        | 0,063         | 0,051        | 0,054        | 0,050        | 0,046        | 0,052        |
| <b>Strategisk fordel/superrentabilitet</b> | <b>0,225</b> | <b>-0,025</b> | <b>0,343</b> | <b>0,290</b> | <b>0,194</b> | <b>0,244</b> | <b>0,228</b> |

Tabell 59: Strategisk fordel, 2011-2016

SalMar har i 5 av de 6 siste årene besittet en strategisk fordel, dette innebærer at investorer oppnår meravkastning på avkastningskravet. Trolig er de strategiske fordelene et resultat av den betydelige veksten i lakseprisen oppdrettsnæringen har oppnådd de siste årene kombinert med SalMars posisjon som kostnadsledende.

Tidsvektet gjennomsnitt gjennom måleperioden er på 22,8 %. Gjennom en fordypende analyse av selskapets egenkapitalrentabilitet vil vi forsøke å forklare bakenforliggende faktorer til SalMars strategiske fordel. Den strategiske fordel kan ytterligere dekomponeres i ekstern bransjefordel, intern ressursfordel og egenkapitalkravfordel (Knivsflå, 2017j).

$$ekr - ekk = (ekr_B + ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

$$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}, ekk = \text{egenkapitalkrav}$$

### 8.1.2. Ekstern bransjefordel

Ekstern bransjefordel er differansen mellom bransjens egenkapitalrentabilitet og bransjens egenkapitalkrav. At et selskaps strategiske fordel er bestående av en bransjefordel innebærer at bransjen selskapet operer i har en fordel overfor andre bransjer. Ekstern bransjefordel er beregnet og illustrert i tabell 60.

| Ekstern bransjefordel               | 2011         | 2012          | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|-------------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                | 5 %          | 10 %          | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Egenkapitalrentabilitet i bransjen  | 0,190        | -0,016        | 0,155        | 0,173        | 0,132        | 0,203        | 0,149        |
| Egenkapitalkrav i bransjen          | 0,060        | 0,054         | 0,058        | 0,060        | 0,053        | 0,051        | 0,055        |
| <b>Superrentabilitet i bransjen</b> | <b>0,130</b> | <b>-0,070</b> | <b>0,098</b> | <b>0,113</b> | <b>0,079</b> | <b>0,152</b> | <b>0,095</b> |

Tabell 60: Ekstern bransjefordel, 2011-2016

Bransjen følger den samme utviklingen vi så hos SalMar, med positiv superrentabilitet i 5 av de 6 siste årene. Trenden mellom bransjen og SalMar er lik, likevel er selskapets superrentabilitet i snittet vel over to ganger høyere enn for bransjen. Superrentabiliteten for bransjen på 9,5 % innebærer at av den beregnede superrentabiliteten for SalMar på totalt 22,8 % utgjør 9,5 % fordeler felles for bransjen.

### 8.1.3. Intern ressursfordel

Formålet med denne delen er å beregne en eventuell ressursfordel SalMar har over bransjen for øvrig. En eventuell ressursfordeling er derfor et resultat av selskapets egne interne ressurser. Intern ressursfordeling er differansen mellom SalMar og bransjens egenkapitalrentabilitet, vist i tabell 61.

| Intern ressursfordel - Rentabilitetsfordel | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                       | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Egenkapitalrentabilitet                    | 0,298        | 0,037        | 0,394        | 0,345        | 0,244        | 0,290        | 0,280        |
| Egenkapitalrentabilitet i bransjen         | 0,190        | -0,016       | 0,155        | 0,173        | 0,132        | 0,203        | 0,149        |
| <b>Rentabilitetsfordel</b>                 | <b>0,107</b> | <b>0,053</b> | <b>0,238</b> | <b>0,172</b> | <b>0,113</b> | <b>0,087</b> | <b>0,131</b> |

Tabell 61: Intern ressursfordel - Rentabilitetsfordel, 2011-2016

Prestasjon mål i egenkapitalrentabilitet innebærer at SalMar har gjort det konsekvent bedre enn bransjen i hele måleperioden. Selskapets tidsvektet rentabilitetsfordel er 13,1 %. Egenkapitalrentabilitet er således betydelig høyere for SalMar enn for bransjen. Ved å ytterligere dekomponere intern ressursfordel vil vi redegjøre for hvilke interne ressurser som ligger bak SalMars interne ressursfordel.

Videre tar vi for oss differansen mellom egenkapitalkravet til SalMar og det for bransjen. Dette vil avsløre hvorvidt selskapet besitter en kravfordel over bransjen. Beregningene er vist i tabell 62.

| Intern ressursfordel - Egenkapitalkravfordel | 2011          | 2012          | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|----------------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                         | 5 %           | 10 %          | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Egenkapitalkrav i bransjen                   | 0,060         | 0,054         | 0,058        | 0,060        | 0,053        | 0,051        | 0,055        |
| Egenkapitalkrav                              | 0,073         | 0,063         | 0,051        | 0,054        | 0,050        | 0,046        | 0,052        |
| <b>Egenkapitalkravfordel</b>                 | <b>-0,013</b> | <b>-0,008</b> | <b>0,007</b> | <b>0,006</b> | <b>0,003</b> | <b>0,005</b> | <b>0,003</b> |

Tabell 62: Intern ressursfordel - egenkapitalkravfordel, 2011-2016

SalMar har over måleperioden hatt et lavere avkastningskrav enn bransjesnittet. Den vektete differansen, som representerer selskapets egenkapitalkravfordel, er på 0,3 %. Kravfordelen har holdt seg stabil de siste tre årene. En kravfordel innebærer at investorer har en forventer høyere avkastning for SalMar enn for bransjesnittet.

### 8.1.4. Oppsummering strategisk fordel

Beregningene overfor lar oss konkludere med at intern ressursfordel er den største kilden til SalMars superrentabilitet, men ekstern bransjefordeling står også for en betydelig del av den totale strategiske fordel. Komponentene er illustrert i tabell 63.

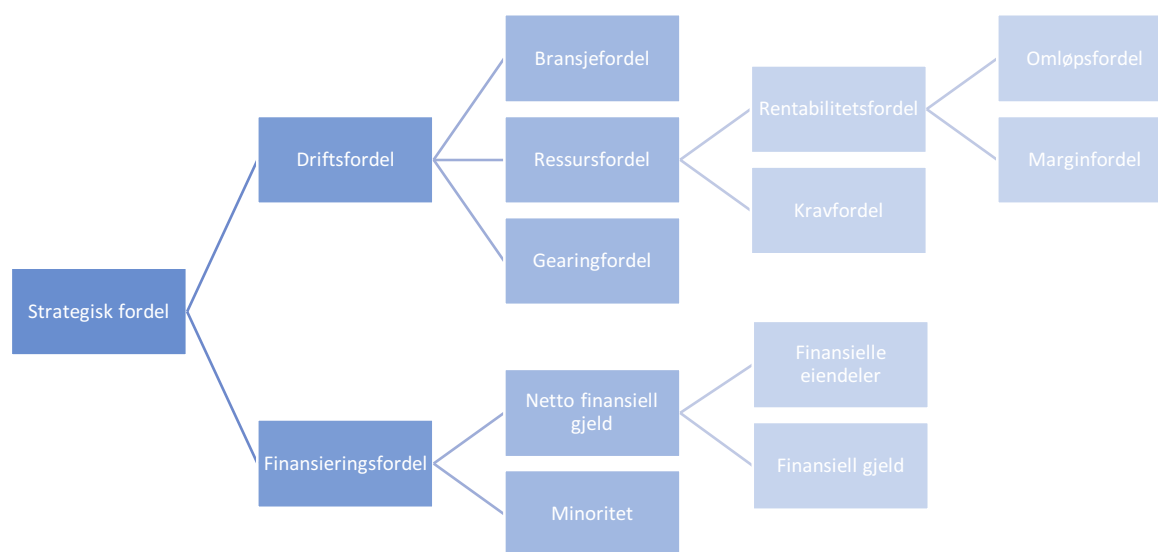
| Strategisk fordel            | 2011         | 2012          | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                         | 5 %          | 10 %          | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Superrentabilitet i bransjen | 0,130        | -0,070        | 0,098        | 0,113        | 0,079        | 0,152        | 0,095        |
| Rentabilitetsfordel          | 0,107        | 0,053         | 0,238        | 0,172        | 0,113        | 0,087        | 0,131        |
| Egenkapitalkravfordel        | -0,013       | -0,008        | 0,007        | 0,006        | 0,003        | 0,005        | 0,003        |
| <b>Strategisk fordel</b>     | <b>0,225</b> | <b>-0,025</b> | <b>0,343</b> | <b>0,290</b> | <b>0,194</b> | <b>0,244</b> | <b>0,228</b> |

Tabell 63: Strategisk fordel, 2011-2016

Den totale strategiske fordelen på 22,8 % innebærer en betydelig avkastning over egenkapitalkravet. Derimot er det urimelig å forvente en tilsvarende signifikant superrentabilitet i fremtiden.

## 8.2. Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

Videre vil vi forsøke å redegjøre for de underliggende årsakene bak den strategiske fordelen SalMar har oppnådd. Vi vil derfor dekomponere rentabilitet og egenkapitalkrav ytterligere, som illustrert i figur 43.



Figur 43: Dekomponert strategisk fordel (Knivsflå, 2017j)

Oppgaven vil i de følgende kapitlene gjøre rede for de ulike komponentene, for deretter for å avgjøre i hvilken grad de utgjør en strategisk fordel. Vi vil først analysere SalMars driftsfordel, deretter vil vi ta for oss selskapets finansiering.

## 8.3. Driftsfordel

Drift er vanligvis den komponenten som står for den største delen av strategiske fordeler. Dette følger av at det er vanskelig å oppnå strategiske fordeler i finansmarkedet, som derfor begrenser

muligheten for betydelige finansieringsfordeler. Det som er avgjørende for å kunne oppnå strategiske fordeler er å utnytte tilgjengelige ressurser på en effektiv måte. I dette kapittelet vil vi dekomponere SalMars driftsfordeler for å identifisere mulige kilder. Driftsfordeler kan dekomponeres i bransjerelaterte- og ressursrelaterte fordeler. Ressursrelaterte fordeler kan ytterligere dekomponeres til kravfordeler og rentabilitetsfordeler, hvor sistnevnte igjen dekomponeres til marginfordel og omløpsfordel. Formelen for ren driftsfordel er:

$$\text{Ren driftsfordel} = ndr - ndk$$

$$\text{Ren driftsfordel} = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

*SFD = strategisk fordel drift, ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = nettodriftskrav*

SalMars rene driftsfordel er illustrert i tabell 64.

| Ren driftsfordel         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                     | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Netto driftsrentabilitet | 0,163        | 0,113        | 0,320        | 0,348        | 0,272        | 0,426        | 0,312        |
| Netto driftskrav         | 0,054        | 0,046        | 0,048        | 0,046        | 0,040        | 0,038        | 0,043        |
| <b>Ren driftsfordel</b>  | <b>0,109</b> | <b>0,067</b> | <b>0,272</b> | <b>0,302</b> | <b>0,232</b> | <b>0,388</b> | <b>0,268</b> |

Tabell 64: Ren driftsfordel, 2011-2016

Til tross for store svingninger holder SalMars rene driftsfordel seg positiv gjennom analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet viser at SalMar har ren driftsfordel på 26,8 % de siste 6 årene. Det eneste året som skiller seg ut er 2012, dette er trolig et resultat av lave laksepriser. Netto driftskrav har holdt seg forholdsvis stabil over måleperioden, dette innebærer at majoriteten av ren driftsfordel stammer fra netto driftsrentabilitet. Videre vil vi dekomponere ren driftsfordel inn i bransjefordel og ressursfordel.

### 8.3.1. Bransjefordel drift

Bransjefordel drift innebærer at bransjen har en netto driftsrentabilitet som er større enn netto driftskrav (Knivsflå, 2017k). Beregningen av den driftstilknyttede bransjefordelingen er illustrert i tabell 65.

| Bransjefordel drift                 | 2011         | 2012          | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|-------------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                | 5 %          | 10 %          | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Netto driftsrentabilitet i bransjen | 0,131        | 0,028         | 0,142        | 0,144        | 0,093        | 0,208        | 0,135        |
| Netto driftskrav                    | 0,054        | 0,046         | 0,048        | 0,046        | 0,040        | 0,038        | 0,043        |
| <b>Bransjefordel drift</b>          | <b>0,077</b> | <b>-0,018</b> | <b>0,094</b> | <b>0,098</b> | <b>0,053</b> | <b>0,169</b> | <b>0,091</b> |

Tabell 65: Bransjefordel drift, 2011-2016

Gjennom måleperioden har bransjen hatt en tidsvektet gjennomsnittlig fordel tilknyttet drift på 9,1 %. Netto driftskrav er gjennom perioden holdt forholdsvis stabilt, som innebærer at bevegelsene i perioden er styrt av endringer i netto driftsrentabilitet.

Bransjen driftsfordel på 9,1 % er signifikant, og er trolig et resultat av flere forhold. I Porter analysen drøftet vi etableringshindringer, og effekten dette vil kunne ha på lønnsomheten fremover. Vi vet fra markedsteori at oligopoler holder marginer over det aktører i frikonkurranse er i stand til, det er derfor ikke urimelig at bransjens driftsfordel er betydelig. I PESTEL- og Porteranalysen drøftet vi også konsesjonens innvirkning på antall markedsaktører, spesielt knyttet til utviklingskonsesjonene som det for små aktører vi være vanskelig å skaffe. En av de primære driverne bak bransjens driftsfordel er uomtvistelig høye laksepriser. I delkapittel 8.1 fant vi at bransjens rentabilitet steg i takt med lakseprisene. I kriseåret 2012, når lakseprisen sank til under NOK 25 ser vi at bransjen hadde en driftsulempe.

### 8.3.2. Ressursfordel drift

Videre skal vi undersøke om selskapet har en ressursfordel i driften. Ressursfordelen kan betegnes som en selskapsfordel ettersom det er selskapets særegne ressurser som legger grunnlaget for ressursfordeler. Ressursfordel tilknyttet drift innebærer at selskapet har en netto driftsrentabilitet større enn bransjen eller et netto driftskrav lavere enn bransjen (Knivsflå, 2017k). Ressursfordelt drift består derfor av en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Først vil vi se om SalMar besitter en rentabilitetsfordel.

Tabell 66 viser utviklingen i SalMars driftsrelaterte rentabilitetsfordel gjennom måleperioden.

| Rentabilitetsfordel drift           | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Netto driftsrentabilitet            | 0,163        | 0,113        | 0,320        | 0,348        | 0,272        | 0,426        | 0,312        |
| Netto driftsrentabilitet i bransjen | 0,131        | 0,028        | 0,142        | 0,144        | 0,093        | 0,208        | 0,135        |
| <b>Rentabilitetsfordel drift</b>    | <b>0,032</b> | <b>0,085</b> | <b>0,178</b> | <b>0,203</b> | <b>0,179</b> | <b>0,219</b> | <b>0,177</b> |

Tabell 66: Rentabilitetsfordel drift, 2011-2016

Gjennom måleperioden har SalMar en gjennomsnittlig rentabilitetsfordel på 17,7 %. En rentabilitetsfordel innebærer at et selskap utnytter interne ressurser bedre enn snittet for bransjen. Det er store bevegelser i netto driftsrentabilitet gjennom måleperioden både for SalMar og bransjen. SalMar har de siste 6 årene hatt en ressursfordel, men denne var vesentlig lavere i 2011 og 2012. I de kommende delkapitlene vil vi forsøke å lokalisere kildene til rentabilitetsfordelen ved å dekomponere den driftsrelaterte ressursfordelen i en omløpsfordel og en marginfordel.

Videre ser vi om SalMar besitter en kravfordel, tabell 67 illustrerer netto driftskravfordel i måleperioden.

| Kravfordel drift            | 2011          | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|-----------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                        | 5 %           | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Netto driftskrav i bransjen | 0,053         | 0,047        | 0,049        | 0,049        | 0,043        | 0,042        | 0,046        |
| Netto driftskrav            | 0,054         | 0,046        | 0,048        | 0,046        | 0,040        | 0,038        | 0,043        |
| <b>Kravfordel drift</b>     | <b>-0,001</b> | <b>0,001</b> | <b>0,001</b> | <b>0,003</b> | <b>0,003</b> | <b>0,004</b> | <b>0,002</b> |

Tabell 67: Kravfordel drift, 2011-2016

Driftskravene holder seg forholdsvis stabile gjennom analyseperioden både for SalMar og bransjen. Det tidsvektede gjennomsnittet antyder en marginal kravfordel til SalMar på 0,2 %, som ikke er uventet ettersom det knapt finnes avvik mellom de to driftskravene for majoriteten av årene.

### 8.3.3. Marginfordel og omløpsfordel

En driftsrelatert rentabilitetsfordel innebærer at SalMar enten har en ressurs bransjen ikke har, eller at bransjen har en ressurs som selskapets utnytter mer effektivt enn bransjen for øvrig. Driftsmarginfordel innebærer at SalMar har lavere driftskostnader per krone driftsinntekt. Tilsvarende har selskapet en omløpsfordel dersom selskapet har høyere driftsinntekter per krone investert. Dette kan analyseres ved å benytte en DuPont-analyse. Her splittes selskapets driftsrelaterte rentabilitetsfordel inn i en marginfordel og en omløpsfordel (Knivsflå, 2017k). Utregningen er vist i formelen nedenfor.

$$ndr = ndm * onde$$

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B$$

$$ndr = \text{netto driftsrentabilitet}, ndm = \text{netto driftsmargin}, onde = \text{omløpet til netto driftseiendeler}$$

### 8.3.4. Marginfordel

Et selskap kan oppnå marginfordeler ved å ha ressurser som gir kostnadsfordeler per krone omsatt. Dette kan for eksempel gjøres ved å operere i lavkostland og dermed få en lønnskostnadsfordel, eller gode kjøp av mobilkonsesjoner og dermed oppnå en trafikkostnadsfordel. Vi kan beregne SalMars marginfordel ved å beregne differansen mellom selskapet og bransjens netto driftsmargin (Knivsflå, 2017k). Utregningene er vist i tabell 68.

$$\text{Marginfordel} = (ndm - ndm_B) * onde$$

$$ndm = \text{netto driftsmargin}, onde = \text{omløpet til netto driftseiendeler}$$

| Marginfordel                      | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                              | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Netto driftsmargin                | 0,126        | 0,065        | 0,167        | 0,209        | 0,150        | 0,233        | 0,175        |
| Netto driftsmargin i bransjen     | 0,117        | 0,027        | 0,125        | 0,115        | 0,077        | 0,149        | 0,107        |
| <b>Marginfordel (uvektet)</b>     | <b>0,009</b> | <b>0,038</b> | <b>0,042</b> | <b>0,094</b> | <b>0,073</b> | <b>0,084</b> | <b>0,069</b> |
| Omløpet til netto driftseiendeler | 1,296        | 1,750        | 1,914        | 1,664        | 1,814        | 1,830        | 1,771        |
| <b>Marginfordel (vektet)</b>      | <b>0,011</b> | <b>0,066</b> | <b>0,081</b> | <b>0,156</b> | <b>0,133</b> | <b>0,154</b> | <b>0,122</b> |

Tabell 68: Marginfordel, 2011-2016

Gjennom måleperioden har SalMar en uvektet marginalfordel på 6,9 % i forhold til bransjen. Selskapet har dermed høyere driftsmargin enn bransjesnittet. Bevegelsene for SalMar og bransjen følger tydelig det samme mønsteret.

For å finne kilden bak selskapets marginfordel vil vi dekomponere ved å benytte en «common size-analyse».

### 8.3.5. Common size-analyse

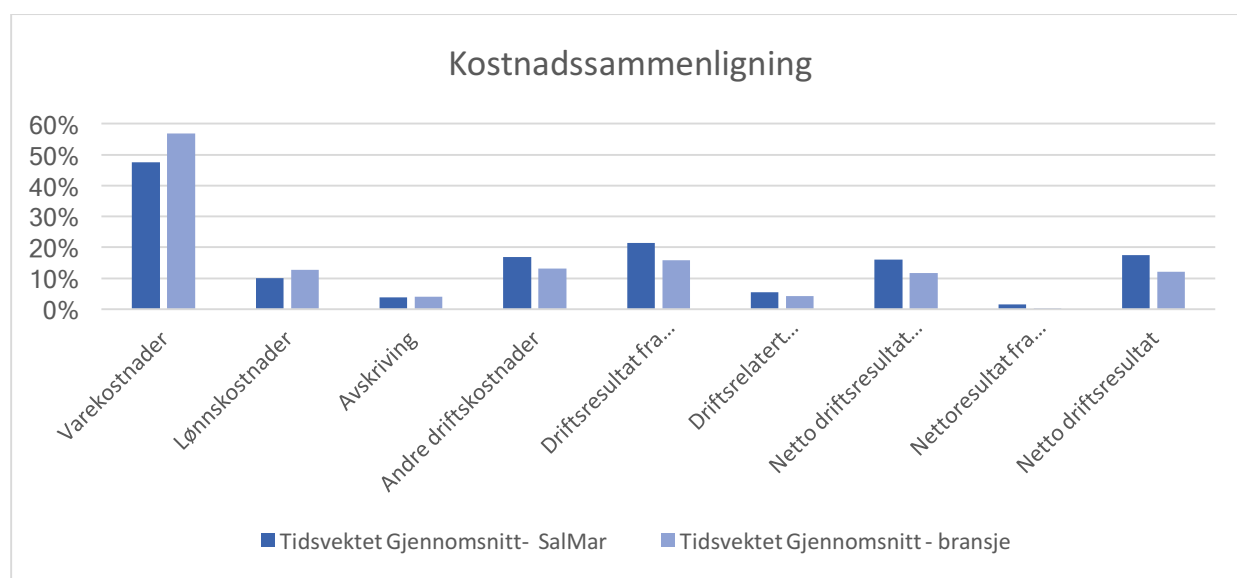
I en common size-analyse blir alle poster i netto driftsresultat uttrykt i prosent av driftsinntekter. Denne brukes til å avdekke de mest betydelige kostnadspostene, og vil kunne forklare hva som ligger bak selskapets marginfordel. Tabell 69 viser dekomponeringen av SalMars marginfordel, og til sammenligning utføres dekomponeringen også for bransjen.

| Common Size - analyse                           | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet           | Tidsvektet             |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|------------------------|
| Vekt                                            | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt- SalMar | Gjennomsnitt - bransje |
| Driftsinntekter                                 | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000        | 1,000                | 1,000                  |
| Varekostnader                                   | 0,521        | 0,553        | 0,489        | 0,442        | 0,486        | 0,443        | 0,475                | 0,569                  |
| Lønnskostnader                                  | 0,102        | 0,115        | 0,100        | 0,099        | 0,105        | 0,095        | 0,101                | 0,127                  |
| Avskrivning                                     | 0,034        | 0,040        | 0,035        | 0,038        | 0,042        | 0,040        | 0,039                | 0,040                  |
| Andre driftskostnader                           | 0,184        | 0,211        | 0,174        | 0,159        | 0,174        | 0,153        | 0,170                | 0,132                  |
| <b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>       | <b>0,163</b> | <b>0,081</b> | <b>0,202</b> | <b>0,262</b> | <b>0,194</b> | <b>0,269</b> | <b>0,215</b>         | <b>0,159</b>           |
| Driftsrelatert skattekostnad                    | 0,041        | 0,021        | 0,051        | 0,066        | 0,049        | 0,068        | 0,054                | 0,042                  |
| <b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b> | <b>0,122</b> | <b>0,061</b> | <b>0,151</b> | <b>0,196</b> | <b>0,145</b> | <b>0,201</b> | <b>0,160</b>         | <b>0,117</b>           |
| Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet   | 0,004        | 0,004        | 0,016        | 0,013        | 0,005        | 0,032        | 0,015                | 0,004                  |
| <b>Netto driftsresultat</b>                     | <b>0,126</b> | <b>0,065</b> | <b>0,167</b> | <b>0,209</b> | <b>0,150</b> | <b>0,233</b> | <b>0,175</b>         | <b>0,120</b>           |

Tabell 69: Common Size-analyse, 2011-2016

Av tabellen ser vi at varekostnader er den klart betydeligste kostnadsposten. Varekostnad for SalMar er hovedsakelig førkostnader. Resultatet fra tabellen stemmer overens med funnene i kapittel 2.2.6, hvor vi fant at førkostnadene hadde betydelig innvirkning på SalMars bunnlinje, og førkostnadene hadde steget betraktelig de siste 25 årene. I kapittel 2.1.2 nevnte vi selskapets målsetning om å være kostnadsledende, dette synes å være oppnådd ettersom SalMar har lavere eller tilsvarende kostnader for alle poster med unntak av andre driftskostnader som er 4 prosentpoeng høyere. Derimot veier ikke betydningen av dette opp for kostnadspostene som er

lavere. Sett i lys av funnene i kapittel 4.3.4 er det rimelig å forvente at SalMars fremtidige driftskostnader reduseres relativt til bransjen. InnovaMar har enda ikke blitt fullt utnyttet, og det er forventet at prosjektet i fremtiden vil redusere driftskostnadene betraktelig. Lønnskostnadene er 3 prosentpoeng lavere for SalMar enn for bransjen, dette kan virke kontraintuitivt og strider til dels mot det innledende resonnementet under marginalfordel. selskapet opererer som kjent hovedsakelig i Norge, mens flere av konkurrentene har betydelige operasjoner i lavkostland, det er derfor besynderlig at i SalMar har lavere lønnskostnader. Men det kan tenkes at ansatte i SalMar jobber mer effektivt enn sine motparter i bransjen. Differansene er illustrert i figur 44.



Figur 44: Kostnadssammenligning, SalMar mot bransjen

### 8.3.6. Omløpsfordel

Omløpet til netto driftseiendeler er et mål på selskapets evne til å skape driftsinntekter per krone investert. En omløpsfordel innebærer at et selskap har ressurser som gir høyere driftsinntekter per krone investert eller lavere kapitalbinding per krone enn bransjesnittet. Omløpsfordelen beregnes ved å vekte differansen mellom selskapets og bransjens omløp til netto driftseiendeler (Knivsflå, 2017k).

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

*onde* = omløpet til netto driftseiendeler, *ndm* = netto driftsmargin

$$\text{onde} = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI \text{ per kg}}{NDE \text{ per kg}}$$

*DI* = driftsinntekter, *NDE* = netto driftseiendeler

| Omløpsfordel                      | 2011          | 2012         | 2013         | 2014          | 2015          | 2016          | Tidsvektet    |
|-----------------------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vekt                              | 5 %           | 10 %         | 15 %         | 20 %          | 25 %          | 25 %          | Gjennomsnitt  |
| Omløpet til netto driftseiendeler | 1,296         | 1,750        | 1,914        | 1,664         | 1,814         | 1,830         | 1,771         |
| Omløpet til bransjen              | 1,688         | 1,651        | 1,671        | 1,938         | 1,919         | 2,054         | 1,881         |
| <b>Omløpsfordel (uvektet)</b>     | <b>-0,391</b> | <b>0,099</b> | <b>0,243</b> | <b>-0,274</b> | <b>-0,105</b> | <b>-0,224</b> | <b>-0,110</b> |
| Netto driftsmargin i bransjen     | 0,117         | 0,027        | 0,125        | 0,115         | 0,077         | 0,149         | 0,107         |
| <b>Omløpsfordel (vektet)</b>      | <b>-0,046</b> | <b>0,003</b> | <b>0,030</b> | <b>-0,031</b> | <b>-0,008</b> | <b>-0,033</b> | <b>-0,012</b> |

Tabell 70: Omløpsfordel, 2011-2016

Av tabellen ser vi at SalMar gjennom måleperioden har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig omløpsulempe på 1,2 %, noe som i utgangspunktet innebærer at selskapet har noe mindre effektive investeringer enn bransjesnittet. Knivsflå (2017k) argumenterer for at selskaper med høy marginfordel ofte har stor kapitalbinding. Dette vil kunne forklare den marginale omløpsulempen SalMar har overfor bransjen. Omløpsulempen har holdt seg forholdsvis stabil gjennom måleperioden.

Videre vil vi forsøke å finne årsaken til omløpsulempen. Tabell 71 viser driftsinntekter per kilo for SalMar og bransjen.

| ARPU - Average Revenue Per Unit | 2011          | 2012          | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | Tidsvektet     |
|---------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Vekt                            | 5 %           | 10 %          | 15 %           | 20 %           | 25 %           | 25 %           | Gjennomsnitt   |
| Driftsinntekter                 | 3 833 503     | 4 204 791     | 6 245 860      | 7 185 887      | 7 326 202      | 9 029 800      | 7 075 211      |
| Antall tonn slaktet laks        | 78 500        | 103 900       | 116 100        | 128 000        | 154 800        | 150 000        | 133 530        |
| ARPU - SalMar                   | 48,834        | 40,470        | 53,797         | 56,140         | 47,327         | 60,199         | 52,986         |
| ARPU - Bransje                  | 55,841        | 48,410        | 67,617         | 75,376         | 60,371         | 86,003         | 69,444         |
| <b>Differanse</b>               | <b>-7,007</b> | <b>-7,940</b> | <b>-13,820</b> | <b>-19,236</b> | <b>-13,044</b> | <b>-25,805</b> | <b>-16,458</b> |

Tabell 71: ARPU - Average Revenue per Unit, 2011-2016

Det er tydelig at SalMar gjennom måleperioden har betydelig lavere driftsinntekter per kilo GW enn bransjesnittet. Trolig kan mye forklares av at andre aktører i bransjen har et større produktutvalg enn SalMar. Selskapet driver utelukkende med oppdrett av laks, mens flere av de komparative selskapene driver annen type virksomhet. Vi så i tabell 70 at SalMars omløpsulempe var marginal. Det er derfor liten grunn til å tro at selskapet, alt annet likt, har betydelig lavere inntjening pr kg GW enn bransjesnittet. En annen mulighet er at ulike selskaper operer med forskjellige retningslinjer for måling av GW.

| Netto driftseiendeler per kg GW           | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016           | Tidsvektet    |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| Vekt                                      | 5 %           | 10 %          | 15 %          | 20 %          | 25 %          | 25 %           | Gjennomsnitt  |
| Netto driftseiendeler                     | 4 849 932     | 5 518 732     | 6 195 961     | 6 821 970     | 7 130 150     | 7 529 994      | 6 753 194     |
| Antall tonn slaktet laks                  | 78 500        | 103 900       | 116 100       | 128 000       | 154 800       | 150 000        | 133 530       |
| <b>Driftseiendeler per kg GW</b>          | <b>61,783</b> | <b>53,116</b> | <b>53,367</b> | <b>53,297</b> | <b>46,060</b> | <b>50,200</b>  | <b>50,574</b> |
| <b>Driftseiendeler per kg GW bransjen</b> | <b>67,007</b> | <b>76,628</b> | <b>86,671</b> | <b>70,597</b> | <b>90,213</b> | <b>107,486</b> | <b>87,558</b> |

Tabell 72: Netto driftseiendeler per kg Gw, 2011-2016

Tabell 72 viser at SalMar gjennom måleperioden har hatt betydelig lavere tidsvektede driftseiendeler per kilo GW enn bransjesnittet. Dette innebærer at SalMar har hatt mer effektiv drift av sine eiendeler enn det som er gjennomsnittet for bransjen. Kilden til differansen kan være knyttet opp til arbeidet med InnovaMar, men slakteriet har ennå ikke oppnådd full kapasitet. Innvirkningen InnovaMar har på differansen er trolig moderat. Det er nok mer plausibelt å peke på faktorer som skalafordeler og moderne og effektive anlegg.

### 8.3.7. Oppsummert strategisk driftsfordel

Tabell 73 oppsummerer beregningene gjort så langt i kapittel 8, og viser driverne bak SalMars tilsynelatende betydelige strategiske fordel.

| Oppsummering strategisk driftsfordel | 2011          | 2012          | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                 | 5 %           | 10 %          | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| <b>Bransjefordel drift</b>           | <b>0,077</b>  | <b>-0,018</b> | <b>0,094</b> | <b>0,098</b> | <b>0,053</b> | <b>0,169</b> | <b>0,091</b> |
| Marginfordel                         | 0,011         | 0,066         | 0,081        | 0,156        | 0,133        | 0,154        | 0,122        |
| Omløpsfordel                         | -0,046        | 0,003         | 0,030        | -0,031       | -0,008       | -0,033       | -0,012       |
| <b>Rentabilitetsfordel</b>           | <b>-0,034</b> | <b>0,069</b>  | <b>0,111</b> | <b>0,125</b> | <b>0,125</b> | <b>0,121</b> | <b>0,110</b> |
| Kravfordel                           | -0,001        | 0,001         | 0,001        | 0,003        | 0,003        | 0,004        | 0,002        |
| <b>Ressursfordel drift</b>           | <b>-0,035</b> | <b>0,070</b>  | <b>0,112</b> | <b>0,128</b> | <b>0,127</b> | <b>0,124</b> | <b>0,112</b> |
| <b>Strategisk driftsfordel</b>       | <b>0,041</b>  | <b>0,051</b>  | <b>0,206</b> | <b>0,226</b> | <b>0,180</b> | <b>0,294</b> | <b>0,203</b> |

Tabell 73: Oppsummering strategisk fordel, 2011-2016

Resultatene fra tabellen stemmer ikke overens med funnene i kapittel 4. Beregninger i tabellen viser at bransjefordel utgjør 9,1 % av totale strategisk driftsfordel. Trolig er det snakk om brorparten av totale strategisk driftsfordel. Som vi så fra konklusjonen i delkapittel 8.1 er det lite som tilsier at SalMar har betydelige ressursfordeler over bransjen. Dette stemmer overens med vår antakelse om at bransjefordel drift står for mesteparten av SalMars strategiske driftsfordel.

### 8.3.8. Gearingfordel drift

Gearingfordel er en fordel et selskap kan oppnå ved å finansiere driften med andre midler enn egenkapital. Fordelen oppstår i driften, og anses derfor som en del av driftsfordelen. Ettersom SalMar har en strategisk driftsfordel vil selskapet kunne øke denne fordelen ved å øke gearingen. Derimot forventes det ikke at gearing skaper verdi for eiere ettersom økt gjeldsgrad også innebærer høyere risiko på egenkapitalen. Den økte risikoen vil øke avkastningskravet i henhold til resonnementet i kapittel 7. Gearingfordel er uttrykt med følgende formel:

$$\text{Gearingfordel} = (n_{dr} - n_{dk}) * (n_{fgg} + m_{ig})$$

*n<sub>dr</sub> = netto driftsrentabilitet, n<sub>dk</sub> = netto driftskrav, n<sub>fgg</sub> = netto finansiell gjeldsgrad, m<sub>ig</sub> = minoritetsgrad*

I tabell 74 har vi beregnet gearingfordel for SalMar

| Gearingfordel               | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                        | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Netto driftsrentabilitet    | 0,163        | 0,113        | 0,320        | 0,348        | 0,272        | 0,426        | 0,312        |
| Netto driftskrav            | 0,054        | 0,046        | 0,048        | 0,046        | 0,040        | 0,038        | 0,043        |
| <b>Ren driftsfordel</b>     | <b>0,109</b> | <b>0,067</b> | <b>0,272</b> | <b>0,302</b> | <b>0,232</b> | <b>0,388</b> | <b>0,268</b> |
| Netto finansiell gjeldsgrad | 1,306        | 1,078        | 0,439        | 0,517        | 0,596        | 0,465        | 0,608        |
| Minoritetsgrad              | 0,046        | 0,049        | 0,189        | 0,026        | 0,030        | 0,035        | 0,057        |
| <b>Gearingfordel drift</b>  | <b>0,148</b> | <b>0,075</b> | <b>0,171</b> | <b>0,164</b> | <b>0,145</b> | <b>0,194</b> | <b>0,158</b> |

Tabell 74: Gearingfordel drift, 2011-2016

Gjennom måleperioden oppnådde SalMar en gjennomsnittlig gearingfordel på 15,8 %. Det foreligger betydelig svingninger fra år til år. Dette er i samsvar med det vi fant i tabell 73 om SalMars strategiske driftsfordel. Gearingfordelen innebærer at SalMar vil være tjent med å øke gjeldsandelen. Som vi så i kapittel 5 har SalMar i dag en egenkapitalandel på 45 %, det kan dermed argumenteres for at selskapet har stort spillerom når det gjelder gjeldsandelen. Men som vi nevnte innledningsvis vil effekten av gearing trolig bli negert ved økt avkastningskrav.

#### 8.4. Oppsummering driftsfordel

De ulike komponentene i SalMars strategiske driftsfordel er oppsummert i tabell 75.

| Oppsummering driftsfordel      | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                           | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Bransjefordel drift            | 0,077        | -0,018       | 0,094        | 0,098        | 0,053        | 0,169        | 0,091        |
| Ressursfordel drift            | -0,035       | 0,070        | 0,112        | 0,128        | 0,127        | 0,124        | 0,110        |
| <b>Strategisk driftsfordel</b> | <b>0,041</b> | <b>0,051</b> | <b>0,206</b> | <b>0,226</b> | <b>0,180</b> | <b>0,294</b> | <b>0,202</b> |
| Gearingfordel drift            | 0,148        | 0,075        | 0,171        | 0,164        | 0,145        | 0,194        | 0,158        |
| <b>Driftsfordel</b>            | <b>0,189</b> | <b>0,127</b> | <b>0,377</b> | <b>0,390</b> | <b>0,325</b> | <b>0,487</b> | <b>0,360</b> |

Tabell 75: Oppsummering driftsfordel, 2011-2016

Av tabellen ser vi at driftsfordel på 36 % stammer 20,2 prosentpoeng fra strategisk driftsfordel og 15,8 prosentpoeng fra gearingfordel drift. Som nevnt i oppsummering til strategisk driftsfordel består trolig strategisk driftsfordel i all hovedsak av bransjefordel drift forårsaket av historisk høy laksepris.

## 8.5. Finansieringsfordel

Som vi så i figur 43 består en strategisk fordel av en driftsfordel og en finansieringsfordel. Til tross for at driftsfordelen er den primære bidragsyteren i den strategiske fordel, vil en finansieringsfordel kunne øke et selskaps strategiske fordel. En finansieringsfordel vil kunne oppstå som følge av en fordel i netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser (Knivsflå, 2017k)

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg(mik - mir) * mig$$

*nfgk = netto finansielt gjeldskrav, nfggr = netto finansiell gjeldsrentabilitet, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad  
mik = minoritetsinteressekrav, mir = minoritetsinteresserentabilitet, mig = minoritetsinteressegrad*

Et selskap vil ha en fordel knyttet til netto finansiell gjeld dersom selskapet har netto finansiell gjeldsrentabilitet lavere enn kravet. Tilsvarende vil selskapet ha en minoritetsinteressefordel dersom rentabiliteten til minoritetsinteressene er mindre enn kravet. Videre vil vi dekomponere finansieringsfordel inn i finansiell gjeldsfordel og finansiell eiendelsfordel. Dette vil la oss analysere kildene til en eventuell finansieringsfordel.

### 8.5.1. Finansieringsfordel finansiell gjeld

En finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld innebærer at kravet til finansiell gjeld er høyere enn lånerenten (Knivsflå, 2017k). Dette innebærer at investorer er tjent med å benytte oppbygging av gjeld som finansieringskilde. Tabell 76 viser bevegelsen i SalMars finansieringsfordel over måleperioden.

| Finansieringsfordel finansiell gjeld        | 2011         | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | Tidsvektet    |
|---------------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vekt                                        | 5 %          | 10 %          | 15 %          | 20 %          | 25 %          | 25 %          | Gjennomsnitt  |
| Finansielt gjeldskrav                       | 0,036        | 0,029         | 0,029         | 0,028         | 0,021         | 0,020         | 0,025         |
| Finansiell gjeldsrente                      | 0,036        | 0,047         | 0,044         | 0,035         | 0,029         | 0,028         | 0,034         |
| <b>Finansiell gjeldsrentefordel</b>         | <b>0,000</b> | <b>-0,018</b> | <b>-0,015</b> | <b>-0,006</b> | <b>-0,007</b> | <b>-0,008</b> | <b>-0,009</b> |
| Finansiell gjeldsgrad                       | 1,228        | 1,237         | 1,076         | 0,724         | 0,678         | 0,706         | 0,837         |
| <b>Finansieringsfordel finansiell gjeld</b> | <b>0,000</b> | <b>-0,022</b> | <b>-0,016</b> | <b>-0,005</b> | <b>-0,005</b> | <b>-0,006</b> | <b>-0,008</b> |

Tabell 76: Finansieringsfordel finansiell gjeld, 2011-2016

SalMar har de siste tre årene hatt en stabil finansieringsulempe. Den tidsvektede finansieringsulempen er på 0,8 %. Størrelsen på ulempen innebærer at det neppe er en signifikant ulempe.

### 8.5.2. Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordel finansielle eiendeler er den vektete differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav med virksomhetens finansielle eiendelsgrad

(Knivsflå, 2017j). Investorer vil være tjent med positiv finansieringsfordel finansielle eiendeler. Utregningene er vist i tabell 77.

| Finansieringsfordel finansielle eiendeler        | 2011         | 2012         | 2013         | 2014          | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                             | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %          | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Finansiell eiendelsrentabilitet                  | 0,084        | 0,043        | 0,023        | 0,015         | 0,016        | 0,242        | 0,079        |
| Finansielt eiendelskrav                          | 0,023        | 0,026        | 0,019        | 0,019         | 0,012        | 0,010        | 0,016        |
| <b>Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel</b>    | <b>0,061</b> | <b>0,017</b> | <b>0,004</b> | <b>-0,004</b> | <b>0,004</b> | <b>0,232</b> | <b>0,064</b> |
| Finansiell eiendelsgrad                          | 0,041        | 0,026        | 0,217        | 0,170         | 0,056        | 0,063        | 0,101        |
| <b>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</b> | <b>0,002</b> | <b>0,000</b> | <b>0,001</b> | <b>-0,001</b> | <b>0,000</b> | <b>0,015</b> | <b>0,006</b> |

Tabell 77: Finansieringsfordel finansielle eiendeler, 2011-2016

SalMar har gjennom måleperioden oppnådd en marginal vektet finansieringsfordel på 0,6 %, dette vil trolig ikke være å anse som signifikant, spesielt gitt estimatusikkerheten knyttet til vektning. De finansielle eiendelene kan derfor være å anse som finansieringsnøytrale, som er i samsvar med antakelsen om at det i finansmarkedet er vanskelig å oppnå finansieringsfordeler.

### 8.5.3. Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Resultatene i delkapittel 8.5.1 og 8.5.2 lar oss beregne finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld. For eiere er den en fordel at virksomheten benytter gjeldsfinansiering dersom kravet er høyere enn lånerenten, følgelig vil netto finansiering bli rimeligere. Utregningene for SalMar er vist i tabell 78.

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

$$nfgk = \text{netto finansielt gjeldskrav}, nfggr = \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet}, nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

$$nfggr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2} \quad nfgg = \frac{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

$$NFK = \text{netto finanskostnader}, NFI = \text{netto finansinntekter}, NFG = \text{netto finansiell gjeld}, \Delta NFG = \text{endring i netto finansiell gjeld gjennom året}, EK = \text{egenkapital}, \Delta EK = \text{endring i egenkapitalen gjennom året}, NRE = \text{netto resultat til EK}$$

| Finansieringsfordel netto finansiell gjeld        | 2011         | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016         | Tidsvektet    |
|---------------------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Vekt                                              | 5 %          | 10 %          | 15 %          | 20 %          | 25 %          | 25 %         | Gjennomsnitt  |
| Netto finansielt gjeldskrav                       | 0,037        | 0,029         | 0,035         | 0,029         | 0,022         | 0,021        | 0,027         |
| Netto finansiell gjeldsrente                      | 0,035        | 0,047         | 0,049         | 0,041         | 0,030         | 0,007        | 0,031         |
| <b>Finansiell eiendelsrentabilitet</b>            | <b>0,002</b> | <b>-0,018</b> | <b>-0,014</b> | <b>-0,012</b> | <b>-0,007</b> | <b>0,014</b> | <b>-0,004</b> |
| Netto finansiell gjeldsgrad                       | 1,188        | 1,211         | 0,859         | 0,554         | 0,622         | 0,643        | 0,736         |
| <b>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</b> | <b>0,003</b> | <b>-0,021</b> | <b>-0,012</b> | <b>-0,007</b> | <b>-0,005</b> | <b>0,009</b> | <b>-0,003</b> |

Tabell 78: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, 2011-2016

Gjennom måleperioden er tidsvektet finansieringsulempe på marginale 0,3 %. En slik marginal finansieringsulempe er trolig ikke signifikant. Dette er i tråd med resonnementet i kapittel 8.5.1

hvor vi konkluderte med at den finansielle ulempen trolig ikke hadde særlig innvirkning på SalMars finansiering.

#### 8.5.4. Finansieringsfordel minoritetsinteresser

En minoritetsinteresse vil oppnå en finansieringsfordel dersom minoritetskravet er større enn minoritetsrentabiliteten (Knivsflå, 2017k). Det vil i så måte være fordelaktig for majoritetsinteresser at det respektive selskapet også har minoritetsinteresser, da disse vil ta andeler av eventuelle økonomiske tap i datterselskap. Derimot vil majoriteten være i stand til å presse ut minoritetsinteresser dersom selskapet oppnår superrentabilitet. Følgelig er det rimelig å forvente at fordeler knyttet til minoritetsinteresser er tilnærmet lik null (Knivsflå, 2017k). Tabell 79 viser beregningene for SalMars finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser.

| Finansieringsfordel minoritet        | 2011         | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | Tidsvektet    |
|--------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vekt                                 | 5 %          | 10 %          | 15 %          | 20 %          | 25 %          | 25 %          | Gjennomsnitt  |
| Minoritetskrav                       | 0,103        | 0,093         | 0,081         | 0,084         | 0,080         | 0,076         | 0,082         |
| Minoritetsrentabilitet               | 0,021        | 0,115         | 0,628         | 0,122         | 0,444         | 0,188         | 0,289         |
| <b>Minoritetsrentabilitetsfordel</b> | <b>0,082</b> | <b>-0,022</b> | <b>-0,547</b> | <b>-0,038</b> | <b>-0,364</b> | <b>-0,112</b> | <b>-0,207</b> |
| Minoritetsgrad                       | 0,064        | 0,055         | 0,069         | 0,052         | 0,015         | 0,019         | 0,038         |
| <b>Finansieringsfordel minoritet</b> | <b>0,005</b> | <b>-0,001</b> | <b>-0,038</b> | <b>-0,002</b> | <b>-0,005</b> | <b>-0,002</b> | <b>-0,008</b> |

Tabell 79: Finansieringsfordel minoritet, 2011-2016

SalMar har gjennom måleperioden oppnådd en tidsvektet finansieringsulempe knytte til minoriteten på 0,8 %. Følgelig er minoritetsinteresser i utgangspunktet ufordelaktig for konsernet, derimot er ulempen marginal og trolig ikke betydelig nok til å være signifikant. Ved å følge resonnementet fra forrige avsnitt kan vi konkludere med at minoritetsinteresser på lang sikt vil bli tilnærmet eliminert.

#### 8.5.5. Oppsummering finansieringsfordel

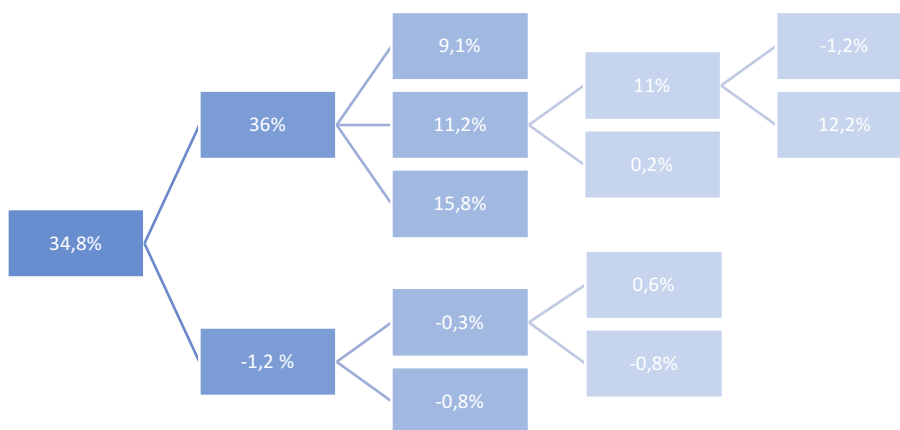
Finansieringsfordelen SalMar besitter er oppsummert i tabell 80.

| Finansieringsfordel                                          | 2011         | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016         | Tidsvektet    |
|--------------------------------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Vekt                                                         | 5 %          | 10 %          | 15 %          | 20 %          | 25 %          | 25 %         | Gjennomsnitt  |
| Finansieringsfordel finansiell gjeld                         | 0,000        | -0,022        | -0,016        | -0,005        | -0,005        | -0,006       | -0,008        |
| Finansieringsfordel finansielle eiendeler                    | 0,002        | 0,000         | 0,001         | -0,001        | 0,000         | 0,015        | 0,004         |
| <b>Finansieringsfordel finansiell netto finansiell gjeld</b> | <b>0,003</b> | <b>-0,021</b> | <b>-0,015</b> | <b>-0,005</b> | <b>-0,005</b> | <b>0,009</b> | <b>-0,004</b> |
| Finansieringsfordel finansiell minoritet                     | 0,005        | -0,001        | -0,038        | -0,002        | -0,005        | -0,002       | -0,008        |
| <b>Finansieringsfordel</b>                                   | <b>0,008</b> | <b>-0,023</b> | <b>-0,053</b> | <b>-0,007</b> | <b>-0,010</b> | <b>0,007</b> | <b>-0,012</b> |

Tabell 80: Finansieringsfordel, 2011-2016

Vi ser at SalMars samlede finansieringsulempe er på 1,2 %, gitt vektet gjennomsnitt. Det er vanskelig å tolke innvirkningen til en ulempe på 1,2 %, men den er trolig liten. Det gir mer innsikt å sammenligne verdien med den for totale driftsfordeler i kapittel 8.4. Relativt er betydningen av finansieringsfordeler som forventet. I innledningen til kapittel 8.5 kommenterte vi at driftsfordelen er den primære bidragsyteren til selskapets strategiske fordel og i innledningen til kapittel 8.3 poengterte vi at det er vanskelig å oppnå strategiske fordeler i finansmarkedet. Resultatet i tabell 80 er i tråd med forventningene.

## 8.6. Oppsummering strategisk fordel



Figur 45: Oppsummering dekomponert strategisk fordel, SalMar

Beregninger foretatt i de tidligere delkapitlene i kapittel 8 er oppsummert i tabell 81 og i figur 45 ovenfor. I kapittel 8.1.1 beregnet vi SalMars strategiske fordel til 22,8 %, og konkluderte at den i hovedsak stammer fra en gearingfordel. Vi valgte til dels å se bort fra den tilsynelatende betydelige ressursfordelen på 11 % som angitt i tabellen. Bakgrunnen for vår konklusjon var mangelen på overenstemmelse med funnene i den strategiske analysen i kapittel 4. Vi har ikke klart å identifisere de tilsynelatende verdifulle ressursene SalMar besitter som bransjen er foruten.

| Oppsummering strategisk fordel             | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | Tidsvektet   |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt                                       | 5 %          | 10 %         | 15 %         | 20 %         | 25 %         | 25 %         | Gjennomsnitt |
| Bransjefordel drift                        | 0,077        | -0,018       | 0,094        | 0,098        | 0,053        | 0,169        | 0,091        |
| Ressursfordel drift                        | -0,035       | 0,070        | 0,112        | 0,128        | 0,127        | 0,124        | 0,110        |
| <b>Driftsfordel</b>                        | <b>0,041</b> | <b>0,051</b> | <b>0,206</b> | <b>0,226</b> | <b>0,180</b> | <b>0,294</b> | <b>0,202</b> |
| Gearingfordel drift                        | 0,148        | 0,075        | 0,171        | 0,164        | 0,145        | 0,194        | 0,158        |
| <b>Samlet driftsfordel</b>                 | <b>0,189</b> | <b>0,127</b> | <b>0,377</b> | <b>0,390</b> | <b>0,325</b> | <b>0,487</b> | <b>0,360</b> |
| Finansieringsfordel netto finansiell gjeld | 0,003        | -0,021       | -0,015       | -0,005       | -0,005       | 0,009        | -0,004       |
| Finansieringsfordel minoritet              | 0,005        | -0,001       | -0,038       | -0,002       | -0,005       | -0,002       | -0,008       |
| <b>Strategisk fordel</b>                   | <b>0,197</b> | <b>0,104</b> | <b>0,324</b> | <b>0,383</b> | <b>0,315</b> | <b>0,494</b> | <b>0,348</b> |

Tabell 81: Oppsummering strategisk fordel, 2011-2016

## 9. Fremtidsregnskap

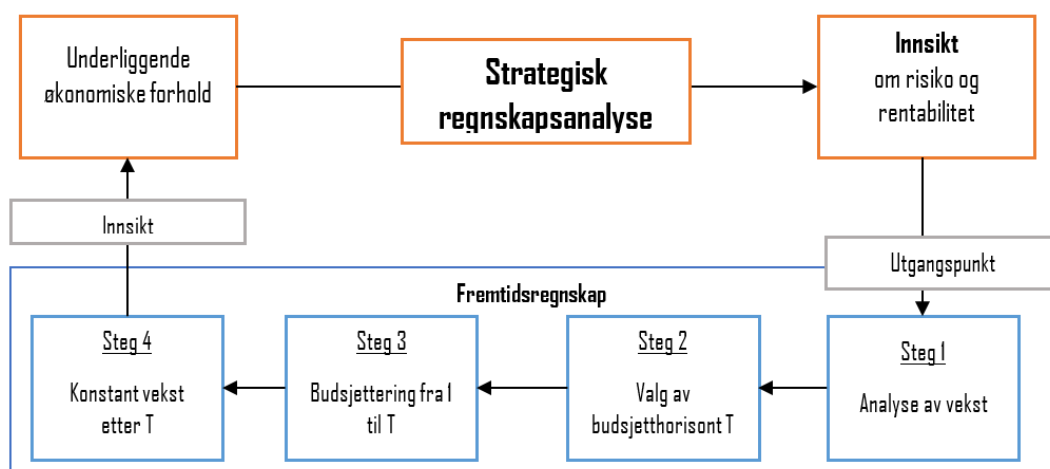
Fremtidsregnskapet danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av egenkapitalen til selskapet. Her skal de foregående analysene kombineres og regnskapet utarbeides i tråd med funnene. Det vil spesielt bli lagt vekt på den strategiske analysen og regnskapsanalysen i henholdsvis i kapittel 4 og 5.

### 9.1. Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for fremtidsregnskapet er hentet fra Knivsflå (2017n) og består av fire steg. Steg 1 er å foreta en vekstanalyse. Driftsinntektsveksten vil i særlig stor grad påvirke hvordan selskapets framtidige utvikling vil være og er på mange måter den grunnleggende budsjettdriveren (Knivsflå, 2017n). Det er derfor naturlig å begynne det første steget med en analyse av driftsinntektsveksten.

I steg 2 redegjøres valget av budsjetthorisonten, T. Horisonten er der hvor budsjetteringen går fra «fullstendig» til enkel framskrivning, hvor de ulike budsjettdriverne forutsettes å være konstante. Etter horisonten vil selskapet anses å være i «steady state». Volatiliteten til selskapet og næringen er i stor grad avgjørende for hvor lang budsjetthorisonten skal være.

Det tredje steget er selve budsjetteringen, fra år 0 til slutten av budsjetteringshorisonten, ofte kalt «steady state». I det siste og fjerde steget skal en beregne en terminalvekst, eller «steady state». Etter en har gjennomført de fire stegene er målet å ha utformet fremtidsregnskapet for analyseformål. Rammeverket i figur 41 nedenfor illustrerer fremgangen i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.



Figur 46: Strategisk regnskapsanalyse, rammeverk (Knivsflå, 2017n)

## 9.2. Vekstanalyse

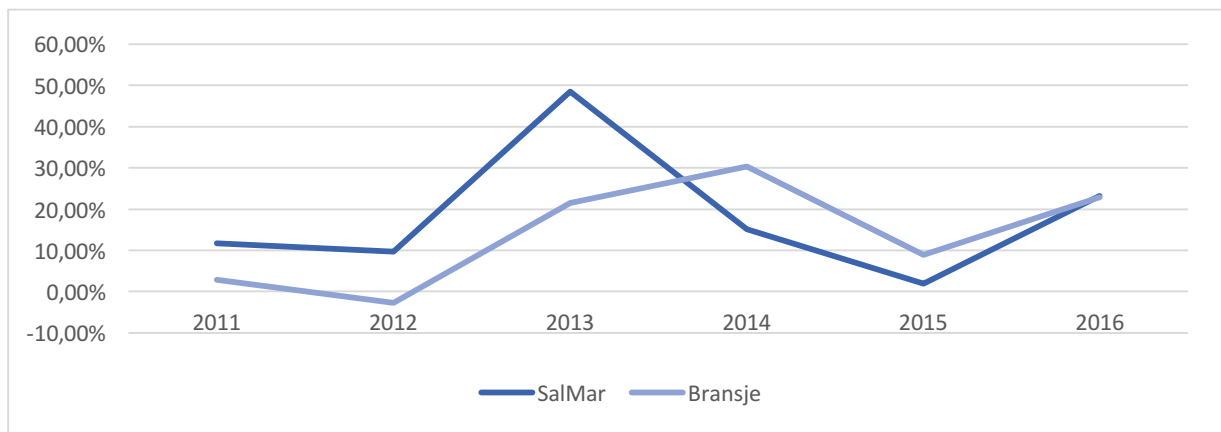
Vekstanalysen legger grunnlaget for de fremtidige prognosene for utviklingen av SalMar. En viktig faktor for fremtidig vekst er historisk vekst ettersom den sier noe om hvordan selskapet har kommet dit det er i dag. Derfor bygger prognosene i stor grad på historiske regnskapstall. De neste delkapitlene vil omhandle analyser av SalMars historiske vekst i driftsinntekter.

### 9.2.1. Historisk driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten beregnes med hensyn på endringen i driftsinntekter fra år til år. Veksten er som nevnt i delkapittel 9.1 av stor betydning for kontantstrømmen til selskapet. SalMars driftsinntekter har økt stabilt gjennom analyseperioden med unntak av 2013 hvor sum driftsinntekter hadde en vekst på hele 49 %. Bransjetallene viser i stor grad samme utvikling som SalMar, men er tilsynelatende mer lagget enn SalMar.

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

*div = driftsinntektsvekst, DI = driftsinntekter,  $\Delta DI$  = endring i driftsinntektene gjennom året*



Figur 47: Historisk driftsinntektsvekst, SalMar mot bransjen

Figur 47 viser at den historiske driftsinntektsveksten til SalMar er mer volatil sammenlignet med bransjens historiske driftsinntektsvekst. I 2013 hadde SalMar en driftsinntektsvekst på hele 49 %. Bransjen hadde i samme periode en mer moderat vekst på 22 %. Det tidsvektede gjennomsnittet for SalMar var i analyseperioden 18 %. Bransjen hadde til sammenligning rundt 17 % vekst i driftsinntekter. Som figuren var veksten til både bransjen og SalMar i 2016 på omtrent 23 % fra 2011 til 2016.

### 9.3. Valg for videre utarbeidelse av fremtidsregnskapet

I de følgende delkapitlene vil en rekke forutsetninger og valg for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet bli gjort. Dette er for å klargjøre hvilke forutsetninger som ligger til grunn før en estimerer budsjettdriverne.

#### 9.3.1. *Budsjetthorisont*

Budsjetthorisonen bestemmes av forventet tid til virksomheten er i steady state, samt kvaliteten på regnskapsføringen. Førstnevnte avhenger av en rekke faktorer. Bransjen selskapet opererer i vil ha en betydelig innvirkning på dette. En moden bransje vil gjerne ha en mer stabil vekst enn hva en bransje i vekst vil kunne forventes å ha. Videre vil bransjens eksponering for markedspriser være av vesentlig betydning. Før oppgaven går nærmere inn på hvilken budsjetthorisont som skal benyttes i videre analyser av SalMar vil prinsippet bak et horisonttidspunkt utfordres.

Et selskap i steady state kjennetegnes typisk av stabile kontantstrømmer, en jevn vekst og en stabil struktur. I særdeles mange næringer, inkludert oppdrettsnæringen vil få, eller én enkelt faktor påvirke de avgjørende driverne for utviklingen. Råvarenæringer hvor råvareprisen fluktuerer vil i praksis aldri kunne stabilisere seg i såkalt «steady state». Dette er begrunnet med at det alltid vil være sykluser hvor råvareprisen fluktuerer. Således er det vanskelig å prognostisere framtidige kontantstrømmer og i tillegg vise disse stabile når historisk informasjon viser at de er alt annet enn lineære. Videre må en stille spørsmål rundt budsjetthorisonen. I en fundamental verdsettelse er denne gjerne 10-14 år for en moden bransje. Det finnes svært få, hvis noen sikre estimerer på hvordan verden, økonomien og samfunnet vil være i denne tiltenkte horisonten. Dette i seg selv er ikke et problem ettersom veien blir til når en går og et selskap vil kunne tilpasse seg framtidige endringer. Årsaken til at dette må sees i et kritisk lys er at i en fundamental verdsettelse er 70-80 % av den framtidige verdien og verdiestimatet nettopp i horisontleddet. Med andre ord argumenterer en for at den største delen av verdien til selskapet skal skapes i en tid der ingen med sikkerhet kan si hvorvidt selskapet eller næringen i det hele tatt eksisterer. Ser en bort fra denne argumentasjonen og godtar det teoretiske fundamentet bak verdsettelsesteori og de modellene, metodene og forutsetningene som benyttes kan en heller ikke argumentere for at næringen *ikke* vil eksistere i horisonten dersom det ikke foreligger indikatorer på noen annet. Dersom en tar denne usikkerheten med seg når en skal estimere faktorene i horisontleddet kan en sørge for å ikke

overvurdere verdien i all evig framtid slik at verdiestimatet viser et mer reelt bilde av det en med noe sikkerhet kan legge til grunn. I det følgende vil budsjetthorizonten bli bestemt.

Oppdrettsnæringen er en syklisk bransje og er, som nevnt tidligere i stor grad påvirket av hvordan lakseprisen utvikler seg. Lakseprisen er volatil. Dermed vil det ta lengre tid før en kan anse bransjen for å være i steady state enn andre modne bransjer som er mindre eksponert for enkeltfaktorer. Likevel kan en argumentere for at restriksjoner og offentlig påvirkning vil kunne holde bransjen mer stabil i fremtiden. Målet er å dra prognosene fram til selskapet anses for å være i steady state. Den markante veksten i bransjen de seneste årene er som nevnt i kapittel 4.6 grunnet en vesentlig økt etterspørsel kombinert med en høy laksepris. Det er lite som tyder på en etterspørselsreduksjon de nærmeste årene. Utdelingen av ytterligere konsesjoner og oppmykning av restriksjoner, samt nyvinninger kan gi bransjen ny og eksponentiell vekst. Dette taler for en lengre budsjetthorizont.

Kvaliteten på regnskapsføringen er den andre påvirkningskraften ved valg av budsjetthorizont. En verdibasert regnskapsføring vil i større grad fange opp endringer i verdier fra år til år og verdiene kommer fram i regnskapstallene raskt. Dette bidrar til en løpende rapportering og oppdaterte verdier. Verdibasert regnskapsføring bidrar derfor til en kortere budsjetthorizont. SalMar rapporterer etter IFRS som er å anse som en verdibasert regnskapsføringsmetode. Kvaliteten på regnskapsføringen veier for en kortere budsjetthorizont.

I valget av budsjetthorizont er bransjens volatilitet og usikkerhetsmomenter vektlagt i større grad enn kvaliteten på regnskapsføringen. Dette forsterkes av en forventet fremtidig vekst i etterspørselen. Vekstpotensialet i en moden bransje taler for en budsjetthorizont på 10 til 14 år (Knivsflå, 2017n). Budsjetthorizonten for verdsettelsen er valgt til 12 år som er midt i intervallet. År T, hvor steady state er forutsatt oppnådd er dermed år 2028. Budsjettperioden vil i tillegg ta for seg 2029 og 2030 for å inkludere to år i steady state, henholdsvis kalt T+1 og T+2.

### 9.3.2. *Detaljnivå*

Detaljnivået avhenger av valgt budsjetthorizont, T. Ved en kortere budsjetthorizont vil det være hensiktsmessig med mer detaljerte prognoser gjennom bruk av flere budsjett drivere. Dette er begrunnet med at en på kortere sikt kan estimere driverne med høyere treffsikkerhet og uvissheten er mindre enn med en lengre horisont. Med en lengre budsjetthorizont vil treffsikkerheten reduseres. Et høyt detaljnivå vil derfor være mindre hensiktsmessig. Oppgaven vil ha en mellomlang budsjetthorizont fremfor detaljbudsjettering, noe som medfører bruk av

de viktigste budsjettdriverne. Det er valgt ut ni budsjett drivere i fremtidsregnskapet. Budsjettdriverne redegjøres for i kapittel 9.4 nedenfor.

Oppgaven benytter fokusert budsjettering. En viktig forutsetning er at alle kontantstrømmene i budsjetteringsperioden oppstår ved utgangen av året, 31. desember. Forutsetningen medfører at rentabiliteten regnes på inngående kapital og ikke gjennomsnittlig kapital, slik som i regnskapsanalysen i kapittel 5.

### 9.3.3. *Framskrivningsteknikk*

Lineær framskrivning er den valgte budsjetteringsteknikken. Teknikken innebærer å estimere budsjett punkter for budsjett driverne for deretter å følge en lineær tilnærming mellom punktene. Hvert punkt representerer ett år. På kort sikt estimeres punkt 1 og 2 med utgangspunkt i den strategiske- og regnskapsanalysen i kapittel 4 og 5. Etter dette vil det estimeres et punkt på mellomlang sikt, M. Punkt M er basert på prognosene for bransjen og ressursanalysen. Til slutt prognostiseres horisonten, T som bygger på den strategiske analysen av makroøkonomiske forhold.

Overgangen fra punkt 2 til M og fra M til T kan generelt ha tre hovedtyper utviklingsbaner; optimistisk, nøytralt eller pessimistisk, hvor den nøytrale er en lineær overgang. Oppgaven vil basere seg på en nøytral framskrivningsbane mellom de tre hovedpunktene 2, M og T. Begrunnelsen for valgt framskrivningsteknikk bygger på usikkerheten knyttet til vekstpotensialet i bransjen på kort- og mellomlang sikt. Potensialet for vekst er betinget en rekke faktorer, som nevnt i kapittel 4. Ettersom fremtiden medbringer ulike utfall gjennomføres en sensitivitets- og simuleringsanalyse i kapittel 11 for å ta hensyn til ulike scenario.

Figur 47 i kapittel 9.2 viser den historiske utviklingen i SalMars historiske driftsinntektsvekst. Som vi ser av figuren er ikke den historiske veksten lineær. Framtidsprognosene baserer seg likevel på en antatt lineær framtidig vekst. Dette er trolig lite sannsynlig og et framtidig avvik vil være nærliggende å anta. Framskrivningsteknikken foretrekkes til tross for et lite sannsynlig utfall ettersom utviklingen mellom punktene ikke er det essensielle. Det er prognosene bak estimeringen av budsjett punktene som er avgjørende for den framtidige selskapsverdien. Gitt analysene som er gjennomført i denne oppgaven, sammen med forfatterens opparbeidede, subjektive skjønn viser prognosene den mest sannsynlige framtidige utviklingen for SalMar.

## 9.4. Budsjettdriverne

Budsjettdriverne fremtidsregnskapet bygges opp av er i tråd med Knivsflås rammeverk. I de påfølgende delkapitlene vil budsjettdriverne bli presentert og gjennomgått. De fleste budsjettdriverne vil tendere mot bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2017m). Dette er begrunnet med undersøkelser som viser at et selskap som avviker fra bransjens gjennomsnitt ved hjelp av strategiske fordeler over tid vil nærme seg bransjegjennomsnittet og fordelene vil mer eller mindre nulls ut. Undersøkelsen viser også at det er uavhengig hvorvidt selskapet har en strategisk ulempe eller fordel.

Bransjegjennomsnittene ble estimert i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Rentabilitetene i kapittel 8 er basert på gjennomsnittlige regnskapsverdier. I fremtidsregnskapet antar vi at alle kontantstrømmer oppstår ved slutten av året. Dette medfører at rentabiliteten må beregnes på inngående verdier (Knivsflå, 2017n).

Det første steget i budsjettmodellen er å estimere driftsinntektsveksten. Som nevnt i kapittel 9.1 er driftsinntektsveksten kanskje den viktigste driveren for framtidsregnskapet. Betydningen av driftsinntekten kommer av at flere av de andre postene i regnskapet korrelerer relativt med variasjonen i driftsinntekten. Driveren sier noe om det forventede aktivitetsnivået til bransjen. Ingen selskaper kan vokse mer enn den samlede økonomien; realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon i dag, på lang sikt. Dette er vekst-taket i normale tilfeller. Veksten skal altså være lavere. Utfordringen er dermed å bestemme hvor mye lavere en ser for seg at veksten skal være. Damodaran (2012), en anerkjent professor ved NYU, argumenterer for at det må være en sammenheng mellom driftsinntektsveksten og den risikofrie renten som benyttes i avkastningskravet.

### 9.4.1. Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst er essensiell for den framtidige selskapsverdien. Kapittel 9.1 tar for seg på hvilken måte oppgaven vil predikere framtidig vekst utledet gjennom bruk av drivere. Driveren benyttes så for å estimere driftsinntekten i årene i budsjettperioden slik som i formelen nedenfor.

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

*DI = driftsinntekter, div = driftsinntektsvekst*

Driftsinntektene til SalMar på lik linje med resten av oppdrettsnæringen avhenger i stor grad av lakseprisen og antall kilo slaktet fisk. I bransjer hvor selskapene selger få eller én type vare vil det være nærliggende å estimere driftsinntektene etter forholdet mellom det forventede produksjonsvolumet og forward-prisen på varen. Driftsinntektsveksten er som nevnt den mest betydningsfulle budsjettdriveren for selskapsvekst. I simuleringsanalysen skal en analysere i hvor stor grad driftsinntektsveksten påvirker det endelige verdiestimatet. Veksten blir påvirket av produksjonskvantum og laksepris. Produksjonsvekst og lakseprisens utvikling vil ha stor innvirkning på utfallsrommet til den framtidige veksten i bransjen. Faktorene som er egnet til å påvirke fremtidig produksjonsvolum er redegjort for i kapittel 4 og 6, mens lakseprisen ble analysert i delkapittel 4.6.

Oppdrettsnæringen har hatt en betydelig vekst i omsetning gjennom de siste årene med en forventet topp i 2016. Dette skyldes i stor grad økt laksepris sammen med en betydelig etterspørselsvekst etter norsk laks. Lakseprisen økte med 67 % fra bunnpunktet i oktober 2011 fram til toppunktet i november 2016 (Aukner, 2016). Framtidsutsiktene for lakseprisen tilsier reduserte priser for de kommende årene. Per 31.03.2017 handles laks med levering i desember 2019 for NOK 56,25. Kontrakten tilsier en nedgang på 30 % fra toppunktet på NOK 73,32. Etterspørselen etter norsk laks er videre ventet å falle de neste årene som følger av forventet økt produksjon i Chile hvor de har en lavere produksjon av atlantisk fisk enn i Norge. Dette er en reverserende effekt med hensyn på at produksjonsvansker i Chile var en viktig årsak til høy etterspørselsveksten etter norsk laks.

| Gjennomsnittlig laksepris | Laksepris i NOK | Endring i % fra t-1 |
|---------------------------|-----------------|---------------------|
| 2014                      | 40,56           | -1,25 %             |
| 2015                      | 42,78           | 3,36 %              |
| 2016                      | 59,95           | 40,13 %             |
| 2017                      | 61,94           | 3,32 %              |
| 2018                      | 59,50           | -3,94 %             |
| 2019                      | 57,75           | -2,94 %             |
| Q1, 2022                  | 46,30           | -19,83 %            |

Tabell 82: Gjennomsnittlig laksepris, historisk og forventet (Fishpool, 2017)

Tabell 80 viser historisk gjennomsnittlig laksepris fra 2015 og 2016 og framtidig laksepris fra 2017 til 2019, samt endringen i prosent fra år til år. Gjennomsnittlig laksepris var 40 % høyere i rekordåret 2016 sett i forhold til 2015. Veksten er forventet å avta betraktelig i 2017, og videre reverseres noe i 2018 og 2019. Prisene er i stor grad påvirket av den usikre sykdomssituasjonen

i oppdrettsnæringen. Som følge av konsesjonsordningen og den lange produksjonssyklusen er det få vekstmuligheter på kort sikt. I kapittel 4 så vi at DNB forventer at utfordringene med lakselus er løst innen 2019, som da vil tillate ordinær vekst gitt gjeninnføring av ordinære konsesjoner. DNB forventet også at en i løpet av 2019 vil se de første resultatene av utviklingskonsesjonene som ytterligere vil stimulere produksjonsvekst. Som følge av lang produksjonsvekst og mangel på nye konsesjoner forventer vi produksjonsvolum i 2017 og 2018 til å holde seg stabilt på 2016 nivåer. Dette er et forholdsvis trygt estimat, med lakselus som primære avviksfaktor. Våre forventninger til produksjonsvolum er i henhold til bransjens egne forventninger, som utledet av biomasse i merder og utsetting av smolt redegjort for i kapittel 4.

Prisveksten i samme periode er utledet av estimatene til forwardkurven i kapittel 4. I 2017 forventes det prisvekst på 3,32 %, dette er trolig et resultat av forventet nullvekst i Norge i 2017 og marginal produksjonsvekst i Chile. I 2018 tilsier forwardkurven et fall i laksepris på nesten 4 %.

Framtidsutsiktene for lakseprisen er ikke ventet å bedre seg i det mellomlange perspektivet. I første kvartal 2022 er prisen NOK 46,30. Dette er en nedgang på hele 24 % fra samme kvartal 2017. Dette innebærer trolig at markedet forventer fallende laksepris som følge av framtidig tilbudsvekst. Usikkerheten vil bli hensyntatt i kapittel 11 hvor ulike utfall vil bli gjennomgått. Uavhengig av sykdomsbildet og offentlige begrensninger i produksjonen vil befolkningsveksten ha en positiv påvirkning på etterspørselen.

Produksjonssyklusen er som nevnt typisk mellom 18 og 24 måneder. Effekten av tidsperspektivet vil virke dempende på eventuelt godkjente framtidige utviklingskonsesjoner ettersom det tar tid fra produksjonen starter til fisken slaktes og selges. Dette medfører at til tross for at SalMar har fått godkjent Ocean Farm 1 vil de ikke selge fisken fra havmerden før tidligst i slutten av 2019. For andre utviklingskonsesjoner som ennå ikke har fått godkjenning, vil et eventuelt klarsignal ikke kunne omgjøres til driftsinntekter før i et mellomlangt perspektiv.

I det følgende vil driftsinntektsveksten for budsjettpunktene bli redegjort for. Estimert vekst følger resonnementene ovenfor. Estimert gjennomsnittlig laksepris for 2017 er NOK 61,94 og er fallende gjennom året. Ettersom driftsinntektene antas korrelert med lakseprisens utvikling følger det at driftsinntektene for 2017 vil øke noe, men veksten vil avta betraktelig.

Beregninger for 2021 og terminalleddet er etter forventet gjeninnføring av ordinære konsesjoner med mulighet for ordinær vekst. I henhold til DnBs estimater er det også etter

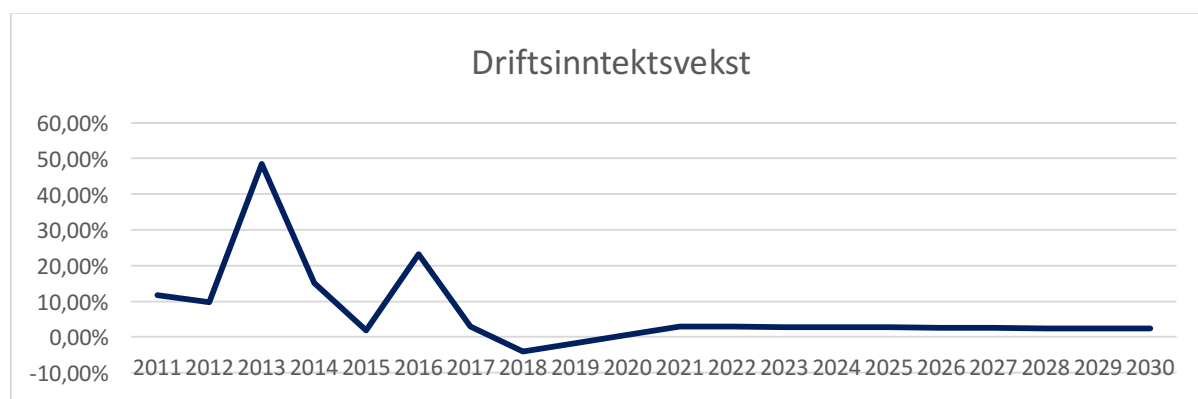
effekter fra utviklingskonsesjoner. For 2021 forventes det derfor moderat vekst for SalMar. Terminalleddet er på lenger sikt, som i utgangspunktet innebærer stor usikkerhet, derimot vil man på lang sikt kunne stabilisere svingninger i laksepris, som til en viss grad reduserer usikkerheten. En driftsinntektsvekst på 3 % er lagt til grunn i 2021.

Lakseprisen er ifølge forward-kurven forventet å ligge i intervallet mellom NOK 57 og NOK 46. Fra 2019 til Q1 2022 er prisen forventet å falle med omtrent 20 %. Det er nærliggende å forvente at dette vil påvirke driftsinntektene til SalMar og bransjen. Avveilingen mellom hvor mye en lavere laksepris eller et potensielt høyere salgsvolum vil påvirke framtidige driftsinntekter er utfordrende å spå. Driftsinntektsveksten på mellomlangt perspektiv er fastsatt til 3 % basert på den strategiske analysen i kapittel 4.

På lang sikt vil en laksepris lik realveksten i verdensøkonomien og global inflasjon i dag legges til grunn. Realveksten i verdensøkonomien har fra 1961 til 2015 ligget på omtrent 3,5. Global inflasjon var i 2015 på 1,4 % (World Bank, 2017). Dette gir en maksimal vekst på 4,9 % med hensyn til begrensningene presentert i kapittel 4. SalMar har vokst betydelig de siste årene. En vekstreduksjon i framtiden er sannsynlig ettersom selskapet og bransjen nærmer seg en moden fase. Skulle en oppdage løsninger som muliggjør videre vekst vil det være nærliggende å anta at en framtidig sterk vekst er mulig. Likevel anses ikke den framtidige veksten å overgå Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % (Norges Bank, 2017). En vekst utover dette vil kunne gi overvurderte estimater for horisontverdien. For terminalleddet har vi få pålitelige indikatorer til å estimere vekst. Veksten i steady state settes derfor lik inflasjonsmålet til Norges Bank på 2.5 %.

| Driftsinntektsvekst | 2016    | 2017   | 2018    | 2019    | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   |
|---------------------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Driftsinntektsvekst | 23,25 % | 3,00 % | -4,00 % | -1,67 % | 0,67 % | 3,00 % | 2,93 % | 2,86 % | 2,79 % | 2,71 % | 2,64 % | 2,57 % | 2,50 % | 2,50 % | 2,50 % |

Tabell 83: Driftsinntektsvekst for SalMar i budsjettperioden, 2016-2030



Figur 48: Driftsinntektsvekst i %, SalMar 2011-2030

Tabell 83 viser driftsinntektsveksten til SalMar for prognoseperioden. Figur 48 illustrerer denne utviklingen, samt den historiske utviklingen fram til og med 2016.

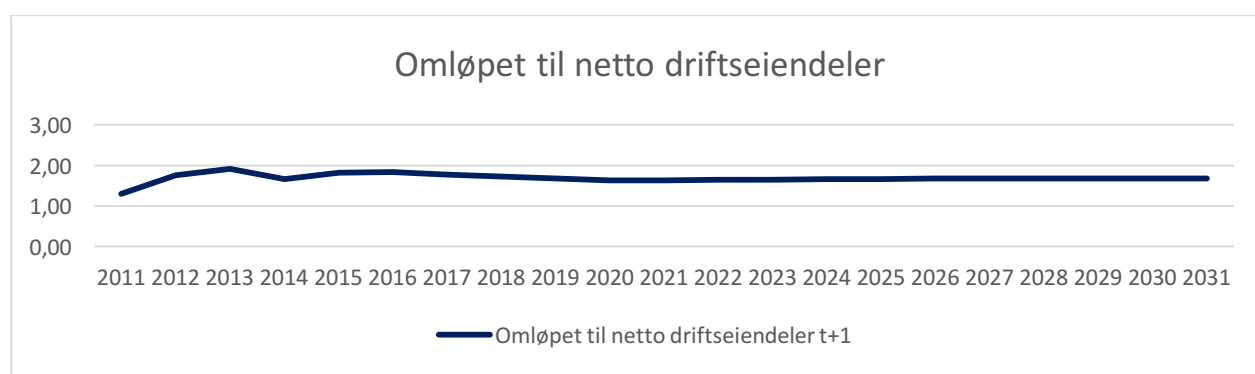
#### 9.4.2. Netto driftseiendeler

Budsjetterte netto driftseiendeler fremkommer ved å benytte omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde) som budsjettdriver. Neste års driftsinntekter over neste års onde gir netto driftseiendeler for det aktuelle året. Formelen nedenfor viser utregningen for et hvilket som helst år,  $t$ .

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t} \leftrightarrow NDE_t = \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}}$$

*NDE = netto driftseiendeler, DI = driftsinntekter, onde = omløpet til netto driftseiendeler*

Det tidsvektede gjennomsnittet for omløpet til netto driftseiendeler var 1,771 for SalMar i analyseperioden. For bransjen var dette noe høyere og var med samme gjennomsnittlige tidsvektning 1,881 som nevnt i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. I det kortsiktige perspektivet er det forventet en nedgang i forhold til 2016. For 2017 og 2018 er onde satt til henholdsvis 1,83 og 1,78. På lang sikt vil onde trolig tendere mot bransjegjennomsnittet. Horisontverdien er satt til 1,68. Dette er noe lavere enn det tidsvektede gjennomsnittet for bransjen. Begrunnelsen er at det er forventet høyere i framskrivingsperioden. Økt konkurranse vil før til reduserte priser som igjen reduserer onde. Utviklingen er presentert i tabell 84 og figur 49.



Figur 49: Omløpet til netto driftseiendeler, SalMar 2011-2030

| Netto driftseiendeler                 | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024       | 2025       | 2026       | 2027       | 2028       | 2029       | 2030     |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| Driftsinntekter                       | 9 300 694 | 8 928 666 | 8 779 855 | 8 838 388 | 9 103 539 | 9 370 143 | 9 637 861 | 9 906 344 | 10 175 231 | 10 444 148 | 10 712 712 | 10 980 529 | 11 255 043 | 11 536 419 | 11 824 8 |
| Omløpet til netto driftseiendeler t+1 | 1,83      | 1,78      | 1,73      | 1,68      | 1,63      | 1,64      | 1,65      | 1,65      | 1,66       | 1,67       | 1,67       | 1,68       | 1,68       | 1,68       | 1,68     |
| Netto driftseiendeler                 | 5 082 346 | 5 016 105 | 5 074 062 | 5 258 812 | 5 581 494 | 5 719 903 | 5 857 787 | 5 994 942 | 6 131 159  | 6 266 227  | 6 399 932  | 6 532 056  | 6 695 358  | 6 862 741  | 7 034 3  |

Tabell 84: Netto driftseiendeler, 2016-2030

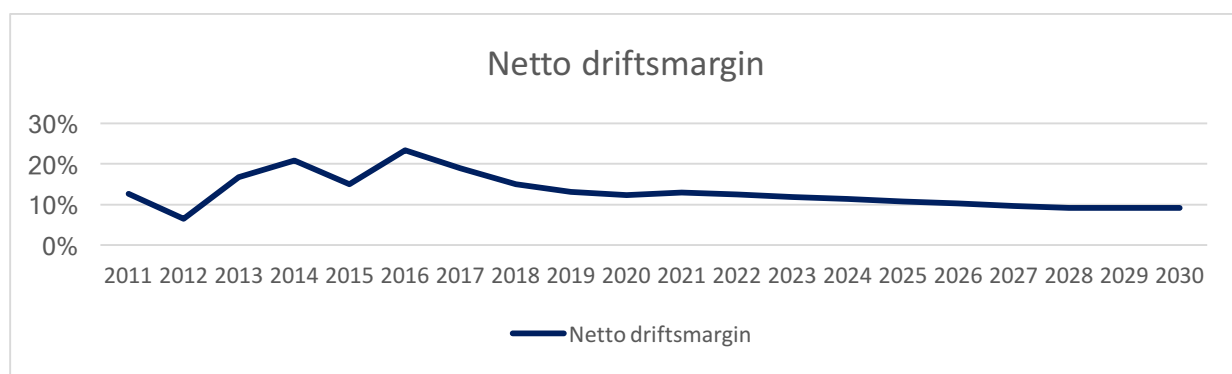
### 9.4.3. Netto driftsresultat

Netto driftsresultat fremkommer ved å multiplisere budsjetterte driftsinntekter med netto driftsmargin. Netto driftsmargin beregnes med følgende formel:

$$NDR_t = ndm_t \cdot DI_t$$

*NDR = netto driftsresultat, ndm = netto driftsmargin, DI = driftsinntekter*

SalMar hadde en tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsmargin på 14,77 % i analyseperioden. Til sammenligning hadde bransjen 9,09 % i samme periode. Selskapets netto driftsmargin var også på et høyere nivå enn bransjen i hvert enkelt år. Dette kommer av at SalMar har hatt høye inntekter samtidig som de har klart å holde kostnadene nede. På lang sikt viser derimot studier at en slik marginfordel er vanskelig å opprettholde. Aktørene i bransjen vil lære av hverandre og konkurransen tilspisses noe som medfører at marginene på lang sikt vil nærme seg et bransjegjennomsnitt. Driveren er ventet å tendere mot bransjegjennomsnittet på lang sikt. De to kommende årene er den satt til 19 % og 15 % før den raskt vil nærme seg bransjegjennomsnittet for så å holde seg på 9,09 % fram til og med steady state. Med andre ord er det forventet at netto driftsmargin for bransjen opprettholdes. Økt konkurranse alene ville ført til en redusert margin. Dersom en legger til at kostnadene knyttet til lakselusproblematikken vil reduseres antas det at disse faktorene vil jevne hverandre ut. Laksenæringen er en bransje der driftsinntektene i stor grad avhenger av en råvarepris. I en slik bransje er typisk marginalinntekten tenderende mot marginalkostnaden på lang sikt. Utviklingen er vist i figur 50 og tabell 85 nedenfor.



Figur 50: Netto driftsmargin, SalMar 2011-2030

| Netto driftsresultat | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025       | 2026       | 2027       | 2028       | 2029       | 2030       | 2031       |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Driftsinntekter      | 9 029 800 | 9 300 694 | 8 928 666 | 8 779 855 | 8 838 388 | 9 103 539 | 9 370 143 | 9 637 861 | 9 906 344 | 10 175 231 | 10 444 148 | 10 712 712 | 10 980 529 | 11 255 043 | 11 536 419 | 11 824 829 |
| Netto driftsmargin   | 23 %      | 19 %      | 15 %      | 13 %      | 12 %      | 13 %      | 12 %      | 12 %      | 11 %      | 11 %       | 10 %       | 10 %       | 9 %        | 9 %        | 9 %        | 9 %        |
| Netto driftsresultat | 2 102 761 | 1 767 132 | 1 339 300 | 1 144 142 | 1 092 847 | 1 183 460 | 1 165 838 | 1 145 373 | 1 122 007 | 1 095 688  | 1 066 372  | 1 034 021  | 998 606    | 1 023 571  | 1 049 160  | 1 075 389  |

Tabell 85: Netto driftsresultat, 2016-2030

#### 9.4.4. Netto finansiell gjeld

For å kunne budsjettere netto finansiell gjeld til SalMar må en først budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Budsjetteringen av finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel er gjort rede for i de to påfølgende underkapitlene.

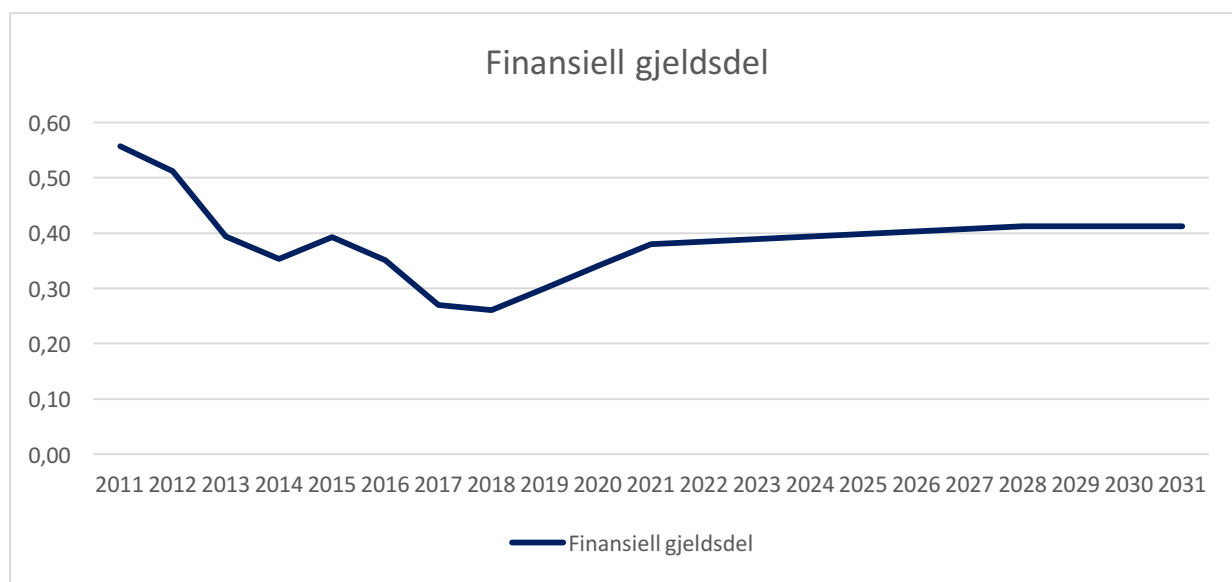
##### Finansiell gjeldsdel

Finansiell gjeldsdel benyttes som budsjettdriver for å budsjettere finansiell gjeld ved bruk av formelen nedenfor.

$$FG_t = fgd_t \cdot NDE_t$$

*FG = finansiell gjeld, fgd = finansiell gjeldsdel, NDE = netto driftseiendeler*

SalMar har hatt et tidsvektet gjennomsnitt finansiell gjeldsdel på 41,48 %. Bransjens tidsvektede gjennomsnitt var 41,19 % noe som er marginalt lavere. Det er forventet at finansiell gjeldsdel vil tendere mot bransjegjennomsnittet på lang sikt. Dette er et noe lavere nivå enn Oslo Børs i perioden 1999 til 2014 hvor nivået var 43,9 % (Knivslå, 2017m). På kort sikt er driveren forventet å falle noe og er satt til 27 % i 2017 og 26 % i 2018. På mellomlang sikt er nivået satt til 38 %. Figur 51 nedenfor viser utviklingen i finansiell gjeldsdel fra 2011 til T+2 for SalMar.



Figur 51: Finansiell gjeldsdel, SalMar 2011-2030

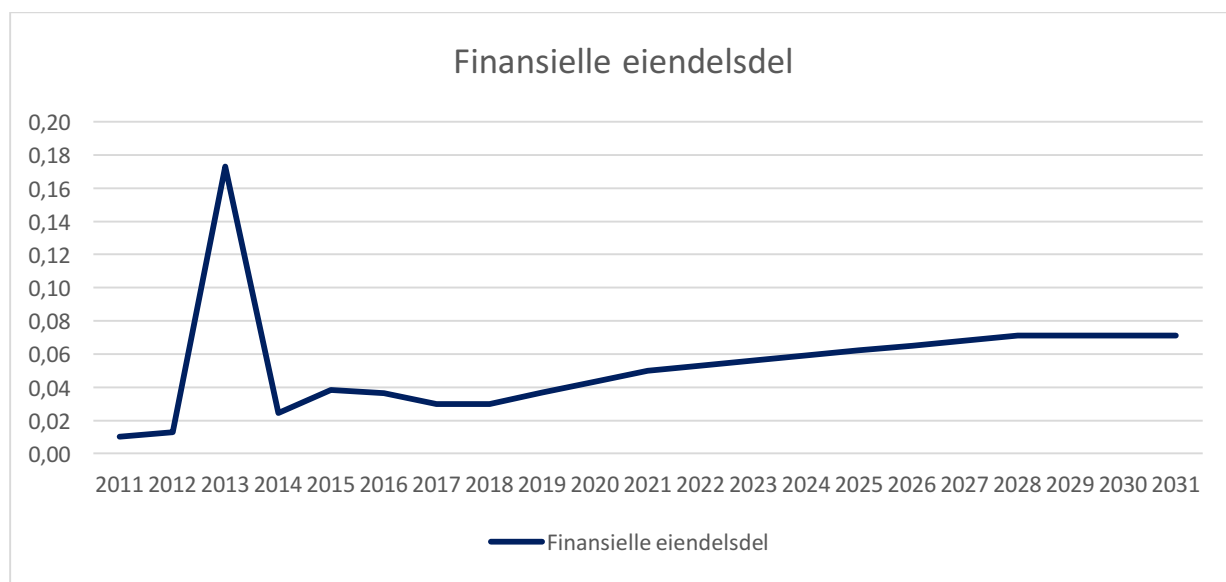
### Finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel benyttes som budsjettdriver for å budsjettere finansielle eiendeler ved bruk av formelen nedenfor.

$$FE_t = fed_t \cdot NDE_t$$

*FE = finansielle eiendeler, fed = finansiell eiendelsdel, NDE = netto driftseiendeler*

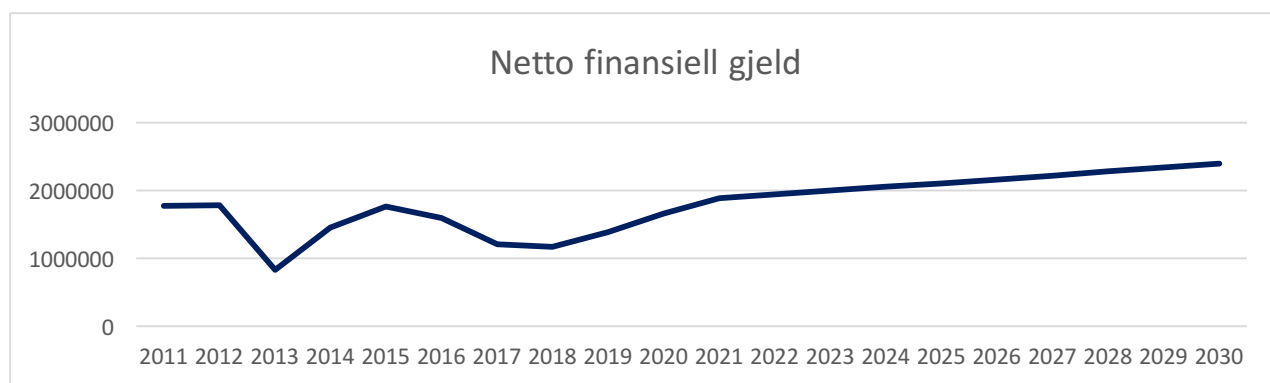
SalMar hadde i analyseperioden en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 5,08 %. Bransjen hadde til sammenligning 7,12 %. Den finansielle eiendelsdelen til SalMar var særlig høy i 2013 da den var 17 %. Sett bort fra dette året har den ligget stabilt rundt 3-4 % i analyseperioden. Bransjen på sin side har hatt en eiendelsdel på 2-4 % mer enn SalMar. Oppdrettsnæringen har klart å drive lønnsomt med en lav finansiell eiendelsdel. Sett i forhold til kapitalstrukturen til Oslo Børs hvor nivået var 18,1 % i perioden 1999 til 2014 (Knivsflå, 2017m). Ettersom driveren har vært relativt stabil gjennom analyseperioden antas det at nivået vil holde seg lavt på lang sikt. Derfor settes finansiell eiendelsdel til det tidsvektede bransjegjennomsnittet på 7 % i horisonten. På mellomlang sikt er nivået satt til 5 % og følgelig vil de tendere mot horisonten. Figur 52 viser utviklingen i finansiell eiendelsdel.



Figur 52: Finansiell eiendelsdel, SalMar 2011-2030

### Netto finansiell gjeld

Etter å ha estimert finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan en budsjettere netto finansiell gjeld. Oppsummeringen av netto finansiell gjeld er presentert i tabell 86 og figur 53 nedenfor.



Figur 53: Netto finansiell gjeld, SalMar 2011-2030

| Netto finansiell gjeld        | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             | 2024             | 2025             | 2026             | 2027             | 2028             | 2029             | 2030             | 2031             |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Netto driftseiendeler         | 5 082 346        | 5 016 105        | 5 074 062        | 5 258 812        | 5 581 494        | 5 719 903        | 5 857 787        | 5 994 942        | 6 131 159        | 6 266 227        | 6 399 932        | 6 532 056        | 6 695 358        | 6 862 741        | 7 034 310        | 7 210 168        |
| Finansiell gjeldsdel          | 0,35             | 0,27             | 0,26             | 0,30             | 0,34             | 0,38             | 0,38             | 0,39             | 0,39             | 0,40             | 0,40             | 0,41             | 0,41             | 0,41             | 0,41             | 0,41             |
| <b>Finansiell gjeld</b>       | <b>1 780 443</b> | <b>1 354 348</b> | <b>1 319 256</b> | <b>1 577 644</b> | <b>1 897 708</b> | <b>2 173 563</b> | <b>2 252 680</b> | <b>2 332 772</b> | <b>2 413 745</b> | <b>2 495 504</b> | <b>2 577 946</b> | <b>2 660 964</b> | <b>2 758 030</b> | <b>2 826 980</b> | <b>2 897 655</b> | <b>2 970 096</b> |
| Finansielle eiendelsdel       | 0,04             | 0,03             | 0,03             | 0,04             | 0,04             | 0,05             | 0,05             | 0,06             | 0,06             | 0,06             | 0,07             | 0,07             | 0,07             | 0,07             | 0,07             | 0,07             |
| <b>Finansielle eiendeler</b>  | <b>184 733</b>   | <b>150 483</b>   | <b>152 222</b>   | <b>192 823</b>   | <b>241 865</b>   | <b>285 995</b>   | <b>310 640</b>   | <b>336 080</b>   | <b>362 296</b>   | <b>389 266</b>   | <b>416 966</b>   | <b>445 369</b>   | <b>476 792</b>   | <b>488 712</b>   | <b>500 930</b>   | <b>513 453</b>   |
| <b>Netto finansiell gjeld</b> | <b>1 595 710</b> | <b>1 203 865</b> | <b>1 167 034</b> | <b>1 384 821</b> | <b>1 655 843</b> | <b>1 887 568</b> | <b>1 942 040</b> | <b>1 996 691</b> | <b>2 051 449</b> | <b>2 106 238</b> | <b>2 160 980</b> | <b>2 215 595</b> | <b>2 281 238</b> | <b>2 338 269</b> | <b>2 396 725</b> | <b>2 456 643</b> |

Tabell 86: Netto finansiell gjeld, 2016-2030

#### 9.4.5. Netto finansresultat

For å kunne estimere netto finansresultat for SalMar må en først budsjettere netto finanskostnader og netto finansinntekter. I de to neste underkapitlene er de to størrelsene gjort rede for.

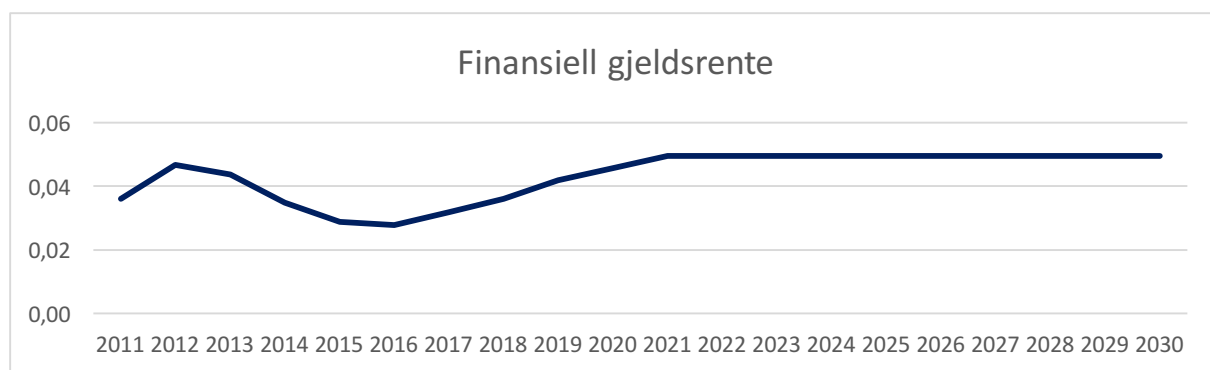
##### Netto finanskostnader

Netto finanskostnader fremkommer ved å multiplisere estimert finansiell gjeldsrente med finansiell gjeld ved inngående balanse, slik som i formelen nedenfor.

$$NFK_t = fgr_t \cdot FG_{t-1}$$

*NFK = netto finanskostnad, fgr = finansiell gjeldsrente, FG = finansiell gjeld*

Finansiell gjeldsrente settes lik det framtidige finansielle gjeldskravet i henhold til det fundamentale rammeverket. Dette bygger på forutsetningen om at markedet er effektivt og velfungerende slik at en finansieringsfordel på langt sikt ikke vil være oppnåelig (Knivsflå, 2017m). Det finansielle gjeldskravet er gjort rede for i kapittel 7. I kapittel 8 kom det fram at SalMar har hatt en finansieringsulempe i analyseperioden. Denne ulempen vil med forutsetningen om at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav falle bort. På lang sikt settes finansiell gjeldsrente til 0,05. Utviklingen er presentert i figur 54 og tabell 87 nedenfor.



Figur 54: Finansiell gjeldsrente, SalMar 2011-2030

| Netto finanskostnad    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Finansiell gjeldsrente | 0,03    | 0,03    | 0,04    | 0,04    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    |
| Finansiell gjeld       | 1953730 | 1780443 | 1354348 | 1319256 | 1577644 | 1897708 | 2173563 | 2252680 | 2332772 | 2413745 | 2495504 | 2577946 | 2660964 | 2758030 | 2826980 | 2897655 |
| Netto finanskostnad    | 43252   | 62340   | 63991   | 56600   | 60212   | 78079   | 93919   | 107572  | 111487  | 115451  | 119459  | 123505  | 127585  | 131694  | 136498  | 139910  |

Tabell 87: Netto finanskostnad, 2016-2030

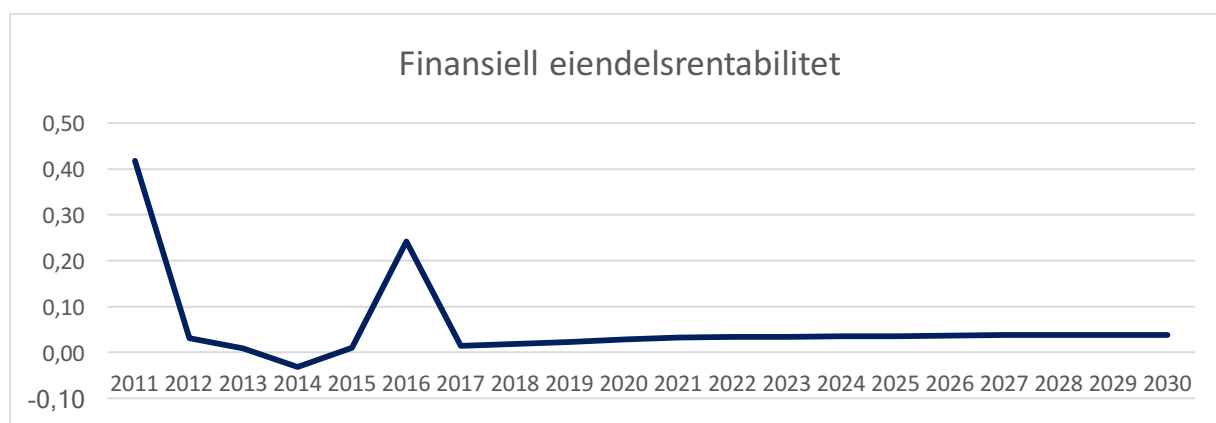
### Netto finansinntekter

Netto finanskostnader fremkommer ved å multiplisere finansiell eiendelsrentabilitet med finansielle eiendeler, slik som i formelen nedenfor.

$$NFI_t = fer_t \cdot FE_{t-1}$$

*NFI = netto finansinntekter, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, FE = finansielle eiendeler*

Forutsetningen om effektive og velfungerende markeder er gjeldende også for finansiell eiendelsrentabilitet. Dermed er eiendelsrentabiliteten på lang sikt lik finansielt eiendelskrav. Utviklingen til finansiell eiendelsrentabilitet er presentert i figur 55 og tabell 88 nedenfor.



Figur 55: Finansiell eiendelsrentabilitet, SalMar 2011-2030

| Netto finansinntekter           | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Finansiell eiendelsrentabilitet | 0,24    | 0,01    | 0,02    | 0,02    | 0,03    | 0,03    | 0,03    | 0,03    | 0,04    | 0,04    | 0,04    | 0,04    | 0,04    | 0,04    | 0,04    | 0,04    |
| Finansielle eiendeler           | 191 277 | 184 733 | 150 483 | 152 222 | 192 823 | 241 865 | 285 995 | 310 640 | 336 080 | 362 296 | 389 266 | 416 966 | 445 369 | 476 792 | 488 712 | 500 930 |
| Netto finansinntekter           | 26 168  | 2 660   | 3 464   | 3 523   | 4 273   | 6 311   | 8 111   | 9 823   | 10 920  | 12 087  | 13 323  | 14 629  | 16 008  | 17 098  | 18 305  | 18 762  |

Tabell 88: Netto finansinntekt, 2016-2030

## Netto finansresultat

Netto finanskostnader fratrukket netto finansinntekter gir netto finansresultat og er presentert i tabell 89 nedenfor.

| Netto finansresultat        | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           | 2031           |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Netto finanskostnad         | 43 252        | 62 340        | 63 991        | 56 600        | 60 212        | 78 079        | 93 919        | 107 572       | 111 487        | 115 451        | 119 459        | 123 505        | 127 585        | 131 694        | 136 498        | 139 910        |
| Netto finansinntekter       | 26 168        | 2 660         | 3 464         | 3 523         | 4 273         | 6 311         | 8 111         | 9 823         | 10 920         | 12 087         | 13 323         | 14 629         | 16 008         | 17 098         | 18 305         | 18 762         |
| <b>Netto finansresultat</b> | <b>17 083</b> | <b>59 679</b> | <b>60 527</b> | <b>53 077</b> | <b>55 940</b> | <b>71 769</b> | <b>85 808</b> | <b>97 749</b> | <b>100 567</b> | <b>103 365</b> | <b>106 136</b> | <b>108 876</b> | <b>111 577</b> | <b>114 596</b> | <b>118 193</b> | <b>121 148</b> |

Tabell 89: Netto finansresultat, 2016-2030

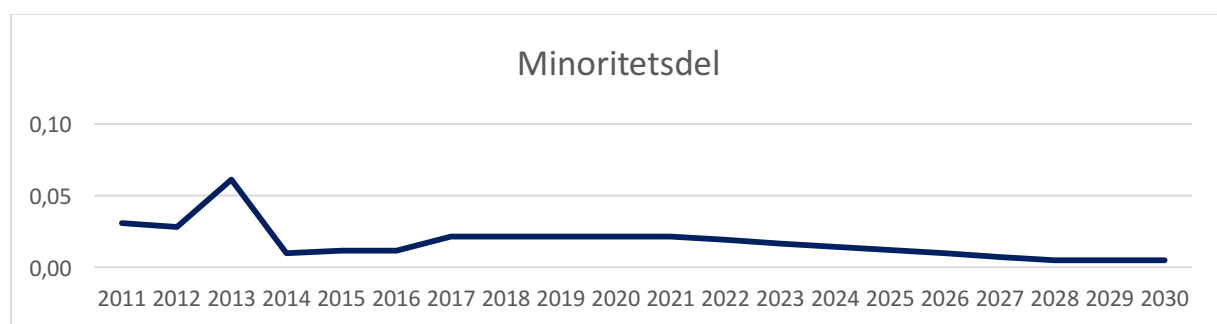
### 9.4.6. Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene estimeres ved å multiplisere minoritetsinteressedel med netto driftseiendeler (Knivsflå, 2017m), som vist i formelen nedenfor. Minoritetsdelen er budsjettdriveren for minoritetsinteresser.

$$MI_t = mid_t \cdot NDE_t$$

*MI = minoritetsinteresser, mid = minoritetsinteressedel, NDE = netto driftseiendeler*

SalMar hadde en tidsvektet gjennomsnittlig minoritetsdel på 2,01 % i perioden noe som er tilnærmet likt med bransjens tidsvektede gjennomsnitt på 2,15 %. De siste årene av analyseperioden hadde derimot SalMar en noe lavere minoritetsdel enn bransjen på 1,1 % mot 2 % i både 2015 og 2016. Den fallende trenden på minoritetsdelen kan tyde på at selskapene har et økende ønske om presse ut minoriteter i næringen. Dette medfører at minoritetsdelen er satt til bransjegjennomsnittet på mellomlang sikt. På lang sikt er nivået satt til 0,5 % ettersom det er forventet at selskapene vil presse ut mindre aktører. Utviklingen er presentert i figur 56 og tabell 90.



Figur 56: Minoritetsdel, SalMar 2011-2030

| Minoritetsinteresser        | 2016          | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          |
|-----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Netto driftseiendeler       | 7 529 994     | 5 016 105      | 5 074 062      | 5 258 812      | 5 581 494      | 5 719 903      | 5 857 787      | 5 994 942      | 6 131 159     | 6 266 227     | 6 399 932     | 6 532 056     | 6 695 358     | 6 862 741     | 7 034 310     |
| Minoritetsdel               | 0,01          | 0,02           | 0,02           | 0,02           | 0,02           | 0,02           | 0,02           | 0,02           | 0,01          | 0,01          | 0,01          | 0,01          | 0,01          | 0,01          | 0,01          |
| <b>Minoritetsinteresser</b> | <b>87 021</b> | <b>107 834</b> | <b>109 080</b> | <b>113 052</b> | <b>119 989</b> | <b>122 964</b> | <b>112 123</b> | <b>100 619</b> | <b>88 455</b> | <b>75 636</b> | <b>62 166</b> | <b>48 055</b> | <b>33 477</b> | <b>34 314</b> | <b>35 172</b> |

Tabell 90: Minoritetsinteresser, 2016-2030

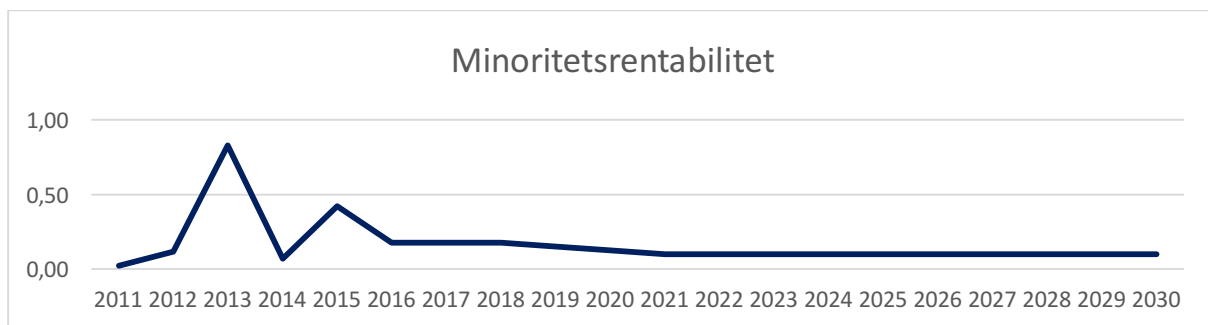
#### 9.4.7. Netto minoritetsresultat

Den siste budsjettdriveren som må estimeres før fremtidsregnskapet og -balansen blir presentert er minoritetsrentabiliteten. Dette gjøres for å finne netto minoritetsresultat. Resultatet beregnes ved å multiplisere minoritetsrentabiliteten med minoritetsinteressene, slik som i formelen nedenfor.

$$NMR_t = mir_t \cdot MI_{t-1}$$

*NMR = netto minoritetsresultat, mir = minoritetsinteressentabilitet, MI = minoritetsinteresser*

SalMar har hatt en høyere minoritetsrentabilitet gjennom analyseperioden sett i forhold til bransjen. Selskapets tidsvektede gjennomsnitt var 28 % mot bransjens på 16 %. Dersom en forutsetter at minoritetsinteressene blir presset ut av majoriteten, samt at minoritetsinteressene er bokført til virkelig verdi kan en forutsette at rentabilitet vil være likt kravet (Knivsflå, 2017m). Rentabiliteten vil derfor gå mot minoritetskravet på 10 % i horisonten. På kort sikt vil den holde seg tilnærmet stabil. Figur 57 og tabell 91 viser utviklingen i minoritetsrentabiliteten og netto minoritetsresultat.



Figur 57: Minoritetsrentabilitet, SalMar 2011-2030

| Netto minoritetsresultat | 2016   | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   |
|--------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Minoritet                | 83 284 | 87 021 | 107 834 | 109 080 | 113 052 | 119 989 | 122 964 | 112 123 | 100 619 | 88 455 | 75 636 | 62 166 | 48 055 | 33 477 | 34 314 |
| Minoritetsrentabilitet   | 0,17   | 0,17   | 0,17    | 0,15    | 0,12    | 0,10    | 0,10    | 0,10    | 0,10    | 0,10   | 0,10   | 0,10   | 0,10   | 0,10   | 0,10   |
| Netto minoritetsresultat | 14 528 | 15 180 | 18 810  | 16 230  | 13 922  | 11 699  | 11 989  | 10 932  | 9 810   | 8 624  | 7 374  | 6 061  | 4 685  | 3 264  | 3 346  |

Tabell 91: Netto minoritetsresultat, 2016-2030

#### 9.5. Presentasjon av fremtidsregnskapet

Presentert fremtidsregnskap i påfølgende delkapitler er basert på de ni budsjettdriverne som er gjennomgått i delkapittel 9.4. Fremtidsregnskapet er estimert for perioden 2017 til 2030.

### 9.5.1. Framtidig resultatregnskap

Resultatregnskapet er presentert i tabell 92 og viser normaliserte tall for budsjettperioden. Dette innebærer at alle unormale poster er satt til null. Videre er fri kontantstrøm til egenkapitalen estimert residualt. Posten er også kalt netto betalt utbytte, men er her presentert som fri kontantstrøm til egenkapital. Endring i egenkapital fremkommer fra den budsjetterte balansen i delkapittel 9.5.2 hvor egenkapitalen er presentert år for år.

| Fremtidsregnskap                     | 1         | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         | 7         | 8         | 9         | 10         | 11         | 12         | 13         | 14         |            |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| År                                   | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025       | 2026       | 2027       | 2028       | 2029       | 2030       |
| Driftsinntekter                      | 9 029 800 | 9 300 694 | 8 928 666 | 8 779 855 | 8 838 388 | 9 103 539 | 9 370 143 | 9 637 861 | 9 906 344 | 10 175 231 | 10 444 148 | 10 712 712 | 10 980 529 | 11 255 043 | 11 536 419 |
| Netto driftsresultat                 | 2 102 761 | 1 767 132 | 1 339 300 | 1 144 142 | 1 092 847 | 1 183 460 | 1 165 838 | 1 145 373 | 1 122 007 | 1 095 688  | 1 066 372  | 1 034 021  | 998 606    | 1 023 571  | 1 049 160  |
| Netto finansinntekt                  | 26 168    | 2 660     | 3 464     | 3 523     | 4 273     | 6 311     | 8 111     | 9 823     | 10 920    | 12 087     | 13 323     | 14 629     | 16 008     | 17 098     | 18 305     |
| Nettoresultat til sysselsatt kapital | 2 128 929 | 1 769 792 | 1 342 764 | 1 147 665 | 1 097 120 | 1 189 771 | 1 173 949 | 1 155 195 | 1 132 927 | 1 107 775  | 1 079 695  | 1 048 651  | 1 014 613  | 1 040 669  | 1 067 465  |
| Netto finanskostnad                  | 43 252    | 62 340    | 63 991    | 56 600    | 60 212    | 78 079    | 93 919    | 107 572   | 111 487   | 115 451    | 119 459    | 123 505    | 127 585    | 131 694    | 136 498    |
| Netto minoritetsresultat             | 14 528    | 15 180    | 18 810    | 16 230    | 13 922    | 11 699    | 11 989    | 10 932    | 9 810     | 8 624      | 7 374      | 6 061      | 4 685      | 3 264      | 3 346      |
| Netto resultat til egenkapital       | 2 071 150 | 1 692 273 | 1 259 962 | 1 074 835 | 1 022 985 | 1 099 993 | 1 068 040 | 1 036 692 | 1 011 629 | 983 699    | 952 862    | 919 085    | 882 343    | 905 711    | 927 621    |
| Fullstendig nettoresultat            | 2 071 150 | 1 692 273 | 1 259 962 | 1 074 835 | 1 022 985 | 1 099 993 | 1 068 040 | 1 036 692 | 1 011 629 | 983 699    | 952 862    | 919 085    | 882 343    | 905 711    | 927 621    |
| Fri kontantstrøm til egenkapital     | 2 284 417 | 1 612 585 | 811 407   | 857 225   | 925 027   | 1 235 582 | 1 151 039 | 942 505   | 917 900   | 890 569    | 860 476    | 827 591    | 759 079    | 804 807    | 813 942    |
| Endring egenkapital                  | -213 267  | 79 688    | 448 556   | 217 610   | 97 958    | -135 590  | -82 999   | 94 187    | 93 730    | 93 130     | 92 385     | 91 494     | 123 264    | 100 904    | 113 680    |

Tabell 92: Fremtidsregnskap for SalMar ASA, 2016-2030

### 9.5.2. Framtidig balanse

Den framtidige balansen til SalMar er presentert i tabellene 93, henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskapital. Egenkapitalen er estimert residualt ved sysselsatt kapital fratrasket finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

| Fremtidsbalanse       | 1         | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         | 7         | 8         | 9         | 10        | 11        | 12        | 13        | 14        |           |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| År                    | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      | 2028      | 2029      | 2030      |
| Netto driftseiendeler | 5 082 346 | 5 016 105 | 5 074 062 | 5 258 812 | 5 581 494 | 5 719 903 | 5 857 787 | 5 994 942 | 6 131 159 | 6 266 227 | 6 399 932 | 6 532 056 | 6 695 358 | 6 862 741 | 7 034 310 |
| Finansielle eiendeler | 191 277   | 184 733   | 150 483   | 152 222   | 192 823   | 241 865   | 285 995   | 310 640   | 336 080   | 362 296   | 389 266   | 416 966   | 445 369   | 476 792   | 488 712   |
| Sysselsatte eiendeler | 5 273 624 | 5 200 838 | 5 224 545 | 5 411 034 | 5 774 317 | 5 961 767 | 6 143 782 | 6 305 582 | 6 467 240 | 6 628 524 | 6 789 198 | 6 949 022 | 7 140 726 | 7 339 533 | 7 523 022 |
| Egenkapital           | 3 232 873 | 3 312 561 | 3 761 117 | 3 978 726 | 4 076 685 | 3 941 095 | 3 858 096 | 3 952 283 | 4 046 013 | 4 139 142 | 4 231 528 | 4 323 022 | 4 446 286 | 4 547 190 | 4 660 870 |
| Minoritetsinteresser  | 87 021    | 107 834   | 109 080   | 113 052   | 119 989   | 122 964   | 112 123   | 100 619   | 88 455    | 75 636    | 62 166    | 48 055    | 33 477    | 34 314    | 35 172    |
| Finansiell gjeld      | 1 953 730 | 1 780 443 | 1 354 348 | 1 319 256 | 1 577 644 | 1 897 708 | 2 173 563 | 2 252 680 | 2 332 772 | 2 413 745 | 2 495 504 | 2 577 946 | 2 660 964 | 2 758 030 | 2 826 980 |
| Sysselsatt kapital    | 5 273 624 | 5 200 838 | 5 224 545 | 5 411 034 | 5 774 317 | 5 961 767 | 6 143 782 | 6 305 582 | 6 467 240 | 6 628 524 | 6 789 198 | 6 949 022 | 7 140 726 | 7 339 533 | 7 523 022 |

| <i>Fremtidsbalanse</i>       | 1                | 2                | 3                | 4                | 5                | 6                | 7                | 8                | 9                | 10               | 11               | 12               | 13               | 14               |                  |
|------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| År                           | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             | 2024             | 2025             | 2026             | 2027             | 2028             | 2029             | 2030             |
| <b>Netto driftseiendeler</b> | <b>5 082 346</b> | <b>5 016 105</b> | <b>5 074 062</b> | <b>5 258 812</b> | <b>5 581 494</b> | <b>5 719 903</b> | <b>5 857 787</b> | <b>5 994 942</b> | <b>6 131 159</b> | <b>6 266 227</b> | <b>6 399 932</b> | <b>6 532 056</b> | <b>6 695 358</b> | <b>6 862 741</b> | <b>7 034 310</b> |
| Egenkapital                  | 3 232 873        | 3 312 561        | 3 761 117        | 3 978 726        | 4 076 685        | 3 941 095        | 3 858 096        | 3 952 283        | 4 046 013        | 4 139 142        | 4 231 528        | 4 323 022        | 4 446 286        | 4 547 190        | 4 660 870        |
| Minoritetsinteresser         | 87 021           | 107 834          | 109 080          | 113 052          | 119 989          | 122 964          | 112 123          | 100 619          | 88 455           | 75 636           | 62 166           | 48 055           | 33 477           | 34 314           | 35 172           |
| Netto finansiell gjeld       | 1 762 452        | 1 595 710        | 1 203 865        | 1 167 034        | 1 384 821        | 1 655 843        | 1 887 568        | 1 942 040        | 1 996 691        | 2 051 449        | 2 106 238        | 2 160 980        | 2 215 595        | 2 281 238        | 2 338 269        |
| <b>Netto driftskapital</b>   | <b>5 082 346</b> | <b>5 016 105</b> | <b>5 074 062</b> | <b>5 258 812</b> | <b>5 581 494</b> | <b>5 719 903</b> | <b>5 857 787</b> | <b>5 994 942</b> | <b>6 131 159</b> | <b>6 266 227</b> | <b>6 399 932</b> | <b>6 532 056</b> | <b>6 695 358</b> | <b>6 862 741</b> | <b>7 034 310</b> |

Tabell 93: Fremtidsbalanse for SalMar ASA, 2016-2030

### 9.5.3. Framtidig fri kontantstrøm

Framtidig fri kontantstrøm er beregnet med utgangspunkt i framtidsregnskapet- og balansen. I tabell 94 er fri kontantstrøm fra drift, til sysselsatt kapital og til egenkapital presentert. Tabellen

viser utviklingen i budsjettperioden. Kontantstrømmene faller fra 2017 til 2021 før de vokser tilnærmet jevnt fram mot 2030. Dette følger av den lineære framskrivningsmetoden.

| <i>Fri kontantstrøm</i>                        |                  | 1                | 2                | 3              | 4              | 5                | 6                | 7                | 8              | 9              | 10             | 11             | 12             | 13             | 14             |
|------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| År                                             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019           | 2020           | 2021             | 2022             | 2023             | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           |
| Netto driftsresultat                           | 2 102 761        | 1 767 132        | 1 339 300        | 1 144 142      | 1 092 847      | 1 183 460        | 1 165 838        | 1 145 373        | 1 122 007      | 1 095 688      | 1 066 372      | 1 034 021      | 998 606        | 1 023 571      | 1 049 160      |
| Endring i netto driftseiendeler                | 104 573          | -66 242          | 57 957           | 184 751        | 322 682        | 138 408          | 137 884          | 137 155          | 136 217        | 135 068        | 133 704        | 132 124        | 163 301        | 167 384        | 171 569        |
| <b>Fri konantstrøm fra drift</b>               | <b>1 998 188</b> | <b>1 833 374</b> | <b>1 281 343</b> | <b>959 391</b> | <b>770 165</b> | <b>1 045 052</b> | <b>1 027 953</b> | <b>1 008 217</b> | <b>985 789</b> | <b>960 620</b> | <b>932 668</b> | <b>901 897</b> | <b>835 304</b> | <b>856 187</b> | <b>877 592</b> |
| Netto finansinntekter                          | 26 168           | 2 660            | 3 464            | 3 523          | 4 273          | 6 311            | 8 111            | 9 823            | 10 920         | 12 087         | 13 323         | 14 629         | 16 008         | 17 098         | 18 305         |
| Endring i finansielle eiendeler                | 83 201           | -6 544           | -34 250          | 1 739          | 40 601         | 49 042           | 44 130           | 24 645           | 25 440         | 26 216         | 26 970         | 27 700         | 28 402         | 31 423         | 11 920         |
| <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b> | <b>1 941 155</b> | <b>1 842 578</b> | <b>1 319 056</b> | <b>961 175</b> | <b>733 837</b> | <b>1 002 321</b> | <b>991 934</b>   | <b>993 395</b>   | <b>971 270</b> | <b>946 491</b> | <b>919 020</b> | <b>888 827</b> | <b>822 910</b> | <b>841 862</b> | <b>883 976</b> |
| Netto finanskostnad                            | 43 252           | 62 340           | 63 991           | 56 600         | 60 212         | 78 079           | 93 919           | 107 572          | 111 487        | 115 451        | 119 459        | 123 505        | 127 585        | 131 694        | 136 498        |
| Endring i finansiell gjeld                     | 397 304          | -173 287         | -426 094         | -35 092        | 258 388        | 320 064          | 275 855          | 79 117           | 80 091         | 80 974         | 81 759         | 82 442         | 83 018         | 97 066         | 68 951         |
| Netto minoritetsresultat                       | 14 528           | 15 180           | 18 810           | 16 230         | 13 922         | 11 699           | 11 989           | 10 932           | 9 810          | 8 624          | 7 374          | 6 061          | 4 685          | 3 264          | 3 346          |
| Endring i minoritetsinteresser                 | 3 737            | 20 813           | 1 246            | 3 972          | 6 937          | 2 975            | -10 841          | -11 504          | -12 164        | -12 820        | -13 469        | -14 111        | -14 578        | 837            | 858            |
| <b>Fri konantstrøm til egenkapital</b>         | <b>2 284 417</b> | <b>1 612 585</b> | <b>811 407</b>   | <b>857 225</b> | <b>925 027</b> | <b>1 235 582</b> | <b>1 151 039</b> | <b>942 505</b>   | <b>917 900</b> | <b>890 569</b> | <b>860 476</b> | <b>827 591</b> | <b>759 079</b> | <b>804 807</b> | <b>813 942</b> |

Tabell 94: Fremtidig fri kontantstrøm for SalMar ASA, 2016-2030

## 10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I kapittel 7 ble de historiske avkastningskravene estimert. De framtidige avkastningskravene vil i de følgende delkapitlene bli beregnet. Fremtidskravene benyttes til å neddiskontere de framtidige kontantstrømmene til et selskap (Knivsflå, 2017m). Først vil kravene til egenkapital og minoritet bli estimert før estimeringen av krav til finansiell eiendel og gjeld samt netto finansiell gjeld. Deretter beregnes selskapskravene. Videre vil de framtidige strategiske fordelene bli analysert.

### 10.1. Krav til egenkapital og minoritet

I likhet med kapittel 7 beregnes kravene til egenkapital og minoritet ved hjelp av kapitalverdimodellen. Følgelig vil framtidige verdier på risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremien bli gjort rede for.

#### 10.1.1. *Risikofri rente*

Prediksjon av risikofri rente vil ta utgangspunkt i tiårige norske statsobligasjoner. Som redegjort for i kapittel 7 er risikofri rente en hypotetisk avkastning som representerer avkastning på en investering uten konkurrisiko eller risiko for mislighold. Det er altså ikke mulig å sette risikofri rente på et gitt nivå da en slik investering er umulig å identifisere. Vi konkluderte i delkapittel 7 med at norske statsobligasjoner er det mest riktige. Prisen, som da er renten, på statsobligasjoner varierer med markedsforhold. Historisk har statsobligasjoner hos land med god kredittrating vært billig å utstede i turbulente markeder, som indikerer at denne typen investering har relativt lav risiko (European Central Bank, 2012). Likevel har statsobligasjon som mål på risikofri rente klare svakheter.

Risikofri rente er satt konstant fra dagens nivå på 1,3 % og frem til terminalleddet. Ytterligere har vi foretatt en skjønnsjustering for å negere det vi anslår er et unormalt lavt rentenivå. Som vi redegjorde for i kapittel 7 vil risikofri rente justere seg i takt med svingninger i markedet. Således er det vanskelig å predikere en risikofri rente for fremtiden. Vi har forsøkt å redusere estimatfeilen ved å inkludere et tillegg for unormalt lavt rentenivå. Dagens skattesats er 24 %, men er vedtatt redusert til 23 % i løpet av 2018. På sikt har stortinget som mål å redusere selskapsskatten til 20 % for å redusere differansen mellom norsk særegen selskapsskatt og EUs selskapsskatt. For å gjøre det mindre lukrativt å flytte selskaper ut av Norge (Revisorforeningen, 2016) Til tross for de langsiktige planene om å redusere selskapsskatten ytterligere har vi valgt

å holde dem framtidige selskapsskatten stabil på 23 % ettersom den endelige avgjørelsen om når, og med hvor mye satsen skal reduseres er usikkert.

Prognosen for risikofri rente mot terminalleddet er vist i tabell 95. Den risikofrie renten ligger i bunn ettersom alle risikable investeringsprosjekter som et minimum må være egnet til å gi bedre avkastning enn denne. Risikofri rente er en hypotetisk avkastning som begrepet tilsier. Renten representerer avkastningen på en risikofri investering, det vil si en investering uten konkursrisiko eller risiko for mislighold. En slik investering er i praksis umulig å identifisere. Det kan argumenteres for at det alltid finnes en viss teoretisk sannsynlighet for at et land kan gå konkurs. Ettersom Norge har rating AAA ser vi bort fra dette og legger derfor ikke en kredittrisikopremie.

| Risikofri rente                     | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Rating                              | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   |
| 10-årig statsobligasjon 2016        | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 |
| Tillegg for unormalt lavt rentenivå | 0,005 | 0,010 | 0,015 | 0,020 | 0,025 | 0,025 | 0,025 | 0,025 | 0,025 | 0,025 | 0,025 | 0,025 | 0,025 | 0,025 |
| Risikofri rente før skatt           | 0,018 | 0,023 | 0,028 | 0,033 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 |
| Skattesats                          | 0,24  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  | 0,23  |
| Risikofri rente etter skatt         | 0,014 | 0,018 | 0,022 | 0,026 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 |

Tabell 95: Risikofri rente, 2016-2030

### 10.1.2. Markedsrisikopremie

Utgangspunktet for fremtidig markedsrisikopremie er dagens nivå. Av resonnementet følger det at fremtidig markedsrisikopremie er konstant lik dagens. Fra historisk analyse vet vi at markedsrisikopremien er svært volatil over tid, noe som innebærer at prediksjon av fremtidige nivåer er iboende upresist. I kapittel 7 resonnerer vi oss frem til en konstant risikopremie på 4,8 % i all fremtid. Sett i lys av redegjørelsen av estimatusikkerheten til risikopremien i delkapittel 7 er dette prediksjonsnivået i beste fall upresist. Likevel er nivået vi predikerer i tråd med intervallet 4-5 %. Dette er nivået Thore Johnsen (Gjesdal og Johnsen, 1999) argumenterer for er et rimelig estimat. Det er heller ikke vesentlig forskjellig fra spørreundersøkelsene nevnt i delkapittel 7.1.2, hvor de konkluderte med en markedsrisikopremie på 5 %.

I delkapittel 7 redegjorde vi for recursive utility model som antyder et inverst forhold mellom risikofri rente og markedsrisikopremien. Denne understreker viktigheten av å presisere at et marked over tid aldri vil oppnå en stabil markedsrisikopremie.

| Markedets risikopremie | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Markedets risikopremie | 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 |

Tabell 96: Markedets risikopremie, 2016-2030

### 10.1.3. Egenkapitalbeta

I likhet med estimeringen av egenkapitalbetaen i kapittel 7 beregnes egenkapitalbetaen for budsjettperioden residualt. Forutsetningen til Miller og Modigilani om at netto driftsbeta til en virksomhet er konstant over tid er fortsatt gjeldende. Dermed kan en estimere årlig egenkapitalbeta for SalMar i budsjettperioden. Resultatet er presentert i tabell 97.

| Netto driftskapitalbeta     | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Egenkapitalbeta             | 0,670 | 0,662 | 0,692 | 0,725 | 0,762 | 0,766  | 0,769  | 0,773  | 0,776  | 0,780  | 0,784  | 0,788  | 0,788  | 0,788  |
| Egenkapitalvekt             | 0,739 | 0,749 | 0,715 | 0,682 | 0,649 | 0,649  | 0,650  | 0,651  | 0,652  | 0,653  | 0,653  | 0,654  | 0,654  | 0,654  |
| Minoritetsbeta              | 0,670 | 0,662 | 0,692 | 0,725 | 0,762 | 0,766  | 0,769  | 0,773  | 0,776  | 0,780  | 0,784  | 0,788  | 0,788  | 0,788  |
| Minoritetsvekt              | 0,021 | 0,021 | 0,021 | 0,021 | 0,021 | 0,019  | 0,017  | 0,014  | 0,012  | 0,010  | 0,007  | 0,005  | 0,005  | 0,005  |
| Netto finansiell gjeldsbeta | 0,009 | 0,007 | 0,007 | 0,004 | 0,002 | -0,001 | -0,005 | -0,008 | -0,012 | -0,016 | -0,020 | -0,025 | -0,025 | -0,025 |
| Netto finansiell gjeldsvekt | 0,240 | 0,230 | 0,263 | 0,297 | 0,330 | 0,332  | 0,333  | 0,335  | 0,336  | 0,338  | 0,339  | 0,341  | 0,341  | 0,341  |
| Netto driftskapitalbeta     | 0,511 | 0,511 | 0,511 | 0,511 | 0,511 | 0,511  | 0,511  | 0,511  | 0,511  | 0,511  | 0,511  | 0,511  | 0,511  | 0,511  |

Tabell 97: Netto driftskapitalbeta, 2016-2030

### 10.1.4. Illikviditetspremie

I tabell redegjorde vi for valg av 3 % som illikviditetspremie for minoriteten. Bakgrunnen for illikviditetspremie er markedssvikt. Det finnes ingen konkrete modeller for beregning av illikviditetspremie, den settes derfor basert på skjønn. Premien for majoriteten settes til 0 % ettersom SalMar er børsnotert. Minoriteten vil derimot være mer fastlåst, følgelig fastsetter vi illikviditetspremien for minoriteten til 3 %.

### 10.1.5. Krav til egenkapital og minoritet

Egenkapital- og minoritetskravet øker i løpet av analyseperioden. Dette skyldes i stor grad økningen i risikofri rente, samt egenkapitalbeta. Den risikofrie renten er som nevnt tidligere på et unormalt lavt nivå og forventes følgelig å stige utover i perioden. Egenkapital- og minoritetskravet estimeres til henholdsvis 6,7 % og 9,7 % i horisonten.

| Egenkapitalkrav               | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Risikofri rente etter skatt   | 0,014 | 0,018 | 0,022 | 0,026 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 |
| Egenkapitalbeta               | 0,670 | 0,662 | 0,692 | 0,725 | 0,762 | 0,766 | 0,769 | 0,773 | 0,776 | 0,780 | 0,784 | 0,788 | 0,788 | 0,788 |
| Markedets risikopremie        | 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 |
| Illikviditetspremie           | 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 |
| Egenkapitalkrav               | 0,046 | 0,050 | 0,055 | 0,061 | 0,066 | 0,066 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 |
| Illikviditetspremie minoritet | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 |
| Minoritetskrav                | 0,076 | 0,080 | 0,085 | 0,091 | 0,096 | 0,096 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 |

Tabell 98: Egenkapitalkrav, 2016-2030

## 10.2. Finansielle krav

Basert på formler og fremgangsmåter i kapittel 7 estimeres de finansielle kravene i de kommende delkapitlene. For å kunne beregne finansielt gjelds- og eiendelskrav må en først utarbeide en syntetisk rating for prognostiserte budsjetter (Knivsflå, 2017h).

### 10.2.1. Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen er gjennomført basert på de samme forholdstallene som i kapittel 6. Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet er benyttet for å kunne beregne en gjennomsnittlig rating i budsjettperioden. Likviditetsgrad 1 estimeres ved å se på omløpsmidler over kortsiktig gjeld. Ettersom disse størrelsene ikke er budsjettet i framtidsbalansen må en benytte seg av likviditetsgrad 1 i 2016 for så å framskrive denne konstant gjennom budsjettperioden. For å unngå endogenitet forskyves rentedekningsgraden ett år. Dermed vil forholdstallet i T være forskjellig fra de to påfølgende årene i steady state. SalMars syntetiske rating for 2017 til 2030 er presentert i tabell 99. Gjennomsnittlig rating på A benyttes i videre analyser.

| Syntetisk rating           | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Rating - Likviditetsgrad 1 | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     |
| Rentedekningsgrad          | 28,455  | 21,995  | 29,246  | 18,354  | 13,618  | 12,002  | 11,457  | 10,921  | 10,392  | 9,872   | 9,358   | 8,852   | 8,316   | 8,316   |
| Rating                     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     | AAA     |
| Egenkapitalprosent         | 55,73 % | 56,46 % | 53,67 % | 50,91 % | 48,19 % | 47,94 % | 47,70 % | 47,45 % | 47,21 % | 46,96 % | 46,72 % | 46,48 % | 46,48 % | 46,48 % |
| Rating                     | A       | A       | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     | BBB     |
| Netto driftsrentabilitet   | 62,35 % | 30,21 % | 23,94 % | 21,03 % | 22,77 % | 21,82 % | 20,86 % | 19,90 % | 18,94 % | 17,97 % | 17,00 % | 15,91 % | 15,91 % | 15,91 % |
| Rating                     | AAA     | AA      | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       |
| Gjennomsnittlig rating     | AA      | AA      | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       | A       |

Tabell 99: Syntetisk rating, 2016-2030

### 10.2.2. Finansielt gjeldskrav

Risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien utgjør det finansielle gjeldskravet i budsjettperioden. Ut fra tabell 100 ser en at finansielt gjeldskrav stiger fra 3,2 % på kort sikt og ender på 4,9 % i steady state. Økningen kommer fra at kredittrisikopremien øker i 2019 til 0,10 og en økning i risikofri rente.

| Finansielt gjeldskrav       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Risikofri rente etter skatt | 0,014 | 0,018 | 0,022 | 0,026 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 |
| Kredittrisikopremie         | 0,008 | 0,008 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 |
| Økning basert på skjønn     | 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 |
| Finansielt gjeldskrav       | 0,032 | 0,036 | 0,042 | 0,046 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 |

Tabell 100: Finansielt gjeldskrav, 2016-2030

### 10.2.3. *Finansielt eiendelskrav*

Det finansielle eiendelskravet til SalMar for budsjettperioden er jevnt stigende fra 1,4 % i 2017 til 3,8 % i steady state. Selskapets kontantvekt utgjør den største delen av eiendelskravet. Ettersom kontantkravet er vesentlig lavere enn investeringskravet holder finansielt eiendelskrav seg lavt gjennom perioden. Resultatet og de ulike vektene er presentert i tabell 101.

| Finansielt eiendelskrav | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kontantkrav             | 0,014 | 0,018 | 0,022 | 0,026 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 | 0,029 |
| Kontantvekt             | 1,000 | 0,984 | 0,968 | 0,951 | 0,935 | 0,919 | 0,903 | 0,887 | 0,871 | 0,854 | 0,838 | 0,822 | 0,822 | 0,822 |
| Fordringskrav           | 0,024 | 0,028 | 0,032 | 0,036 | 0,039 | 0,039 | 0,039 | 0,039 | 0,039 | 0,039 | 0,039 | 0,039 | 0,039 | 0,039 |
| 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 |
| Investeringskrav        | 0,064 | 0,068 | 0,072 | 0,076 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 |
| Investeringsvekt        | 0,000 | 0,016 | 0,032 | 0,049 | 0,065 | 0,081 | 0,097 | 0,113 | 0,129 | 0,146 | 0,162 | 0,178 | 0,178 | 0,178 |
| Finansielt eiendelskrav | 0,014 | 0,019 | 0,023 | 0,028 | 0,033 | 0,034 | 0,034 | 0,035 | 0,036 | 0,037 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 |

Tabell 101: *Finansielt eiendelskrav, 2016-2030*

### 10.2.4. *Netto finansielt gjeldskrav*

Netto finansielt gjeldskrav fremkommer ved å ta utgangspunkt i finansielt gjelds- og eiendelskrav i de to foregående delkapitlene. De to kravene blir vektet basert på deres andel av netto finansiell gjeld. Selskapets netto finansielle gjeldskrav øker fra 2017 til 2020 før det stabiliserer seg på 5,2 % fram til 2021. Økningen skyldes en økt gjeldsvekt og at tilhørende krav er høyere enn eiendelskravet. Netto finansielt gjeldskrav holder seg på 5,2 % fram til steady state. Resultatet er presentert i tabell 102.

| Netto finansielt gjeldskrav | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Finansielt gjeldskrav       | 0,032 | 0,036 | 0,042 | 0,046 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 |
| Finansiell gjeldsvekt       | 1,125 | 1,130 | 1,139 | 1,146 | 1,152 | 1,160 | 1,168 | 1,177 | 1,185 | 1,193 | 1,201 | 1,209 | 1,209 | 1,209 |
| Finansielt eiendelskrav     | 0,014 | 0,019 | 0,023 | 0,028 | 0,033 | 0,034 | 0,034 | 0,035 | 0,036 | 0,037 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 |
| Finansiell eiendelsvekt     | 0,125 | 0,130 | 0,139 | 0,146 | 0,152 | 0,160 | 0,168 | 0,177 | 0,185 | 0,193 | 0,201 | 0,209 | 0,209 | 0,209 |
| Netto finansielt gjeldskrav | 0,034 | 0,038 | 0,044 | 0,048 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 |

Tabell 102: *Netto finansielt gjeldskrav, 2016-2030*

### 10.2.5. *Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta*

De resterende finansielle betaene kan beregnes ettersom finansielle gjelds- og eiendelskrav nå er estimert. Finansiell gjeldsbeta beregnes på samme måte som i kapittel 7. Resultatet er presentert i tabell 103.

| Finansiell gjeldsbeta   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Lang kreditrisikopremie | 0,008 | 0,008 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 |
| 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 |
| Markedsrisikodel FG     | 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   | 0,008 | 0,008 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 |

Tabell 103: *Finansiell gjeldsbeta, 2016-2030*

Finansiell eiendelsbeta estimeres ved å vekte fordrings-, kontant- og investeringsbetaene. Fordringsbetaen estimeres med samme fremgangsmetode som i kapittel 7. Følgelig kan en estimere finansiell eiendelsbeta. Resultatet er presentert i tabell 104.

| Finansiell eiendelsbeta        | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Kort kredittrisikopremie       | 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        |
| Markedsrisikopremie            | 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        |
| Markedsrisikodel               | 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        |
| <b>Fordringsbeta</b>           | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> | <b>0,010</b> |
| 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        |
| Kontantbeta                    | 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        |
| Kontantvekt                    | 1,000        | 0,984        | 0,968        | 0,951        | 0,935        | 0,919        | 0,903        | 0,887        | 0,871        | 0,854        | 0,838        | 0,822        | 0,822        | 0,822        |
| 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        |
| Investeringsvekt               | 0,000        | 0,016        | 0,032        | 0,049        | 0,065        | 0,081        | 0,097        | 0,113        | 0,129        | 0,146        | 0,162        | 0,178        | 0,178        | 0,178        |
| <b>Finansiell eiendelsbeta</b> | <b>0,000</b> | <b>0,016</b> | <b>0,032</b> | <b>0,049</b> | <b>0,065</b> | <b>0,081</b> | <b>0,097</b> | <b>0,113</b> | <b>0,129</b> | <b>0,146</b> | <b>0,162</b> | <b>0,178</b> | <b>0,178</b> | <b>0,178</b> |

Tabell 104: Finansiell eiendelsbeta, 2016-2030

Netto finansiell gjeldsbeta fremkommer ved å vekte finansiell gjelds- og eiendelsbeta. Resultatet er presentert i tabell 105.

| Netto finansiell gjeldsbeta        | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Finansiell gjeldsbeta              | 0,008        | 0,008        | 0,010        | 0,010        | 0,010        | 0,010         | 0,010         | 0,010         | 0,010         | 0,010         | 0,010         | 0,010         | 0,010         | 0,010         |
| Finansiell gjeldsvekt              | 1,125        | 1,130        | 1,139        | 1,146        | 1,152        | 1,160         | 1,168         | 1,177         | 1,185         | 1,193         | 1,201         | 1,209         | 1,209         | 1,209         |
| Finansiell eiendelsbeta            | 0,000        | 0,016        | 0,032        | 0,049        | 0,065        | 0,081         | 0,097         | 0,113         | 0,129         | 0,146         | 0,162         | 0,178         | 0,178         | 0,178         |
| Finansiell eiendelsvekt            | 0,125        | 0,130        | 0,139        | 0,146        | 0,152        | 0,160         | 0,168         | 0,177         | 0,185         | 0,193         | 0,201         | 0,209         | 0,209         | 0,209         |
| <b>Netto finansiell gjeldsbeta</b> | <b>0,009</b> | <b>0,007</b> | <b>0,007</b> | <b>0,004</b> | <b>0,002</b> | <b>-0,001</b> | <b>-0,005</b> | <b>-0,008</b> | <b>-0,012</b> | <b>-0,016</b> | <b>-0,020</b> | <b>-0,025</b> | <b>-0,025</b> | <b>-0,025</b> |

Tabell 105: Netto finansiell gjeldsbeta, 2016-2030

### 10.3. Selskapskrav

Selskapskapitalen fremkommer ved å benytte selskapskravene sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav. Dette er kravene til de som finansierer selskapet. Sysselsatt kapitalkrav fremkommer ved å vekte egenkapital-, minoritets- og finansielt gjeldskrav. Kravet øker fram mot steady state hvor det ender på 6,1 %. Tabell 106 viser utregningen til sysselsatt kapitalkrav.

| Selskapskrav                  | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Egenkapitalkrav               | 0,046        | 0,050        | 0,055        | 0,061        | 0,066        | 0,066        | 0,067        | 0,067        | 0,067        | 0,067        | 0,067        | 0,067        | 0,067        | 0,067        |
| Egenkapitalvekt               | 0,717        | 0,727        | 0,690        | 0,654        | 0,618        | 0,617        | 0,616        | 0,615        | 0,614        | 0,613        | 0,612        | 0,611        | 0,611        | 0,611        |
| Minoritetskrav                | 0,076        | 0,080        | 0,085        | 0,091        | 0,096        | 0,096        | 0,097        | 0,097        | 0,097        | 0,097        | 0,097        | 0,097        | 0,097        | 0,097        |
| Minoritetsvekt                | 0,021        | 0,021        | 0,021        | 0,021        | 0,020        | 0,018        | 0,016        | 0,014        | 0,011        | 0,009        | 0,007        | 0,005        | 0,005        | 0,005        |
| Finansielt gjeldskrav         | 0,032        | 0,036        | 0,042        | 0,046        | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,049        | 0,049        |
| Finansielt gjeldsvekt         | 0,262        | 0,252        | 0,289        | 0,326        | 0,362        | 0,365        | 0,368        | 0,372        | 0,375        | 0,378        | 0,381        | 0,385        | 0,385        | 0,385        |
| <b>Sysselsatt kapitalkrav</b> | <b>0,043</b> | <b>0,047</b> | <b>0,052</b> | <b>0,056</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> | <b>0,061</b> |

Tabell 106: Selskapskrav, 2016-2030

Netto driftskrav beregnes ved å vekte egenkapital-, minoritets- og netto finansielt gjeldskrav. Kravet stiger i likhet med sysselsatt kapitalkrav gjennom perioden og ender på 6,2 % i steady state. Tabell 107 viser utviklingen til netto driftskravet.

| Netto driftskrav            | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Egenkapitalkrav             | 0,046 | 0,050 | 0,055 | 0,061 | 0,066 | 0,066 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 |
| Egenkapitalvekt             | 0,739 | 0,749 | 0,715 | 0,682 | 0,649 | 0,649 | 0,650 | 0,651 | 0,652 | 0,653 | 0,653 | 0,654 | 0,654 | 0,654 |
| Minoritetskrav              | 0,076 | 0,080 | 0,085 | 0,091 | 0,096 | 0,096 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 |
| Minoritetsvekt              | 0,021 | 0,021 | 0,021 | 0,021 | 0,021 | 0,019 | 0,017 | 0,014 | 0,012 | 0,010 | 0,007 | 0,005 | 0,005 | 0,005 |
| Netto finansielt gjeldskrav | 0,034 | 0,038 | 0,044 | 0,048 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 |
| Netto finansielt gjeldsvekt | 0,240 | 0,230 | 0,263 | 0,297 | 0,330 | 0,332 | 0,333 | 0,335 | 0,336 | 0,338 | 0,339 | 0,341 | 0,341 | 0,341 |
| Netto driftskrav            | 0,044 | 0,048 | 0,053 | 0,058 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 |

Tabell 107: Netto driftskrav, 2016-2030

Fremtidskravene for SalMar er nå beregnet. Følgelig blir de oppsummert i tabell 108 Som nevnt tidligere er de ulike kravene noe lavt. Dette kan medføre at vi i kapittel 11 vil overvurdere verdien av selskapet. Kravene vil derfor bli justerte i henhold til rammeverket i kapittel 11. Dette gjøres for å oppdatere kravene slik at de blir basert på verdivekter fremfor budsjetterte vekter. Verdivektene vil bli nærmere gjennomgått i kapittel 11.

| Oppsummering fremtidskrav   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Netto driftskrav            | 0,044 | 0,048 | 0,053 | 0,058 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 | 0,062 |
| Sysselsatt kapitalkrav      | 0,043 | 0,047 | 0,052 | 0,056 | 0,061 | 0,061 | 0,061 | 0,061 | 0,061 | 0,061 | 0,061 | 0,061 | 0,061 | 0,061 |
| Egenkapitalkrav             | 0,046 | 0,050 | 0,055 | 0,061 | 0,066 | 0,066 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 | 0,067 |
| Minoritetskrav              | 0,076 | 0,080 | 0,085 | 0,091 | 0,096 | 0,096 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 | 0,097 |
| Finansielt gjeldskrav       | 0,032 | 0,036 | 0,042 | 0,046 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,049 |
| Finansielt eiendelskrav     | 0,014 | 0,019 | 0,023 | 0,028 | 0,033 | 0,034 | 0,034 | 0,035 | 0,036 | 0,037 | 0,038 | 0,038 | 0,038 | 0,038 |
| Netto finansielt gjeldskrav | 0,034 | 0,038 | 0,044 | 0,048 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 |

Tabell 108: Oppsummerings fremtidskrav, 2016-2030

#### 10.4. Strategisk fordel

En virksomhets strategiske fordel er vanskelig å opprettholde over tid. Dermed vil en strategisk fordel i et kortsiktig perspektiv tendere mot likevekt i et lengre perspektiv. Dette er fordi konkurransen er ventet å øke noe som vil presse egenkapitalrentabiliteten ned på likt nivå som avkastningskravet. I noen tilfeller vil derimot en virksomhet kunne opprettholde den strategiske fordel og har dermed varig superrentabilitet. De framtidige kravene som er beregnet i foregående delkapitler sammen med fremtidsregnskapet vil benyttes for å analysere den framtidige strategiske fordel for SalMar. Teorien bak beregningen ble gjennomgått i kapittel 8. Utrekningen er presentert i tabell 109.

| Strategisk fordel              | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Netto driftsrentabilitet       | 0,352        | 0,264        | 0,218        | 0,196        | 0,207        | 0,199        | 0,191        | 0,183        | 0,175        | 0,167        | 0,158        | 0,149        | 0,149        | 0,149        |
| Netto driftskrav               | 0,044        | 0,048        | 0,053        | 0,058        | 0,062        | 0,062        | 0,062        | 0,062        | 0,062        | 0,062        | 0,062        | 0,062        | 0,062        | 0,062        |
| <b>Strategisk fordel drift</b> | <b>0,308</b> | <b>0,216</b> | <b>0,165</b> | <b>0,138</b> | <b>0,145</b> | <b>0,137</b> | <b>0,129</b> | <b>0,121</b> | <b>0,113</b> | <b>0,104</b> | <b>0,096</b> | <b>0,087</b> | <b>0,087</b> | <b>0,087</b> |
| Gearingfordel drift            | 0,109        | 0,073        | 0,066        | 0,065        | 0,078        | 0,074        | 0,069        | 0,065        | 0,060        | 0,056        | 0,051        | 0,046        | 0,046        | 0,046        |
| <b>Driftsfordel</b>            | <b>0,418</b> | <b>0,289</b> | <b>0,230</b> | <b>0,203</b> | <b>0,223</b> | <b>0,211</b> | <b>0,198</b> | <b>0,186</b> | <b>0,173</b> | <b>0,160</b> | <b>0,147</b> | <b>0,133</b> | <b>0,133</b> | <b>0,133</b> |
| Finansieringsfordel            | -0,003       | -0,003       | -0,002       | -0,002       | -0,002       | -0,002       | -0,001       | -0,001       | -0,001       | -0,001       | 0,000        | 0,000        | 0,000        | 0,000        |
| <b>Strategisk fordel</b>       | <b>0,415</b> | <b>0,286</b> | <b>0,228</b> | <b>0,201</b> | <b>0,221</b> | <b>0,209</b> | <b>0,197</b> | <b>0,184</b> | <b>0,172</b> | <b>0,159</b> | <b>0,147</b> | <b>0,133</b> | <b>0,133</b> | <b>0,133</b> |

Tabell 109: Strategisk fordel, 2016-2030

SalMar har i steady state en strategisk fordel på 13,3 %. Av tabell 109 ser en at den strategiske fordelen faller raskt fra 2017 og øker marginalt mot slutten av budsjettperioden. Dette skyldes fallet i driftsfordelene. På kort sikt er ressursfordelen noe høyere grunnet SalMars produksjonsanlegg, InnovaMar. På den annen side er lokasjonen deres i områder med høy konsentrasjon av lakselus en strategisk ulempe på kort sikt. Det er knyttet usikkerhet til teknologiutviklingen og andre løsninger for å løse volumbegrensningene i bransjen. På mellomlang sikt vil lakseprisene falle i henhold til forward-kurvens utvikling. Reduserte laksepriser vil presse den strategiske fordelen ned. Usikkerheten til utviklingen i Chile og andre lakseproduserende land er også med på å påvirke den strategiske fordelen. Det er i tråd med strategisk analyse forventet at tilbudssiden av markedet skal opp på mellomlang sikt. På lang sikt er det ventet at lakseprisen vil nærme seg produksjonskostnadene justert for en margin, i bransjen. Konesjonssystemet er ventet å bestå, men med mulighet for oppmykning. Dette vil gjøre det mulig for eksterne aktører å entre bransjen ettersom inngangsbarrierene reduseres. Ettersom det likevel kan ventes å være betydelig inngangsbarrierer på lang sikt samt en moderat vekst i bransjen ventes den strategiske fordelen å vedvare i steady state. På lang sikt fortsetter egenkapitalrentabiliteten å ligge på et høyere nivå enn egenkapitalkravet.

## 11. Fundamental verdsettelse

I dette kapittelet vil den fundamentale verdsettelsen gjennomføres. Målet er å estimere oppgavens verdiestimat på SalMars egenkapital basert på gjennomførte kvantitative og kvalitative analyser. Fremtidsregnskapet som ble utledet i kapittel 9 danner grunnlaget for de framtidige kontantstrømmene. Disse kontantstrømmene skal neddiskonteres med fremtidskrav som ble beregnet i kapittel 10. Når den fundamentale verdsettelsen er gjennomført vil den bli supplert med en komparativ verdivurdering i kapittel 12. Både den fundamentale og den komparative verdsettelsen legges så sammen til et felles verdiestimat. Dette verdiestimatet blir følgelig satt opp mot markedsverdien til SalMar. Ettersom SalMar er børsnotert er markedsverdien «fair value» (Knivsflå, 2017o). Avhengig av om oppgavens verdiestimat er over, lik eller under børsverdien legges det fram en handlingsstrategi i kapittel 13 som bygger på avviket mellom verdiestimatet og markedsverdien (Knivsflå, 2017o).

Det fundamentale verdiestimatet fremkommer etter flere metoder. Oppgaven vil verdsette egenkapitalen både direkte og indirekte gjennom henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Knivsflå, 2017o). De to metodene vil gi likt verdiestimat ettersom en legger til grunn verdivekter fremfor budsjetterte vekter. Verdivektene fremkommer gjennom en konvergeringsprosess (Knivsflå, 2017o). Prosessen vil bli nærmere forklart i delkapittel 11.4. Delkapittel 11.5 tar for seg usikkerheten i verdiestimatet. Usikkerheten vil bli analysert gjennom en sensitivitetsanalyse.

### 11.1. Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden finner som nevnt verdien til egenkapitalen direkte ved å neddiskontere framtidige kontantstrømmer (Knivsflå, 2017o). Det er fire modeller som ofte er brukt; utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Samtlige modeller skal gi lik verdi på egenkapitalen (Knivsflå, 2017o).

#### 11.1.1. *Utbyttmodellen og fri kontantstrømmodellen*

Utbyttmodellen er grunnmodellen i egenkapitalmetoden. Modellen finner verdien av egenkapitalen i dag ved å diskontere nåverdien av de estimerte framtidige utbytterne med selskapets framtidige egenkapitalkrav. Horisontverdien er estimert ved hjelp av Gordons vekstmodell hvor veksten er satt til 2,5 % i henhold til redegjørelsen i kapittel 9 og forutsetningen om konstant vekst i steady state. Netto betalt utbytte er lik budsjettert fri kontantstrøm til egenkapitalen. Dette medfører at modellen er lik fri kontantstrømmodellen.

Nevneren i modellene er lik, som vist i formlene nedenfor. Telleren er netto betalt utbytte og fri kontantstrøm til egenkapitalen som i budsjettet er samme verdi.

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

*VEK = verdien til egenkapitalen, NBU = netto betalt utbytte, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst*

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

*VEK = verdien til egenkapitalen, FKE = frikontantstrøm til egenkapitalen, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst*

### 11.1.2. Superprofittmodellen

Superprofittmodellen finner verdien av egenkapitalen ved å legge sammen egenkapitalen på tidspunkt null og neddiskontert superprofitt til egenkapitalen i budsjettperioden. I likhet med de to foregående modellene i kapittel 11.1.1. er horisontleddet estimert med like forutsetninger.

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

*VEK = verdien til egenkapitalen, EK = egenkapital, SPE = superprofitt til EK, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst*

### 11.1.3. Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen tar utgangspunkt i superprofittveksten til egenkapitalen og neddiskonterer den med selskapets egenkapitalkrav. Verdien av egenkapitalen fremkommer ved å kapitalisere verdien av nettoresultatet til egenkapitalen i år 1 og verdien av den neddiskonterte nåverdien av superprofittveksten i fremtiden. En viktig forutsetning er at det må være en vekst og superprofitt for at modellen skal gi en verdi på egenkapitalen ettersom den tar utgangspunkt i økt superprofitt.

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

*VEK = verdien til egenkapitalen, NRE = netto resultat til EK,  
ΔSPE = superprofittvekst til EK, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst*

## 11.2. Selskapskapitalmetoden

I kapittel 3 presiseres det at selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte. Dette gjøres ved å finne selskapsverdien og deretter trekke fra verdien av gjeld og verdien av

minoritetsinteresser. Sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden er to tilnærminger for å finne selskapsverdien gjennom selskapskapitalmetoden. Modellene i kapittel 11.1. kan benyttes for å estimere selskapsverdien. Egenkapitalkravet byttes her ut med sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav.

#### 11.2.1. Sysselsatt kapitalmetoden

Sysselsatt kapitalmetoden estimerer nåverdien av egenkapitalen ved å trekke verdien på finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra verdien av sysselsatt kapital. Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital blir i denne modellen diskontert med sysselsatt kapitalkrav. Verdien av egenkapitalen beregnes ved å bruke modellene fra kapittel 11.1 ved bruk av minoritetskravet. Som nevnt 10 er finansiell gjeldsrente lik gjeldskravet som medfører at verdien av gjeld er lik balanseført verdi i år null. Verdien av egenkapitalen fremkommer ved bruk av følgende formel.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

*VEK = verdien til egenkapitalen, VSSK = verdien til sysselsatt kapital  
VNG = verdien til finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene*

#### 11.2.2. Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden finner verdien av egenkapitalen ved å trekke verdien på netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra verdien av netto driftskapital. Fri kontantstrøm fra driften blir i denne metoden diskontert med netto driftskravet. Netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav ettersom vi forutsetter at det ikke eksisterer finansieringsfordel som nevnt i kapittel 10. Følgelig er netto finansiell gjeld i år null lik balanseført verdi. Videre beregnes verdien av minoritetsinteresser på lik måte som i de tidligere delkapitlene. Verdien av egenkapitalen fremkommer ved bruk av følgende formel.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

*VEK = verdien til egenkapitalen, VNDK = verdien til netto driftskapital  
VNFG = verdien til netto finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene*

### 11.3. Første verdiestimat

Basert på modellene fra de tidligere delkapitlene kan en nå estimere et første verdiestimat. Dette verdiestimatet er basert på budsjetterte vekter og er følgelig ikke det endelige verdiestimatet. Som nevnt tidligere skal verdiestimatet være basert på verdivekter som vil bli utledet gjennom en konvergeringprosess. Etter denne prosessen er utført vil et felles verdiestimat bli presentert.

Et felles verdiestimat vil ved konsistent bruk av modeller gi samme svar. De ulike modellene er presentert i tabell 110, 111 og 112 nedenfor.

| NBU-/FKE-modellen            | 0          | 1         | 2       | 3       | 4       | 5         | 6         | 7       | 8       | 9       | 10      | 11      | T       | T+1     | T+2     |
|------------------------------|------------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| År                           | 2016       | 2017      | 2018    | 2019    | 2020    | 2021      | 2022      | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
| NBU/FKE                      |            | 1 612 585 | 811 407 | 857 225 | 925 027 | 1 235 582 | 1 151 039 | 942 505 | 917 900 | 890 569 | 860 476 | 827 591 | 759 079 | 804 807 | 813 942 |
| /Diskonteringsfaktor         |            | 1,047     | 1,099   | 1,155   | 1,217   | 1,288     | 1,366     | 1,451   | 1,541   | 1,637   | 1,739   | 1,848   | 1,964   | 2,087   | 2,218   |
| Nåverdi av FKE 1 til T+1     | 9 086 496  |           |         |         |         |           |           |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Nåverdi av horisontverdi T+2 | 10 287 213 | 1 539 880 | 737 988 | 742 244 | 760 106 | 959 091   | 842 614   | 649 726 | 595 775 | 544 157 | 494 870 | 447 905 | 386 540 | 385 598 | 366 894 |
| VEK                          | 19 373 710 |           |         |         |         |           |           |         |         |         |         |         |         |         |         |

| SPE-modellen                 | 0          | 1         | 2         | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      | 11      | T       | T+1     | T+2     |
|------------------------------|------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| År                           | 2016       | 2017      | 2018      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
| Balanseført EK               | 3 232 873  |           |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| SPE                          |            | 1 539 632 | 1 094 623 | 885 238 | 809 181 | 861 098 | 830 194 | 797 798 | 766 250 | 731 799 | 694 413 | 654 066 | 610 741 | 626 345 | 641 564 |
| /Diskonteringsfaktor         |            | 1,047     | 1,099     | 1,155   | 1,217   | 1,288   | 1,366   | 1,451   | 1,541   | 1,637   | 1,739   | 1,848   | 1,964   | 2,087   | 2,218   |
| Nåverdi av SPE 1 til T+1     | 8 032 269  | 1 470 216 | 995 578   | 766 500 | 664 915 | 668 406 | 607 740 | 549 971 | 497 345 | 447 145 | 399 365 | 353 991 | 311 003 | 300 094 | 289 193 |
| Nåverdi av horisontverdi T+2 | 8 108 567  |           |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| VEK                          | 19 373 710 |           |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

| Endring SPE-modellen             | 0           | 1         | 2       | 3         | 4        | 5      | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       | 11       | T        | T+1   | T+2   | T+3   |
|----------------------------------|-------------|-----------|---------|-----------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|
| År                               | 2016        | 2017      | 2018    | 2019      | 2020     | 2021   | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     | 2028     | 2029  | 2030  | 2031  |
| Nettoresultat i år 1             |             | 1 692 273 |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Kapitalisert verdi               | 35 841 800  |           |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Superprofittvekst til EK         |             | -         | 447 822 | - 212 077 | - 81 064 | 42 655 | - 41 188 | - 43 444 | - 42 277 | - 44 814 | - 47 337 | - 49 835 | - 52 296 | 6 401 | 5 746 | 6 330 |
| /Diskonteringsfaktor             |             |           | 1,047   | 1,099     | 1,155    | 1,217  | 1,288    | 1,366    | 1,451    | 1,541    | 1,637    | 1,739    | 1,848    | 1,964 | 2,087 | 2,218 |
| Nåverdi av endring SPE 1 til T+1 | - 857 541   | -         | 427 632 | - 192 888 | - 70 191 | 35 050 | - 31 971 | - 31 803 | - 29 144 | - 29 087 | - 28 924 | - 28 660 | - 28 304 | 3 259 | 2 753 | 2 853 |
| Kapitalisert verdi               | -18 162 456 |           |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Horisontverdi                    | 80 000      |           |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Kapitalisert verdi               | 1 694 366   |           |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| VEK                              | 19 373 710  |           |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |

VEK egenkapitalmetoden 19 373 710

Tabell 110: Verdi av egenkapital, Egenkapitalmetoden

| FKD                              | 0           | 1          | 2         | 3       | 4       | 5         | 6         | 7         | 8       | 9       | 10      | 11      | T       | T+1     | T+2     |
|----------------------------------|-------------|------------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| År                               | 2016        | 2017       | 2018      | 2019    | 2020    | 2021      | 2022      | 2023      | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
| Fri kontantstrøm fra drift       |             | 1 833 374  | 1 281 343 | 959 391 | 770 165 | 1 045 052 | 1 027 953 | 1 008 217 | 985 789 | 960 620 | 932 668 | 901 897 | 835 304 | 856 187 | 877 592 |
| /Diskonteringsfaktor             |             | 1,043      | 1,092     | 1,146   | 1,207   | 1,277     | 1,352     | 1,432     | 1,517   | 1,607   | 1,702   | 1,803   | 1,910   | 2,024   | 2,144   |
| Nåverdi av endring SPE 1 til T+1 | 9 845 632   | 1 757 450  | 1 173 337 | 836 994 | 637 996 | 818 548   | 760 593   | 704 222   | 649 993 | 597 912 | 547 982 | 500 199 | 437 290 | 423 116 | 409 389 |
| Horisontverdi T+2                | 12 618 500  |            |           |         |         |           |           |           |         |         |         |         |         |         |         |
| Verdi av NDK                     | 22 464 132  |            |           |         |         |           |           |           |         |         |         |         |         |         |         |
| -Netto finansiell gjeld          | - 1 762 452 |            |           |         |         |           |           |           |         |         |         |         |         |         |         |
| -Verdi minoritet                 | - 116 157   |            |           |         |         |           |           |           |         |         |         |         |         |         |         |
| VEK                              | 20 585 523  | 472,446355 |           |         |         |           |           |           |         |         |         |         |         |         |         |

| SPD-modellen                 | 0           | 1          | 2         | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      | 11      | T       | T+1     | T+2     |
|------------------------------|-------------|------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| År                           | 2016        | 2017       | 2018      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
| Balanseført NDK              | 5 082 346   |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| SPD                          |             | 1 547 570  | 1 104 414 | 892 382 | 813 316 | 861 881 | 830 706 | 797 943 | 766 331 | 731 817 | 694 369 | 653 963 | 610 581 | 626 305 | 641 721 |
| /Diskonteringsfaktor         |             | 1,043      | 1,092     | 1,146   | 1,207   | 1,277   | 1,352   | 1,432   | 1,517   | 1,607   | 1,702   | 1,803   | 1,910   | 2,024   | 2,144   |
| Nåverdi av SPE 1 til T+1     | 8 154 763   | 1 483 483  | 1 011 321 | 778 533 | 673 742 | 675 078 | 614 647 | 557 349 | 505 290 | 455 500 | 407 972 | 362 693 | 319 645 | 309 512 | 299 357 |
| Nåverdi av horisontverdi T+2 | 9 227 022   |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Verdi av NDK                 | 22 464 132  |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| -Netto finansiell gjeld      | - 1 762 452 |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| -Verdi minoritet             | - 116 157   |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| VEK                          | 20 585 523  | 472,446355 |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

| Endring SPD-modellen             | 0            | 1          | 2       | 3         | 4        | 5      | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       | 11       | T        | T+1   | T+2   | T+    |
|----------------------------------|--------------|------------|---------|-----------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|
| År                               | 2016         | 2017       | 2018    | 2019      | 2020     | 2021   | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     | 2028     | 2029  | 2030  | 2031  |
| Nettoresultat fra NDE i år 1     |              | 1 767 132  |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Kapitalisert verdi               | 40 905 066   |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Superprofittvekst til NDK        |              | -          | 446 982 | - 217 487 | - 86 753 | 36 818 | - 43 251 | - 44 898 | - 43 280 | - 45 669 | - 48 044 | - 50 397 | - 52 720 | 6 185 | 5 622 | 6 004 |
| /Diskonteringsfaktor             |              |            | 1,043   | 1,092     | 1,146    | 1,207  | 1,277    | 1,352    | 1,432    | 1,517    | 1,607    | 1,702    | 1,803    | 1,910 | 2,024 | 2,144 |
| Nåverdi av endring SPE 2 til T+2 | - 882 988    | -          | 428 472 | - 199 155 | - 75 685 | 30 499 | - 33 877 | - 33 221 | - 30 230 | - 30 112 | - 29 903 | - 29 610 | - 29 239 | 3 238 | 2 778 | 2 801 |
| Kapitalisert verdi               | - 20 439 157 |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Horisontverdi T+3                | 86 325       |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Kapitalisert verdi horisont      | 1 998 224    |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| -Netto finansiell gjeld          | - 1 762 452  |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| -Verdi minoritet                 | - 116 157    |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| VEK                              | 20 585 523   | 472,446355 |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |

VEK NDK metoden 20 585 523

Tabell 111: Verdi av egenkapital, Netto driftskapitalmetoden

| FKS-modellen                     | 0           | 1          | 2         | 3       | 4       | 5         | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      | 11      | T       | T+1     | T+2     |
|----------------------------------|-------------|------------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| År                               | 2016        | 2017       | 2018      | 2019    | 2020    | 2021      | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
| Fri kontantstrøm SSK             |             | 1 842 578  | 1 319 056 | 961 175 | 733 837 | 1 002 321 | 991 934 | 993 395 | 971 270 | 946 491 | 919 020 | 888 827 | 822 910 | 841 862 | 883 976 |
| /diskonteringsfaktor             |             | 1,043      | 1,092     | 1,149   | 1,213   | 1,287     | 1,365   | 1,448   | 1,536   | 1,630   | 1,729   | 1,834   | 1,945   | 2,063   | 2,188   |
| Nåverdi av endring SPE 1 til T+1 | 9 667 440   | 1 766 478  | 1 207 852 | 836 724 | 604 749 | 778 670   | 726 458 | 685 864 | 632 195 | 580 801 | 531 665 | 484 766 | 423 125 | 408 093 | 403 981 |
| Horisontverdi T+2                | 11 998 204  |            |           |         |         |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Verdi av NDK                     | 21 665 644  |            |           |         |         |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| -Finansiell gjeld                | - 1 953 730 |            |           |         |         |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| -Verdi minoritet                 | - 116 157   |            |           |         |         |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| VEK                              | 19 595 757  | 449,730820 |           |         |         |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

| SPS-modellen                 | 0           | 1          | 2         | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      | 11      | T       | T+1     | T+2     |
|------------------------------|-------------|------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| År                           | 2016        | 2017       | 2018      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
| Balanseført SSK              | 5 273 624   |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| SPS                          |             | 1 542 604  | 1 098 507 | 876 558 | 792 266 | 838 752 | 811 680 | 781 988 | 749 987 | 715 087 | 677 255 | 636 467 | 592 708 | 607 124 | 621 850 |
| /diskonteringsfaktor         |             | 1,043      | 1,092     | 1,149   | 1,213   | 1,287   | 1,365   | 1,448   | 1,536   | 1,630   | 1,729   | 1,834   | 1,945   | 2,063   | 2,188   |
| Nåverdi av SPS 1 til T+1     | 7 951 660   | 1 478 893  | 1 005 896 | 763 062 | 652 901 | 651 599 | 594 446 | 539 904 | 488 164 | 438 803 | 391 800 | 347 129 | 304 760 | 294 304 | 284 188 |
| Nåverdi av horisontverdi T+2 | 8 440 360   |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Verdi av NDK                 | 21 665 644  |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| -Finansiell gjeld            | - 1 953 730 |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| -Verdi minoritet             | - 116 157   |            |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| VEK                          | 19 595 757  | 449,730820 |           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

| Endring SPS-modellen             | 0            | 1          | 2       | 3         | 4        | 5      | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       | 11       | T        | T+1   | T+2   | T+3   |
|----------------------------------|--------------|------------|---------|-----------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|
| År                               | 2016         | 2017       | 2018    | 2019      | 2020     | 2021   | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     | 2028     | 2029  | 2030  | 2031  |
| Nettoreultat fra SSK i år 1      |              | 1 769 792  |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Kapitalisert verdi               | 41 081 389   |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Superprofittvekst til EK         |              | -          | 448 173 | - 229 292 | - 94 236 | 32 483 | - 40 604 | - 42 715 | - 44 480 | - 46 792 | - 49 091 | - 51 367 | - 53 613 | 4 323 | 4 387 | 4 950 |
| /diskonteringsfaktor             |              |            | 1,043   | 1,092     | 1,149    | 1,213  | 1,287    | 1,365    | 1,448    | 1,536    | 1,630    | 1,729    | 1,834    | 1,945 | 2,063 | 2,188 |
| Nåverdi av endring SPS 1 til T+1 | - 903 614    | -          | 429 663 | - 209 961 | - 82 034 | 26 769 | - 31 544 | - 31 283 | - 30 710 | - 30 457 | - 30 124 | - 29 717 | - 29 240 | 2 223 | 2 127 | 2 262 |
| Kapitalisert verdi               | - 20 975 195 |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Horisontverdi                    | 67 181       |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Kapitalisert verdi               | 1 559 450    |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| Verdi av SSK                     | 21 665 644   |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| -Finansiell gjeld                | - 1 953 730  |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| -Verdi minoritet                 | - 116 157    |            |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |
| VEK                              | 19 595 757   | 449,730820 |         |           |          |        |          |          |          |          |          |          |          |       |       |       |

VEK NDK metoden 19 595 757

Tabell 112: Verdi av egenkapital, Fri kontantstrømmetode

### 11.3.1. Oppsummering første verdiestimat

Tabell 113 presenterer resultatene fra første verdiestimat. Resultatene fra de ulike metodene har et avvik på over 2,46 %. Dette er ikke det endelige verdiestimatet til SalMar som nevnt tidligere. Netto driftskapitalmetoden gir et betydelig høyere verdiestimat enn egenkapitalmetoden. Avkastningskravene er, som ettertrykkelig poengtert noe lav. De lave kravene medfører en risiko for at modellene overvurderer verdien av egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen er i gjennomsnitt NOK 19.851.663.000. Per aksje utgjør dette NOK 175,21.

| Verdi av egenkapital | FK-modell  | SP-modell  | Endring SP-modell | Gjennomsnitt |
|----------------------|------------|------------|-------------------|--------------|
| EK-metoden           | 19 373 710 | 19 373 710 | 19 373 710        | 19 373 710   |
| NDK-metoden          | 20 585 523 | 20 585 523 | 20 585 523        | 20 585 523   |
| SSK-metoden          | 19 595 757 | 19 595 757 | 19 595 757        | 19 595 757   |
| Gjennomsnitt         | 19 851 663 | 19 851 663 | 19 851 663        | 19 851 663   |

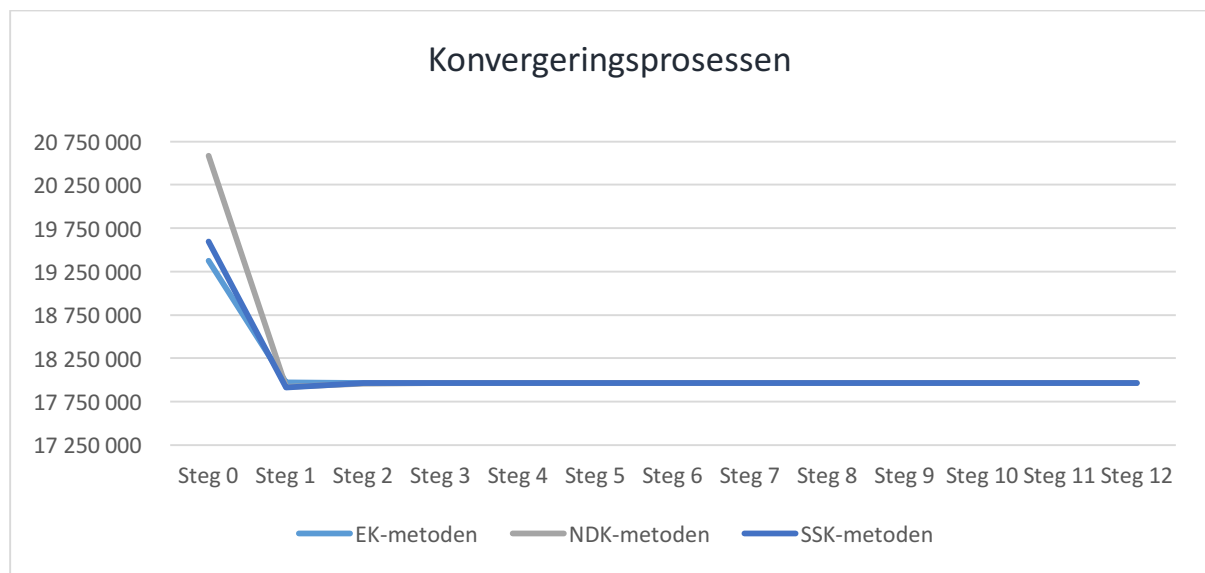
| Verdi av egenkapital | FK-modell     | SP-modell     | Endring SP-modell | Gjennomsnitt  |
|----------------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|
| EK-metoden           | 170,99        | 170,99        | 170,99            | <b>170,99</b> |
| NDK-metoden          | 181,69        | 181,69        | 181,69            | <b>181,69</b> |
| SSK-metoden          | 172,95        | 172,95        | 172,95            | <b>172,95</b> |
| <b>Gjennomsnitt</b>  | <b>175,21</b> | <b>175,21</b> | <b>175,21</b>     | <b>175,21</b> |

Tabell 113: Verdi av egenkapital og aksjekurs, oppsummert første verdiestimat SalMar ASA

#### 11.4. Konvergeringsprosess

Målet med konvergeringsprosessen er å ende ut med et felles verdiestimat på egenkapitalen. I foregående delkapittel fant vi at de ulike metodene ga forskjellige verdier. Konvergeringsprosessen består av flere steg hvor en oppdaterer verdiestimatene slik at en benytter verdivekter framfor budsjetterte vekter. En vil se en rask reduisering i avviket mellom metodene etter kun få steg med like handlinger. Desto flere gjentakelser av hvert steg en gjennomfører desto lavere blir avviket mellom metodene (Knivsflå, 2017p).

Konvergeringsprosessen innebærer å vekte alle krav med gjennomsnittlig egenkapital fra foregående steg. En benytter så de nye vektene til å beregne et nytt estimat på egenkapitalen på samme med de samme metodene som tidligere. Disse stegene utføres gjentatte ganger til en oppnår et avvik tilnærmet null. Tabell 114 presenterer utviklingen i verdien av egenkapitalen gjennom de tolv stegene. Figur 58 illustrerer utviklingen grafisk.



Figur 58: Konvergeringsprosessen, utviklingen gjennom de 12 stegene

| Konvergering        | Steg 0            | Steg 1            | Steg 2            | Steg 3            | Steg 4            | Steg 5            | Steg 6            | Steg 7            | Steg 8            | Steg 9            | Steg 10           | Steg 11           | Steg 12           |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| EK-metoden          | 19 373 710        | 17 971 839        | 17 964 757        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        |
| NDK-metoden         | 20 585 523        | 17 924 913        | 17 961 834        | 17 963 645        | 17 963 647        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        |
| SSK-metoden         | 19 595 757        | 17 911 028        | 17 965 550        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        | 17 963 648        |
| <b>Gjennomsnitt</b> | <b>19 851 663</b> | <b>17 935 927</b> | <b>17 964 047</b> | <b>17 963 647</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> | <b>17 963 648</b> |
| Avvik i %           | 2,464 %           | 0,133 %           | 0,008 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           | 0,000 %           |

Tabell 114: Konvergering, steg 0 til steg 12

Etter å ha gjennomført konvergeringsprosessen for SalMar kan en se ut fra tabell 114 at en raskt får et lavt avvik mellom metodene. I steg 0 er avviket 2,464 % og faller deretter til 0,133 % og 0,008 % i henholdsvis steg 1 og 2. Allerede i steg 4 er avviket med fem desimaler 0 %. Likevel gjentas prosessen i tolv steg for å sikre at metodene konvergerer. Etter å ha utført steg 12 er verdien av egenkapitalen etter alle metodene TNOK 17 963 648 og NOK 158,55 per aksje. Dette er en reduksjon på 9,5 % fra første verdiestimat.

## 11.5. Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet fra delkapittel 11.4. baserer seg på forutsetninger og forventninger fra tidligere analyser. Det er knyttet stor usikkerhet til flere av disse momentene. Derfor må dette verdiestimatet anses som et punkttestimat beregnet med tilgjengelig offentlig informasjon og de naturlige begrensinger som er nevnt i kapittel 1. I de tidligere analysene har oppgaven beskrevet flere usikre faktorer som vil ha innvirkning på verdiestimatet dersom de skulle endre seg. I det følgende vil usikkerheten til budsjett- og verdidriverne, samt konkurrisiko bli analysert. Dette gjennomføres for å skape en bedre innsikt i sensitiviteten og usikkerheten til verdiestimatet (Knivsflå, 2017q). Sensitiviteten vil bli analysert gjennom analyseverktøyet Crystal Ball.

### 11.5.1. Konkurs sannsynlighet

Konkurs sannsynlighet er risikoen for at selskapet går konkurs. Denne risikoen blir ofte undervurdert i praksis (Knivsflå, 2017q). I en verdivurdering er konkurs sannsynligheten enten tatt høyde for i fremtidsregnskapet eller en kan forutsette fortsatt drift og dermed se bort fra konkurrisikoen og behandle denne separat. Oppgaven legger til grunn fortsatt drift. Likevel kan en argumentere for at konkursscenarioet er tatt høyde for gjennom den syntetiske ratingen. Tabell 40 i kapittel 6 viser at SalMars sannsynligheten for konkurs innen ett år er 0,08 % gitt A rating. Ratingen har blitt benyttet videre i kapittel 6 for å fastsette kredittrisikopremien. Den svært lave konkurs sannsynligheten medfører at oppgaven i tillegg vil justere det fundamentale verdiestimatet separat. Formelen nedenfor illustrerer fremgangsmåten for å innregne konkurrisikoen til SalMar.

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) \cdot \text{Fundamental verdsettelse av egenkapital} + p \cdot \text{LVEK}$$

$$p = \text{konkurssannsynlighet, LVEK} = \text{likvidasjonsverdi av egenkapitalen}$$

Som en kan lese av formelen vil en trekke sannsynligheten for konkurs fra den fundamentale verdien av egenkapitalen. I neste ledd vil en legge til sannsynligheten for konkurs multiplisert med likvidasjonsverdien av egenkapitalen. Likvidasjonsverdi er verdien av eiendelene dersom en må realisere verdiene raskt, noe som er typisk ved konkurssalg. Verdien av dette er ofte satt til null ettersom kreditorer ikke får fullstendig dekning av sine utlån og dermed sitter eierne gjerne igjen uten dekning etter kreditorene har tatt sitt. Kredittratingen gir konkurssannsynlighet lik 0,08 % og likvidasjonsverdien er satt til null. Nytt verdiestimat justert for konkurssannsynlighet er lik NOK 158,42.

$$\text{Verdiestimat} = (1 - 0,0008) \cdot 158,55 + 0,0008 \cdot 0 = 158,42$$

#### 11.5.2. Simuleringsverktøy

Crystal Ball er et verktøy som muliggjør en simuleringsanalyse i Microsoft Excel. Målet er å bryte opp budsjett- og verdidrivere som det er knyttet vesentlig usikkerhet til og omforme disse til stokastiske variabler. Driverne vil bli analysert for å se hvor stor innvirkning deres verdier har på verdiestimatet. Simuleringsanalysen vil ta utgangspunkt i det første verdiestimatet justert for konkurssannsynlighet på NOK 158,42.

#### 11.5.3. Faktorer

##### Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten til SalMar i fremtidsregnskapet på kort til mellom-lang sikt er basert på forwardkurven illustrert i figur 10. I delkapittel 4.6, analysen av laksepris, redegjorde vi for forventet produksjonsmengde de kommende årene. Både analysen for biomasse og for utsetting av smolt taler for tilnærmet uendret produksjon i 2017. For 2018 taler biomasse for marginal vekst mens utsetting av smolt taler for marginal negativ vekst. Som følge av lengden på produksjonssyklusen omfatter analysen bare første halvdel av 2018. Analysen for 2018 har derfor svakere forklaringskraft enn for 2017. Usikkerheten i vekstprognosen stiger følgelig i takt med tidshorisonten.

Det historiske standardavviket for SalMar er 14.9 %. Vi anser å være urimelig høyt og velger å overstyre det i henhold til rammeverket (Knivsflå, 2017q).

I tabell 115 har vi predikert standardavviket for de ulike budsjettpunktene. Som følge av forklaringskraften til analysen av lakseprisen har vi predikert standardavviket for 2017 til å være 0,3 %. Som følge av prisanalysens tidsbegrensning har vi oppjustert standardavviket i 2018 til 1 %. Usikkerheten stiger med tidshorisonten, derfor predikerer vi standardavviket på mellom-lang sikt, budsjettpunkt M, til 3 %. Prediksjonene for 2017, 2018 og M har normal sannsynlighetsfordeling. På lang sikt er det vesentlig større usikkerhet knyttet til driftsinntektsvekst, vi anvender derfor en uniform sannsynlighetsfordeling. Standardavviket på lang sikt forutsettes lik veksten verdensøkonomien på 3,5 % (World Bank, 2017). Dette innebærer at sannsynligheten for at verdiene innenfor intervallet [2-5%] inntreffer er like stor.

| Budsjettpunkt | Forventning | Standardavvik | Sannsynlighetsfordeling |
|---------------|-------------|---------------|-------------------------|
| 1             | 3,00 %      | 0,30 %        | Normalfordelt           |
| 2             | -4,00 %     | 1,00 %        | Normalfordelt           |
| M             | 3,00 %      | 3,00 %        | Normalfordelt           |
| T             | 2,50 %      | U[2%;5%]      | Uniformt fordelt        |

Tabell 115: Driftsinntektsvekst, sannsynlighetsfordeling

### Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er en kritisk driver til verdiestimatet. Usikkerheten knyttet til netto driftsmargin er økende desto lengre en kommer i analyseperioden. Historisk er standardavviket 5,49 %. Lakseprisen påvirker i likhet med driftsinntektsveksten netto driftsmargin i stor grad. På kort sikt vil det være mindre usikkerhet knyttet til utviklingen. Standardavviket er dermed satt til det historiske standardavviket i analyseperioden. For år to øker standardavviket til 6 %. På mellomlang sikt øker usikkerheten og dermed er standardavviket satt til 6,5 %. I horisontleddet er det ventet at usikkerheten vil reduseres som følge av en mer stabil netto driftsmargin. Ettersom horisontleddet inkluderer verdien på lang sikt kan en forvente at leddet tar hensyn til både opp- og nedgangskonjunkturer. Følgelig settes standardavviket til 0,91 %.

| Budsjettpunkt | Forventning | Standardavvik | Sannsynlighetsfordeling |
|---------------|-------------|---------------|-------------------------|
| 1             | 19,00 %     | 5,49 %        | Normalfordelt           |
| 2             | 15,00 %     | 6,00 %        | Normalfordelt           |
| M             | 13,00 %     | 6,50 %        | Normalfordelt           |
| T             | 9,10 %      | 0,91 %        | Normalfordelt           |

Tabell 116: Netto driftsmargin, sannsynlighetsfordeling

### Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler har i analyseperioden hatt et standardavvik på 22,52 %. Avviket er i overkant høyt og vil følgelig bli noe justert. På kort sikt settes standardavviket til

18 % i år 1 og 2. På mellomlang sikt øker usikkerheten noe og standardavviket settes derfor til 20 %. På lang sikt er det i likhet med de to foregående faktorene forventet at opp- og nedgangskonjunkturer vil jevnes ut. Det er videre estimert en lavere omløpshastighet i horisontverdien. Standardavviket settes følgelig til 16 % i T.

| Budsjettpunkt | Forventning | Standardavvik | Sannsynlighetsfordeling |
|---------------|-------------|---------------|-------------------------|
| 1             | 1,83        | 0,18          | Normalfordelt           |
| 2             | 1,78        | 0,18          | Normalfordelt           |
| M             | 1,63        | 0,20          | Normalfordelt           |
| T             | 1,68        | 0,16          | Uniformt fordelt        |

Tabell 117: Omløpet til netto driftseiendeler, sannsynlighetsfordeling

### Andre risikofaktorer

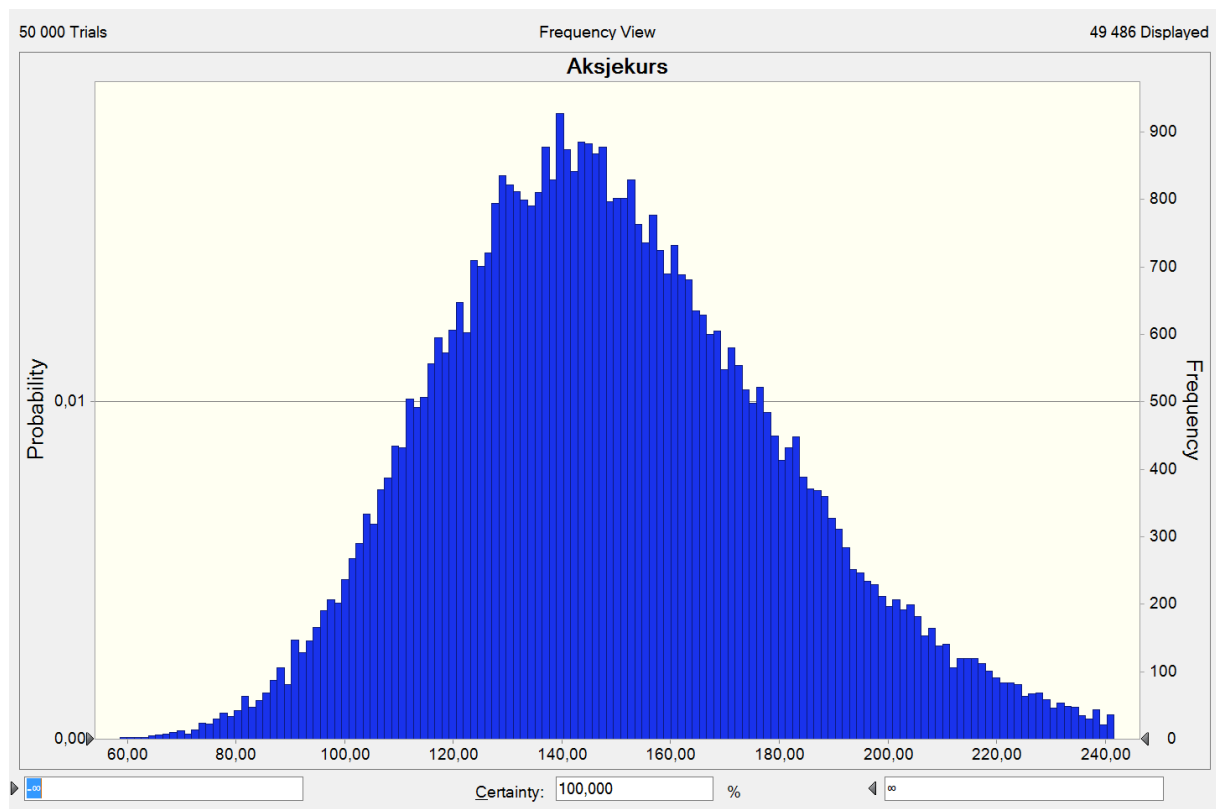
I tillegg til de tre overnevnte faktorene driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler vil fire øvrige risikofaktorer bli testet. Disse er illustrert i tabellen nedenfor. Finansiell gjeldsrente og markedets risikopremie er uniformt fordelt ettersom det er forventet at verdiene vil ligge innenfor intervallene. Egenkapitalbetaen referer til egenkapitalbetaen som ble estimert i kapittel 7.

| Budsjettpunkt            | Forventning | Standardavvik | Sannsynlighetsfordeling |
|--------------------------|-------------|---------------|-------------------------|
| Finansiell gjeldsrente T | 5,00 %      | U[4%;6%]      | Uniformt fordelt        |
| Egenkapitalbeta          | 0,84        | 0,07          | Normalfordelt           |
| Markedets risikopremie   | 5,00 %      | U[4,5%;5,5%]  | Uniformt fordelt        |
| Tillegg lavt rentenivå M | 2 %         | 3 %           | Normalfordelt           |

Tabell 118: Andre risikofaktorer, sannsynlighetsfordeling

#### 11.5.4. Simuleringsanalyse

I det følgende vil Monte Carlo-simuleringen bli gjennomgått. Simuleringen ble gjort ved hjelp av Crystal Ball-verktøyet i Microsoft Excel og er basert på forutsetninger og sannsynlighetsfordelinger fra foregående delkapitler. Monte Carlo-simuleringen skal estimere endringen i aksjekursen ved å endre de utvalgte risikofaktorene. Det ble benyttet 50 000 trekninger. Verdiestimatet ble begrenset til mellom [0,400] for å unngå at ekstreme verdier påvirket estimatet hvor øvre grense er basert på skjønn. Resultatet fra testen er presentert i figur 59 og tabell 119 nedenfor.



Figur 59: Monte Carlo-analyse, aksjekurs for SalMar

| Statistic           | Forecast values |
|---------------------|-----------------|
| Trials              | 50 000          |
| Base Case           | 158,420         |
| Mean                | 150,120         |
| Median              | 146,990         |
| Mode                | '---            |
| Standard Deviation  | 32,690          |
| Variance            | 1 068,59        |
| Skewness            | 0,612           |
| Kurtosis            | 3,890           |
| Coeff. of Variation | 0,218           |
| Minimum             | 47,590          |
| Maximum             | 380,450         |
| Mean Std. Error     | 0,150           |
| Filtered Values     | 0               |

Tabell 119: Statistikk fra Monte Carlo-analysen i Crystal Ball

Tabell 119 presenterer statistikk fra Monte Carlo-analysen. Gjennomsnittlig aksjekurs endte på NOK 150,12 med en median på NOK 146,99. Dette er noe lavere enn aksjekursen fra den fundamentale verdsettelsen på NOK 158,55. Resultatene fra analysen gir en variasjonskoeffisient på 21,8 % noe som anses som lavt. Variasjonskoeffisienten er et mål på forholdet mellom verdiestimatet og standardavviket til verdiestimatet. Videre har analysen en skewness på 0,612. Skewness uttrykker forskyvningen i resultatene. En skewness lik 0 tilsier en perfekt normalfordelt kurve.

### Forklaring av kontribusjon til varians

Variansen i simuleringsanalysen som er gjennomført i det foregående kan deles inn i de ulike budsjettvariablene. Tabell 120 gir en innsikt i hvilket bidrag de ulike variablene har til den totale variansen i analysen.

| Variabel                      | Bidrag til variasjon |
|-------------------------------|----------------------|
| <i>ndm M</i>                  | 24,70 %              |
| <i>ndm T</i>                  | 15,40 %              |
| <i>div M</i>                  | 13,10 %              |
| <i>Egenkapitalbeta</i>        | 11,60 %              |
| <i>div T</i>                  | 10,40 %              |
| <i>ndm 2</i>                  | 6,40 %               |
| <i>MRP</i>                    | 6,20 %               |
| <i>Tillegg lavt rentenivå</i> | 4,50 %               |
| <i>onde T</i>                 | 3,40 %               |
| <i>onde 1</i>                 | 1,90 %               |
| <i>ndm 1</i>                  | 0,80 %               |
| <i>div 2</i>                  | 0,50 %               |
| <i>onde M</i>                 | 0,40 %               |
| <i>fgr T</i>                  | 0,30 %               |
| <i>div 1</i>                  | 0,20 %               |
| <i>onde 2</i>                 | 0,20 %               |

Tabell 120: Variablenes bidrag til variasjonen

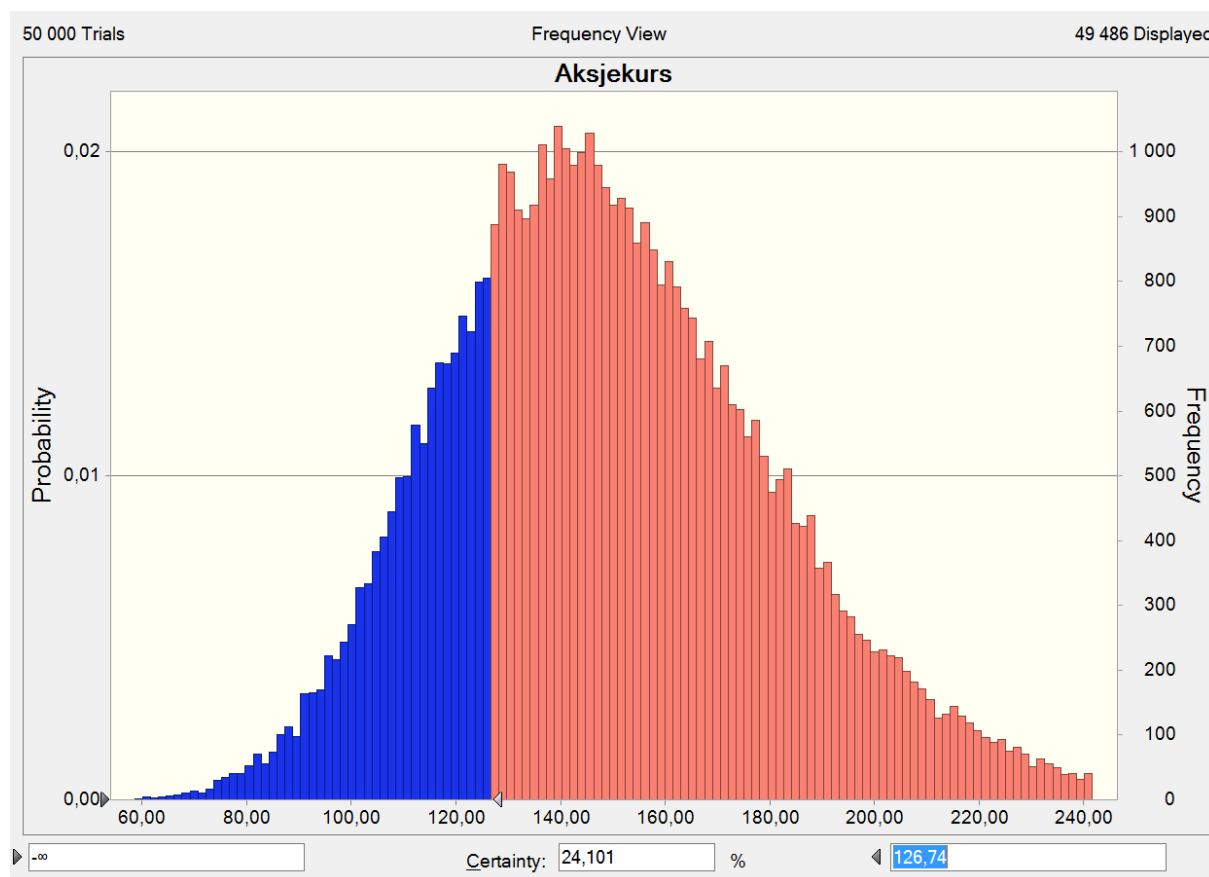
Tabell 120 viser at netto driftsmarginen i budsjettpunkt M påvirker det totale verdiestimatet med 24,7 % og er bidrar følgelig mest. Etter dette følger netto driftsmargin i steady state. Som nevnt tidligere påvirker terminalleddet i stor grad det endelige verdiestimatet. Driftsinntektsveksten i steady state bidrar med 10,4 %. Videre påvirker egenkapitalbetaen verdien i stor grad. En økning i variabelen vil medføre en reduksjon i estimatet. Totalt står netto driftsmargin på mellomlang- og lang sikt for over 44 % av total varians. Dette følger av at marginen påvirker lønnsomheten gjennom driftsmarginen. Utviklingen til lakseprisen og kostnadsnivået til SalMar vil derfor ha stor betydning for den fremtidige verdien av egenkapitalen til selskapet, noe som er i tråd med tidligere analyser.

Variablene nederst i tabell 120 er de som påvirker verdiestimatet i minst. Her er de mer kortsiktige variablene. Usikkerheten er lavere på kort sikt. Dette er i tråd med de sannsynlighetsfordelingene og standardavvikene som er lagt til grunn på kort sikt.

### Opp- og nedsidepotensialet

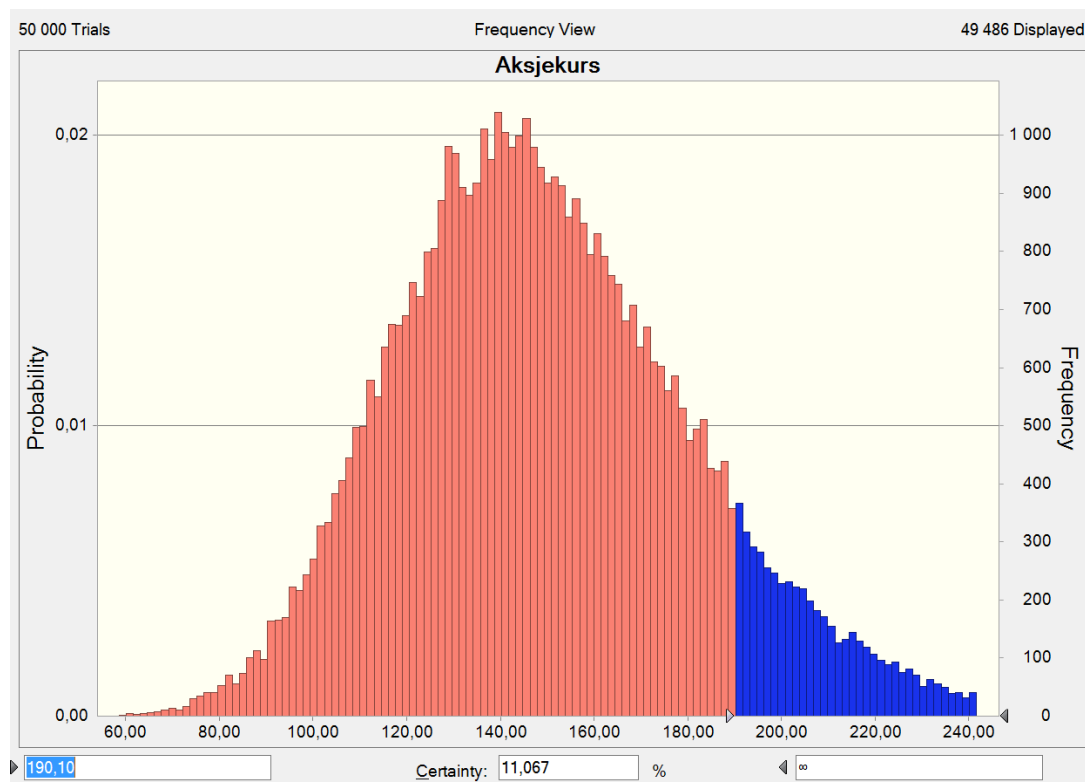
For å bedømme om det foreligger et opp- eller nedsidepotensial i aksjekursen kan en benytte resultatene fra simuleringsanalysen. Nedsiderisikoen er sannsynligheten for at verdien av selskapet er lavere enn 80 % av den estimerte verdien. Oppsidepotensialet er sannsynligheten for at aksjekursen er høyere enn 20 % av den estimerte verdien. I det følgende vil nedsiderisikoen settes til NOK 126,74 og oppsidepotensialet settes til NOK 190,10.

Nedsiderisikoen for SalMar er 24,101 % som en kan lese fra figur 60 og anses som relativt lav.



Figur 60: Nedsidepotensial

Oppsidepotensialet er presentert i figur 61 og er 11,067 %. Det betyr at det er en svært liten sannsynlighet for at det foreligger et oppsidepotensial av betydning i aksje verdien utover verdiestimatet.



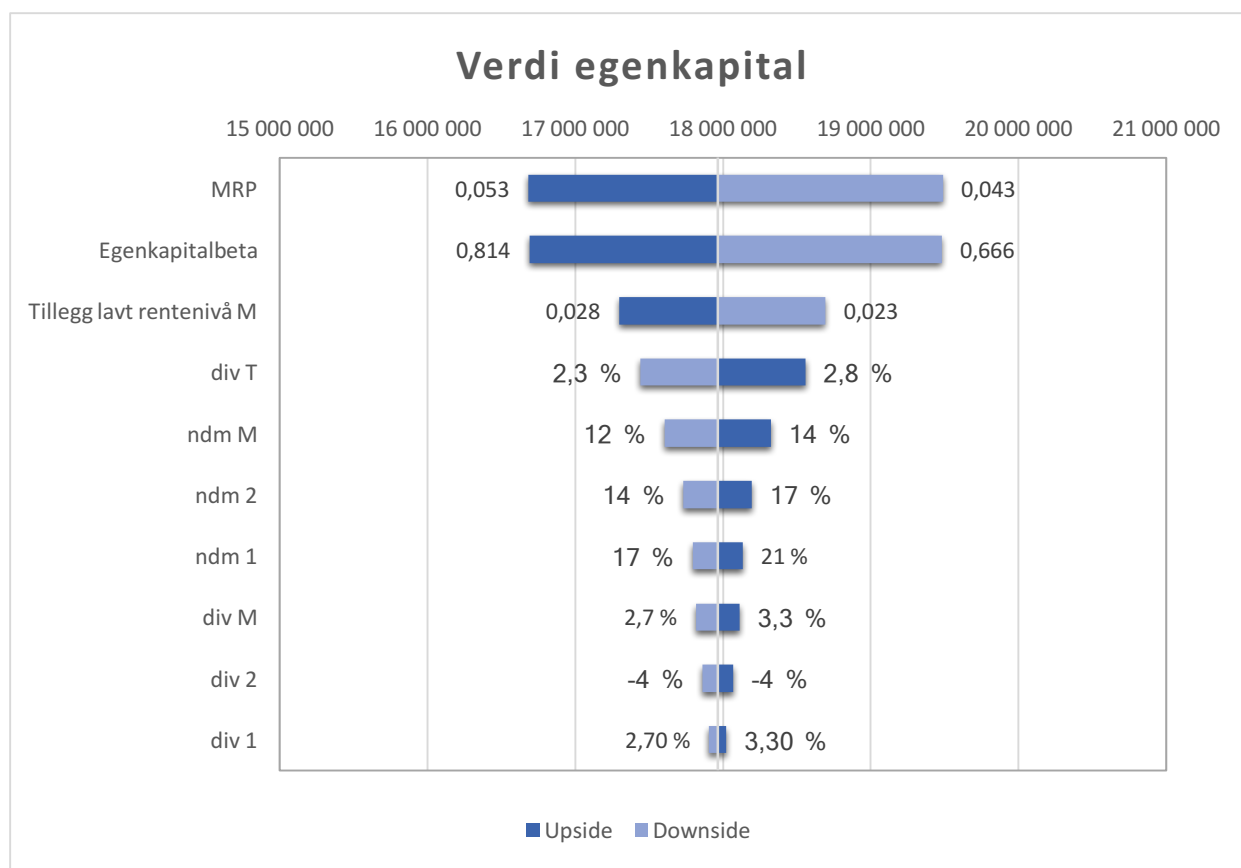
Figur 61: Oppsidepotensial

#### 11.5.5. Oppsummering simuleringsanalyse

Simuleringsanalysen belyser hvor betydelig usikkerheten i verdiestimatet er. Monte Carlo-simuleringen gir innsikt i hvilke budsjettvariabler det er knyttet vesentlig usikkerhet til. I likhet med tidligere analyser får vi også her ut at driftsinntektsvekst og netto driftsmargin har særlig stor betydning for det totale verdiestimatet. Analysen viser hvor sensitiv verdivurderingen er for endringer i de kritiske variablene. En liten endring i forutsetningene som ligger til grunn kan føre til en vesentlig endring i verdiestimatet. Det konkluderes med en stor usikkerhet til verdiestimatet av SalMars egenkapital.

#### 11.5.6. Tornadoanalyse

En tornadoanalyse gir innsikt i hvor mye de ulike variablene påvirker verdiestimatet dersom en endrer en og en. Dette viser hvilke variabler som bidrar mest til endringen i aksjekursen. I likhet med simuleringsanalysen benyttes Crystal Ball som verktøy for å utføre analysen. Figur 62 viser tornadoanalysen for de 15 mest kritiske variablene.



Figur 62: Tornadodiagram

## 11.6. Oppsummering - verdiestimat og usikkerhet

I det følgende er sensitivitetsanalysen, verdiestimatet og usikkerheten knyttet til verdiestimatet oppsummert. Den fundamentale verdsettelsen ga et verdiestimat for SalMar på NOK 158,55 etter konvergeringsprosessen. Ettersom det er stor usikkerhet til en fundamental verdsettelse og metoden er sensitiv for inputvariabler ønsket vi å undersøke sensitiviteten til verdiestimatet. Først ble konkurrisikoen undersøkt. Konkursrisikoen ble med kredittrating A satt til 0,08 % i henhold til rammeverket. Denne satsen ble benyttet til å estimere et justert verdiestimat, justert for konkurssannsynlighet. Deretter ble en sensitivitetsanalyse gjennomført ved hjelp av verktøyet Crystal Ball for å gi innsikt i hvor stor grad de ulike variablene påvirker verdiestimatet. I Crystal Ball ble det gjennomført en Monte Carlo-simulering. Resultatet fra simuleringen viste at det er en 35,168 % sannsynlighet for at verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er innenfor et intervall på +/- 20 %. Netto driftsmargin på mellomlang- og lang sikt og driftsinntektsveksten på i terminalleddet er de tre variablene som henholdsvis bidro mest til variansen i analysen. Deres påvirkning er i stor grad bestemt gjennom to forhold. Det første er hvordan det fundamentale rammeverket er lagt opp og hvordan de ulike

faktorene påvirker verdiestimatet. Det andre forholdet er hvordan Monte Carlo-simuleringen er bygget opp. De sannsynlighetsfordelingene og standardavvikene som legges inn avgjør i stor grad hvilke variabler som skal påvirke verdiestimatet, og i hvilken retning. Med andre ord er det også her knyttet usikkerhet til analysen. Ved å legge inn andre verdier enn de som ble valgt i analysen ville resultatene kunne sett svært annerledes ut. Igjen understrekes usikkerheten knyttet til en fundamental verdsettelse, også ved bruk av sensitivitetsanalyser. Videre ønsker vi å påpeke at verdiestimatet er basert på våre forutsetninger og analyser.

Monte Carlo-simuleringen ga et gjennomsnittlig verdi per aksje på NOK 150,00 som er NOK 8,55 høyere enn det konvergente verdiestimatet på NOK 158,55 fra den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

## 12. Supplerende verdivurdering

En supplerende verdivurdering fungerer som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Ettersom det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet i kapittel 11 er det naturlig å benytte en annen tilnærming for å skape tillit til verdiestimatet. Som nevnt tidligere nevnt er fundamental verdsettelse særlig sensitiv for inputvariabler. Ved å benytte seg av ulike verdivurderingsmetoder er målet å få en annen vinkling på verdiestimatet. Estimatenes blir deretter vektet. Samlet utgjør de det samlede verdiestimatet.

Valget av supplerende verdivurdering ble redegjort for i kapittel 3. Som beskrevet vil en komparativ verdsettelse gjennomføres i tillegg til den fundamentale verdsettelsen. Multiplermetoden, ofte kalt relativ verdsettelse er en enkel tilnærming til verdiestimatet. Den baserer seg på markedspriser og er mye brukt i praksis. Metoden tar sikte på å estimere om verdien er over- eller underpriset relativt i forhold til komparative verdivurderingsobjekter. Til tross for at metoden er enkel må en likevel bruke den med varsomhet ettersom den har et kortsiktig fokus (Dyrnes, 2004). Virksomheter med en stor andel av verdien i framtidige kontantstrømmer vil kunne bli undervurdert. Multiplermodellen lar seg også enkelt manipuleres. Dette kan gjøres ved å velge selskaper basert på hvilken verdi en ønsker å oppnå for verdivurderingsobjektet. Komparative selskaper kan også være utfordrende å finne ettersom et komparativt selskap svært sjeldent er direkte sammenlignbart med det selskapet en ønsker å finne selskapsverdien til. Videre kan overdreven bruk av multiplikatormetoden føre til «irrational exuberance», på norsk irrasjonell begeistring. Dette innebærer at markedet som helhet er overvurdert. En overvurdering vil medføre at selskaper i markedet er riktig priset i forhold til hverandre, men for høyt priset samlet sett. Markedet har altså en irrasjonell tilnærming til det generelle kursnivået i markedet. Shiller (2000) innførte uttrykket i forbindelse med dot-com-boblen ved årtusenskiftet. I det følgende vil valg av multipler og multiplikatormodellen bli redegjort for før den benyttes for å finne et supplerende verdiestimat på SalMar.

### 12.1. Komparativ verdivurdering

En komparativ eller relativ verdivurdering tar utgangspunkt i sammenlignbare selskaper eller eiendeler. Komparativ verdivurdering er den mest vanlige verdivurderingsmetoden i praksis ettersom den gjerne krever betydelig kortere tid enn fundamental verdsettelse. Det finnes to typer modeller; multiplikator- og substansverdimodeller. Sistnevnte innebærer å identifisere

salgsverdien på sammenlignbare eiendeler. Denne verdien vil representere verdien til den aktuelle eiendelen før verdien på eventuelle forpliktelser eller gjeld blir trukket fra. Utfordringen er at å finne en eksakt komparativ eiendel ettersom små forskjeller kan utgjøre store forskjeller i pris. Substansverdimodeller er mest vanlig i bransjer hvor det er et standardiserte eiendeler og et stort sammenligningsgrunnlag, for eksempel eiendom eller shipping.

Multiplikatormodeller kan deles inn i to metoder; egenkapital- og selskapskapitalmetode. Begge metodene tar utgangspunkt i at en sammenligner selskapet en ønsker å finne verdien på med andre selskaper i samme bransje. De komparative selskapene som vil bli benyttet som sammenligningsgrunnlag er de samme som i bransjeanalysen; Marine Harvest, Lerøy og Grieg. På generell basis finnes verdien av selskapet (VEK) med følgende formel.

$$VEK = m_k \cdot basis - gjeld$$

*VEK = verdien til egenkapitalen,  $m_k$  = multiplikatoren*

Verdien av egenkapitalen fremkommer før en trekker fra gjelden i det siste leddet i formelen ovenfor. Netto finansiell gjeld og aksjekursen til SalMar og bransjen er basert på data fra 31.12.2016. I det følgende vil fem utvalgte egenkapital- og selskapskapital multiplikatormodeller bli gjennomgått;  $\frac{Pris}{Bok}$ ,  $\frac{Pris}{Fortjeneste}$ ,  $\frac{EV}{EBITDA}$ ,  $\frac{EV}{EBIT}$  og  $\frac{EV}{KG\ GW}$ . Til slutt vil endelig verdi av egenkapitalen til SalMar bli beregnet i delkapittel 12.3. basert på de estimerte multiplikatorene.

#### 12.1.1.1. *Pris/Bok*

Pris/Bok (P/B) er en mye brukt multiippel. Forholdstallet gir en indikator på hvordan markedsverdien på egenkapitalen er priset i forhold til den bokførte verdien av egenkapitalen. Ved å sammenligne P/B med komparative selskaper kan en identifisere hvorvidt et selskap er under- eller overpriset i forhold til konkurrentene. En betydelig lavere multiippel uten en åpenbar forklaring kan tilsa at selskapet er undervurdert, og motsatt. (Knivsflå, 2017r)

P/B er påvirket av tre verdidrivere; egenkapitalrentabilitet, -vekst og avkastningskravet. Dersom  $P/B > 1$  tilsier dette at markedet har tro på vekst og fremtidige inntekter for selskapet, med andre ord superrentabilitet ettersom egenkapitalrentabiliteten er større enn avkastningskravet.

Multiplikatorer med pris i telleren eliminerer ikke forskjeller i kapitalstruktur og sammenligner dermed på tvers av kapitalstruktur. EV-multiplikatorer vil eliminere denne forskjellen (Dyrnes, 2004). En justering for å få bukt med forskjeller i kapitalstruktur med hensyn på gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsgrad er en løsning på problemet. Justeringen er illustrert i formelen for P/B nedenfor. Resultatet gir verdien på egenkapitalen i selskapet.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

| Pris/Bok                 | SalMar      | Bransje     | MHG         | Grieg       | Lerøy       |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Markedsverdi egenkapital | 29 242 730  | 107 082 000 | 69 065 600  | 9 150 400   | 28 866 000  |
| Bokført egenkapital      | 5 083 394   | 32 370 808  | 18 731 407  | 2 697 787   | 10 941 614  |
| <b>Multiplikator</b>     | <b>5,75</b> | <b>3,31</b> | <b>3,69</b> | <b>3,39</b> | <b>2,64</b> |

Tabell 121: Pris/Bok-multiplikator

Fra tabell 121 overfor kan en se at SalMar har en betydelig høyere Pris/bok mutippel enn de komparative selskapene. Marine Harvest har en marginalt høyere mutippel enn Grieg og trekker dermed bransjemutippelen opp. Lerøy på sin side har en noe lavere multiplikator enn resterende selskaper. SalMars høye multiplikator kan forklares ved at aksjekursen 31.12 var på et høyt nivå. Dette kan være et signal om at markedsverdien av egenkapitalen er overvurdert eller at den bokførte verdien av egenkapitalen er undervurdert. Verdien av egenkapitalen blir beregnet ved bruk av følgende formel:

$$VEK = m_k \cdot \text{Netto driftskapital}$$

#### 12.1.2. Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste (P/E) er på lik linje med P/B en foretrukket mutippel blant analytikere. Den er kanskje den mest brukte, og misbrukte multiplikatoren (Dyrnes, 2004). Telleren er lik som i P/B. Nevneren er normalisert nettoresultat til egenkapitalen fordelt på antall utestående aksjer. Forholdstallet sier noe om hvor lang tid det vil ta å oppfylle markedsverdien på egenkapitalen med dagens normaliserte nettoresultat. En høy P/E tilsier at markedet tror på framtidig, lønnsom vekst, og motsatt. P/E er påvirket av de samme verdidriverne som P/B. På lik linje som P/B må også P/E justeres for ulikheter i kapitalstruktur. Resultatet gir verdien på egenkapitalen i selskapet.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Nettoresultat til egenkapitalen}}$$

| <i>Pris/Fortjeneste</i>                | <i>SalMar</i> | <i>Bransje</i> | <i>MHG</i>   | <i>Grieg</i> | <i>Lerøy</i> |
|----------------------------------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Markedsverdi egenkapital</i>        | 29 242 730    | 107 082 000    | 69 065 600   | 9 150 400    | 28 866 000   |
| <i>Nettoresultat til egenkapitalen</i> | 2 071 969     | 7 533 861      | 4 790 195    | 756 159      | 1 987 507    |
| <b><i>Multiplikator</i></b>            | <b>14,11</b>  | <b>14,21</b>   | <b>14,42</b> | <b>12,10</b> | <b>14,52</b> |

Tabell 122: Pris/fortjeneste-multiplikator

Pris/fortjeneste multiplikatoren til SalMar er i motsetning til pris/bok i foregående delkapittel omtrent lik bransjens multiplikator. Grieg skiller seg noe ut med en P/E-multippel på 12,10 sammenlignet med bransjen som har tilsvarende multippel på 14,21. Når en skal estimere markedsverdien av egenkapitalen ved bruk av P/E-multiplikatoren er det viktig å huske at forskjeller i kapitalstruktur ikke blir hensyntatt. Verdien av egenkapitalen fremkommer ved bruk av følgende formel:

$$VEK = m_k \cdot \text{Nettoresultat til egenkapitalen}$$

### 12.1.3. EV/EBITDA

I motsetning til de to foregående multiplikatormodellene er målet med EV/EBITDA å komme fram til «enterprise value» (EV) eller selskapsverdi på norsk. Ettersom dette er en EV-multiplikator vil den eliminere forskjeller i kapitalstruktur (Dyrnes, 2004). Multiplikatormodellen er ofte brukt i praksis. EV består av netto driftskapital og netto finansiell gjeld. Ettersom EBITDA er resultat før renter, skatt, av- og nedskrivninger er ikke multippelen påvirket av disse postene. Ulik skattesats kan være en utfordring i oppdrettsbransjen ettersom flere av selskapene opererer med ulike lokale skattesatser. Lerøy og Marine Harvest har betydelig aktivitet utenfor Norge og de ulike skattesatsene vil dermed kunne skape støy i vurderingene. Avskrivningsplanene kan videre variere fra selskap til selskap ettersom IAS 16 tillater ulike metoder (Myrbakken og Haakanes, 2017). Selskapsverdien fremkommer ved å multiplisere EBITDA med den driftsjusterte komparative multiplikatoren og trekke fra netto finansiell gjeld.

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

| <i>EV/EBITDA</i>                          | <i>SalMar</i> | <i>Bransje</i> | <i>MHG</i>  | <i>Grieg</i> | <i>Lerøy</i> |
|-------------------------------------------|---------------|----------------|-------------|--------------|--------------|
| <i>Markedsverdi egenkapital</i>           | 29 242 730    | 107 082 000    | 69 065 600  | 9 150 400    | 28 866 000   |
| <i>Balanseført netto finansiell gjeld</i> | 2 364 200     | 17 136 020     | 12 101 134  | 1 633 220    | 3 401 666    |
| <i>EBITDA</i>                             | 3 076 500     | 13 128 621     | 8 157 461   | 1 353 744    | 3 617 416    |
| <b><i>Multiplikator</i></b>               | <b>10,27</b>  | <b>9,46</b>    | <b>9,95</b> | <b>7,97</b>  | <b>8,92</b>  |

Tabell 123: EV/EBITDA-multiplikator

EV/EBITDA multiplikatoren til SalMar er marginal høyere enn bransjens multiplikator. Igjen har Marine Harvest en høy multiplikator i forhold til bransjen. Grieg har den laveste EV/EBITDA-verdien. Multiplikatoren er interessant å sammenligne med EV/EBIT for å se hvor påvirket SalMar er av av- og nedskrivninger. Forskjellen vil bli diskutert i neste delkapittel. Verdien av egenkapitalen basert på EV/EBITDA fremkommer ved bruk av følgende formel.

$$VEK = m_k \cdot EBITDA - \text{netto finansiell gjeld}$$

#### 12.1.4. EV/EBIT

EV/EBIT viser forholdet mellom selskapsverdi og virksomhetens underliggende drift før finansielle poster og skatt. Multiplikatoren bør settes i sammenheng med andre multipler for å vise et riktig bilde ettersom metoden ikke tar hensyn til risiko (Kaldestad og Møller, 2015).

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{EBIT}$$

Tabell 124 viser estimeringen av EV/EBIT for både bransjen og de sammenlignbare selskapene.

| EV/EBIT                            | SalMar       | Bransje      | MHG          | Grieg        | Lerøy        |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Markedsverdi egenkapital           | 29 242 730   | 107 082 000  | 69 065 600   | 9 150 400    | 28 866 000   |
| Balanseført netto finansiell gjeld | 2 364 200    | 17 136 020   | 12 101 134   | 1 633 220    | 3 401 666    |
| EBIT                               | 2 102 761    | 8 401 538    | 5 127 418    | 893 507      | 2 380 613    |
| <b>Multiplikator</b>               | <b>15,03</b> | <b>14,79</b> | <b>15,83</b> | <b>12,07</b> | <b>13,55</b> |

Tabell 124: EV/EBIT-multiplikator

$$VEK = m_k \cdot EBIT - \text{netto finansiell gjeld}$$

EV/EBIT for SalMar er igjen marginalt lavere enn verdien til Marine Harvest, men høyere enn bransjen. Dette kommer av at Grieg og Lerøy trekker ned bransjemultiplikatoren. Ved å sammenligne EV/EBIT med EV/EBITDA kan en analysere hvorvidt SalMar er påvirket av av- og nedskrivninger. Tabell 124 viser at EV/EBIT multiplikatoren er omtrent 50 % høyere enn EV/EBITDA multiplikatoren fra tabell 123. Dette betyr at verdien av egenkapitalen til SalMar vil bli høyere ved bruk av førstnevnte ettersom den relative differansen i multiplikator er høyere enn differansen mellom tilhørende basisstørrelser. Følgelig er SalMars drift i noe grad påvirket av av- og nedskrivninger.

### 12.1.5. EV/Kg GW

EV/Kg GW viser forholdet mellom selskapsverdi og totalt antall kg slaktet fisk. Forholdstallet er mye brukt som et produksjonsmål i bransjen. Multiplikatoren tar for seg forholdet mellom selskapsverdien og produksjonsnivået. En effektiv produksjon vil i utgangspunktet være i tråd med en høy verdi på multiplikatoren. Ulempen er at den ikke tar hensyn til at deler av driftsinntektene til selskapene i næringen kommer fra slakting og bearbeiding av andre aktørers fisk.

$$\frac{EV}{Kg\ GW} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{Kg\ GW}$$

| EV/Kg GW                           | SalMar        | Bransje       | MHG           | Grieg         | Lerøy         |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Markedsverdi egenkapital           | 29 242 730    | 107 082 000   | 69 065 600    | 9 150 400     | 28 866 000    |
| Balanseført netto finansiell gjeld | 2 364 200     | 17 136 020    | 12 101 134    | 1 633 220     | 3 401 666     |
| Kg GW                              | 115 600       | 595 529       | 380 621       | 64 726        | 150 182       |
| <b>Multiplikator</b>               | <b>273,42</b> | <b>208,58</b> | <b>213,25</b> | <b>166,60</b> | <b>214,86</b> |

Tabell 125: EV/Kg GW-multiplikator

EV/Kg GW gir på lik linje med pris/bok, EV/EBITDA og EV/EBIT høyest verdier for SalMar og Marine Harvest. Tabell 125 viser at SalMar har en betydelig mye høyere multiplikator når en sammenligner markedsverdien inkludert balanseført netto finansiell gjeld mot produksjonsvolum. Dette kan medføre en overvurdering av aksjekursen av SalMar ved bruk av multiplikeren. Verdien av egenkapitalen fremkommer ved bruk av følgende formel:

$$VEK = m_k \cdot Kg\ GW - \text{netto finansiell gjeld}$$

### 12.2. Implisitt multiplikator

En implisitt multiplikator fremkommer ved bruk av resultatene fra den fundamentale verdsettelsen. Fundamentale verdiestimer legges inn i multiplikatorene. Tabell 126 viser resultatet av implisitte multiplikatorer basert på fundamentalt verdiestimat sammenlignet med den komparative analysen i foregående delkapitler. De store avvikene mellom virkelige og implisitte multiplikatorer viser hvor stor endring i estimatene relativt små endringer i inputs kan utgjøre.

| Implisitt multiplikator | Implisitt | Virkelig | Avvik i aksjepris | Avvik i % |
|-------------------------|-----------|----------|-------------------|-----------|
| Pris/Bok                | 4,00      | 3,31     | -31,00            | 20,89 %   |
| Pris/Fortjeneste        | 9,81      | 14,21    | 80,51             | -30,97 %  |
| EV/EBITDA               | 6,61      | 9,46     | 77,50             | -32,83 %  |
| EV/EBIT                 | 9,67      | 14,79    | 94,98             | -37,46 %  |
| EV/Kg GW                | 175,85    | 208,58   | 33,40             | -17,40 %  |

Tabell 126: Implisitt multiplikatorer

### 12.3. Oppsummering multiplikatorer

Basert på de foregående delkapitlene kan aksjekursen til SalMar nå beregnes ved hjelp av estimerte multiplikatorer. Utregningen av verdien på egenkapitalen og aksjekursen basert på de ulike multiplikatorene er oppsummert i tabell 127 nedenfor.

| Oppsummert                           | Pris/Bok   | Pris/Fortjeneste | EV/EBITDA  | EV/EBIT    | EV/Kg Gw   |
|--------------------------------------|------------|------------------|------------|------------|------------|
| Multiplikator                        | 3,31       | 14,21            | 9,46       | 14,79      | 208,58     |
| * Basis                              | 5 083 394  | 2 071 969        | 3 076 500  | 2 102 761  | 115 600    |
| = Verdi egenkapital                  | 16 815 768 | 29 449 792       | 29 108 673 | 31 089 643 | 24 112 349 |
| - Balanseført netto finansiell gjeld |            |                  | 2 364 200  | 2 364 200  | 2 364 200  |
| = Verdi egenkapital                  | 16 815 768 | 29 449 792       | 26 744 473 | 28 725 443 | 21 748 149 |
| / Utestående aksjer                  | 113 300    | 113 300          | 113 300    | 113 300    | 113 300    |
| = Aksjekurs                          | 148,42     | 259,93           | 236,05     | 253,53     | 191,95     |

Tabell 127: Oppsummering multiplikatorer

Tabell 127 presenterer aksjekursen til SalMar basert på multiplene til de komparative selskapene. Pris/bok skiller seg ut ettersom den gir en betydelig lavere kurs enn de resterende multiplene. Fra delkapittel 12.1.1 vet vi at Lerøy har en lavere P/B-multippel enn de andre selskapene. SalMar hadde på sin side en betydelig mye høyere P/B enn de komparative selskapene. Det lave resultatet av utregningen kan tyde på at SalMars bokførte egenkapital er undervurdert i forhold til markedsverdien av egenkapitalen. Pris/fortjeneste, EV/EBITDA og EV/EBIT gir alle en høyere kurs på over NOK 230. Grieg trekker ned bransjesnittet for alle disse multiplene noe som kan tyde på at selskapet har en underestimert markedsverdi eller overvurderte regnskapstall. SalMar og Marine Harvest er de selskapene med høyest multiplikatorer. Det kan derfor argumenteres for at de er noe overpriset i forhold til resterende selskaper.

I delkapittel 2 ble aksjekursen til de komparative selskapene sammenlignet med utviklingen til Oslo Børs. Figur 14 viser at selskapenes aksjekurser har steget betydelig mer enn OSEBX de siste fem årene. En av de største svakhetene til multiplikatormodellen er at den kan vilde en

investor ved å gi høye aksjekurser sammenlignet med komparative selskaper samtidig som den overvurderer en hel sektor. Derfor er det viktig at modellen brukes med forsiktighet. At en sektor har vokst betydelig er ikke et rødt flagg i seg selv, men en positiv holdning i aksjemarkedet basert på multipler er et signal om at en bør vurdere å gjøre ytterligere analyser for å få et sikrere verdiestimat.

Til slutt oppsummeres det endelige verdiestimatet etter den komparative verdsettelsen ved å ta gjennomsnittet av de fem multiplene som er utregnet i de foregående delkapitlene. Resultatet er presentert i tabell 128.

| Kursestimat SalMar ASA | Pris/Bok | Pris/Fortjeneste | EV/EBITDA | EV/EBIT | EV/Kg GW | Gjennomsnitt  |
|------------------------|----------|------------------|-----------|---------|----------|---------------|
| Kursestimat            | 148,42   | 259,93           | 236,05    | 253,53  | 191,95   | <b>217,98</b> |

*Tabell 128: Kursestimat SalMar ASA*

Det gjennomsnittlige verdiestimatet på NOK 217,98 er betydelig høyere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Den komparative verdsettelsen gir et estimat som er 40 % høyere enn den fundamentale verdsettelsen og 15,6 % lavere enn aksjekursen på NOK 258,10 per 31.12.2016.

## 13. Konklusjon, vekting av verdiestimater og handlingsstrategi

Mastergradutredningen har hatt som mål å estimere verdien på egenkapitalen til SalMar. Hovedverdsettelsesmetoden har vært fundamental verdsettelse. I tillegg har det blitt gjennomført en komparativ verdsettelse ved bruk av multiplikatormodellen. Formålet bak å benytte to supplerende metoder var å komme fram til et pålitelig estimat av egenkapitalen til tross for den betydelige usikkerheten som ble understreket i sensitivitetsanalysen. Utredningen skal i det følgende oppsummeres og de to supplerende verdsettelsesteknikkene vil bli vektet. Basert på dette vil en anbefalt handlingsstrategi bli lagt fram.

### 13.1. Oppsummering

SalMar og bransjen ble presentert i kapittel 2. Det ble også valgt ut tre komparative selskaper som ble vurdert som mest sammenlignbare med verdivurderingsobjektet. Selskapene utgjorde til sammen bransjen i videre analyser. I kapittel 3 ble de verdsettelsesteknikker gjennomgått på et generelt grunnlag. Det ble her gjort rede for valget av de verdsettelsesmetodene som videre skulle benyttes i masterutredningen. Rammeverket som ble valgt ut ble her kort presentert. I kapittel 4 ble en strategisk analyse gjennomført. Analysen tok utgangspunkt i eksterne- og interne faktorer på kort-, mellomlang- og lang sikt. En PESTEL-analyse ble benyttet for å analysere det eksterne perspektivet. Porters femkraftsmodell ble benyttet med formål om å avdekke konkurransenivået i bransjen. Deretter ble SVIMA-rammeverket benyttet til å gjennomføre en ressursanalyse med hensyn på interne ressurser. Avslutningsvis ble tok utredningen for seg lakseprisen.

I kapittel 5 ble de historiske regnskapstallene til SalMar i perioden 2010 til og med 2016 analysert. Her ble de gjort om fra et kreditororientert- til et investororientert syn. Formålet var å klargjøre dataene for videre analyse. Kapittel 6 tok hensyn på å analysere risikoen til SalMar gjennom likviditets- og soliditetsanalyser. Resultatene bunnet så ut i en syntetisk rating hvor en kredittratingkarakter lik A ble ansett estimert for selskapet. Med utgangspunkt i kapittel 5 og 6 ble de historiske avkastningskravene estimert og analysert i kapittel 7. Det ble her kommentert og drøftet hvorvidt kravene var for lave og det ble konkludert med en risiko for underestimering som kunne ha innvirkning på det endelige verdiestimatet. Kravene fra kapittel 7 ble videre benyttet for å beregne SalMars strategiske fordeler og ulemper i kapittel 8. Resultatet tilsa at den strategiske tidsvektede fordelen var på 34,8 % i perioden 2011 til 2016.

Fremtidsregnskap og –krav ble beregnet i kapittel 9 og 10 basert på en rekke budsjett drivere, variabler og analyser knyttet opp mot den strategiske analysen i kapittel 4. De framtidige regnskapstallene og –kravene ble videre benyttet til å estimere første verdiestimat av egenkapitalen til SalMar i påfølgende kapittel. Verdiestimatet ble estimert ved hjelp av egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden. For å komme fram til et endelig verdiestimat etter det fundamentale rammeverket ble verdiestimatet konvergent ved hjelp av verdivekter. Formålet var å finne et sammenfallende estimat. Resultatet av konvergeringen ga et konkursjustert verdiestimat på NOK 158,42 per aksje. Ettersom det var knyttet usikkerhet til estimatet ble en sensitivitetsanalyse gjennomført med hensyn på å analysere hvor stor usikkerheten til estimatet var. Det ble konkludert med en stor usikkerhet. I kapittel 12 ble en komparativ verdsettelse gjennomført som et supplement til den fundamentale metoden. De fem ulike multiplikatorene ga et gjennomsnittlig verdiestimat på NOK 217,98 per aksje.

### 13.2. Vekting av verdiestimer

Handlingsstrategien i kapittel 13.3 skal basere seg på ett verdiestimat. Ettersom den fundamentale og den komparative verdsettelsen ga ulike resultater vil disse verdiestimatene i det følgende bli vektet og en står dermed igjen med endelig vektet verdiestimat for SalMar.

Som nevnt i kapittel 3 er den fundamentale verdsettelsesteknikken den foretrukne verdivurderingsmetoden. Det er i denne metoden lagt en betydelig mengde arbeid sett i forhold til den komparative metoden som har en enklere tilnærming til verdiestimatet. Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen vil derfor bli vektlagt tyngre enn den komparative verdivurderingen. Dette til tross for den store usikkerheten knyttet til det fundamentale rammeverket. Som nevnt tidligere er metoden svært sensitiv for inputvariabler. En betydelig andel av verdiestimatet forklares av hvilke størrelser og faktorer vi som analytikere har valgt. I sensitivitetsanalysen så vi at små endringer i inputverdier gir store utslag på verdiestimatet. Det komparative rammeverket er ikke påvirket av hva den enkelte analytiker legger til grunn, men baserer seg på markedets vurdering av selskapene. På den annen side er det som nevnt svært utfordrende å identifisere komparative selskaper ettersom de på svært mange områder er forskjellige fra verdivurderingsobjektet. Dette er tilfellet også i denne utredningen. Til tross for svakheten ved den komparative verdivurderingen vil verdiestimatet bli vektlagt i relativt stor grad i forhold til omfanget av metoden. Vektforholdet mellom de to metodene er fastsatt til 2/3 og 1/3 i favør det fundamentale verdiestimatet.

Det vektete verdiestimatet på SalMar per 31.12.2017 er på NOK 178,27 per aksje. Verdiestimatet gir et pris/bok-forhold på 3,53. SalMar har dermed merverdier utover den bokførte egenkapitalen i selskapet. Det vektete verdiestimatet av egenkapitalen til SalMar per 31.12.2017 er NOK 20 208 007 100.

### 13.3. Handlingsstrategi

I det følgende vil verdiestimatet fra foregående delkapittel på NOK 178,27 bli sammenlignet med børskursen per 31.12.2016 for så å presentere en handlingsstrategi. Den anbefalte handlingsstrategien vil basere seg på hvorvidt verdiestimatet er høyere eller lavere enn børskursen med en margin på 10 %. Terskelverdiene er presentert i tabell 129. Børskursen per 31.12.2016 var på NOK 258,10. Dette er 44,78 % høyere enn masterutredningens endelige vektete verdiestimat.

| Terskelverdier | Kurs   |
|----------------|--------|
| Kjøp           | 283,91 |
| Hold           | 258,10 |
| Selg           | 232,29 |

*Tabell 129: Terskelverdier for anbefalt handlingsstrategi*

Per 31.12.2016 utstedes det en salg-anbefaling på SalMar ASA med et kursmål på NOK 178,27.

## 14. Referanseliste

### Forelesninger

#### **MRR443: Verdssettelse i regnskapet v/Finn Kinserdal, Våren 2017**

Kinserdal, F. (2017). MRR443 Verdssettelse i regnskapet.

(2017) Forelesning 2 Avkastningskrav

#### **MRR413A: Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå, Våren 2017**

Knivsflå, K. H. (2017). *BUS440/MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

- (2017b) Forelesning 2 Strategisk analyse – Bransje- og selskapsanalyse
- (2017c) Forelesning 3 Regnskapsanalyse: Ramme, praktiske valg, rapporterte tall og trailing
- (2017d) Forelesning 4 Omgruppert resultat
- (2017e) Forelesning 5 Omgruppert balanse
- (2017f) Forelesning 6 Regnskapsbasert måling og målefeil
- (2017g) Forelesning 7 Justering
- (2017h) Forelesning 8 Forholdstallanalyse: Ramme, analyse av risiko og syntetisk rating
- (2017i) Forelesning 9 Historisk avkastningskrav
- (2017j) Forelesning 10 Strategisk rentabilitetsanalyse
- (2017k) Forelesning 11 Analyse av driftsfordel
- (2017l) Forelesning 13 Ramme, analyse og fremskriving
- (2017m) Forelesning 14 Fremskriving av andre budsjett drivere
- (2017n) Forelesning 15 Fremtidskrav og analyse av strategisk fordel i fremtidsregnskapet
- (2017o) Forelesning 16 Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden
- (2017p) Forelesning 17 Fundamental verdivurdering: Selskapskapitalmetoden
- (2017q) Forelesning 18 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet
- (2017r) Forelesning 21 Komparativ verdivurdering
- (2017s) Forelesning 22 Opsjonsbasert verdivurdering

### Selskapsinformasjon og årsrapporter

Årsrapporter (2010-2015) og kvartalsrapporter (Q1-Q4, 2016) er hentet fra de respektive selskaperens hjemmeside:

#### **Grieg**

Grieg Seafood ASA: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

#### **Lerøy**

Lerøy Seafood ASA: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Forside/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016b). *Verdikjeden*. Hentet August 31, 2016 fra Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Verdikjeden/>

#### **Marine Harvest**

Marine Harvest ASA:

<http://www.marineharvest.no/investor/landing-page/>

Marine Harvest ASA. (2015b). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet 9. juni 2017 fra Marine Harvest: <http://hugin.info/209/R/1934071/696335.pdf>

Marine Harvest ASA. (2016b). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet 9. juni 2017 fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2016-salmonindustry-handbook-final.pdf>

Marine Harvest ASA. (2017b). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet 4. mai 2017 fra Marine Harvest: <http://hugin.info/209/R/2103281/797821.pdf>

#### **Norwegian Royal Salmon**

Norway Royal Salmon ASA: <http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

#### **SalMar**

SalMar ASA. (2010-2016): <http://www.salmar.no/siste-rapporter>  
SalMar ASA. (2016). *Våre virksomhetsområder*. Hentet August 31, 2016 fra SalMar:  
<http://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader>

## Faglitteratur

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2015). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (1. utgave), Bergen: Fagbokforlaget.

Myrbakken, E. og Haakanes, S. (2014). *IFRS på norsk: Forskrift om internasjonale regnskapsstandarder* (6. utgave), Oslo: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., & Cichello, M. (2015). *Valuation workbook: step-by-step exercises and tests to help you master Valuation* (6. utgave), NJ: Wiley.

Gjesdal, F. og T. Johnsen (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering* (1. Utgave), Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

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

Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation* (4th Edition. utg.). Boston, Mass: McGraw-Hill.

Jacobsen, E. W. og Lasse B. Lien (2001). *Ekspansjon*. Gyldendal Akademisk.

Christian V Petersen and Thomas Plenborg. Financial Statement Analysis. 2012.

## Rapporter

World Bank, 2017. *Global Economic Prospects; Weak Investment in Uncertain Times*. Hentet 9. juni 2017 fra worldbank.org: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25823/9781464810169.pdf>

Tveterås, R. og F. Asche (2011) *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. Forskningsrapport 8/2011, Handelshøyskolen BI, Oslo. Hentet 9. Juni 2017 fra Bi.no:  
[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)

Jang, C.-L., & Chang, C.-P. (2014). *National income and fishery consumption: a global investigation*. *Economic Research*, 27(1), 15–33. <http://doi.org/10.1080/1331677x.2014.947104>

Myrland, C., Trondsen, T., Johnston, R. S., & Lund, E. (2000). Determinants of seafood consumption in Norway: lifestyle, revealed preferences, and barriers to consumption. *Food Quality and Preference*, 11(3), 169–188. [http://doi.org/10.1016/s0950-3293\(99\)00034-8](http://doi.org/10.1016/s0950-3293(99)00034-8)

FAO. 2016. The State of World Fisheries and Aquaculture 2016. Contributing to food security and nutrition for all. Hentet 9. juni 2017 fra FAO.org:  
<http://www.fao.org/3/a-i5555e.pdf>

Beringer Finance, 2016. Beringer Finance, Aquaculture Sector Preview 4Q2016, s4. Hentet 9. juni 2017 fra fondsfinans.no:  
<http://publish.fondsfinans.no/1Q17SectorPreview080517.pdf>

Fernandez, P., Pizarro, O. A., og Acín I. F. *Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016*: Hentet 9. juni 2017 fra ssrn.com: <https://ssrn.com/abstract=2776636>

## Bøker

Edgar Hovland (2014), *Over den leiken ville han rå. Norsk havbruksnærings historie* Bergen: Fagbokforlaget.

Shiller, R. J. (2016). *Irrational exuberance*. Princeton: Princeton University Press.

## Andre kilder

15. A critical review of PESTEL, Porter five forces and SWOT analysist framework (u.d). Hentet 9.juni 2017 fra businessessays.net:<http://businessessays.net/strategic-management/a-critical-review-of-pestle-porter-five-forces-and-swot-analysis-frameworks/>
16. Aftenposten, 2017. Erna Solbergs Kina-besøk kan sende norsk lakseeksport til himmels igjen. Hentet 02. februar 2017 fra aftenposten.no.  
<http://www.aftenposten.no/okonomi/Erna-Solbergs-Kina-besok-kan-sende-norsk-lakseeksport-til-himmels-igjen-618418b.html>
17. Berge, A. (2015). Her er søkerne til utviklingskonsesjoner. Hentet 9. juni 2017, fra Ilaks.no: <http://ilaks.no/her-er-sokerne-til-utviklingskonsesjoner/>
18. Dahl, G. A. (u.d.). Avkasting på sysselsatt kapital. Hentet 9. juni 2017 fra Lederkilden.no: <https://www.lederkilden.no/tema/avkastning-pa-sysselsatt-kapital>
19. Dahl, G. A. (u.d.). Belåningsreserve i %. Hentet 9. juni 2017 fra lederkilden.no: [https://www.lederkilden.no/tema/okonomi\\_og\\_rapportering/regnskap-analyse/belaningsreserve-i-](https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/belaningsreserve-i-)
20. Dahl, G. A. (u.d.). Likviditetsreserve i %. Hentet 9. juni, 2017 fra lederkilden.no: <https://www.lederkilden.no/tema/likviditetsreserve-i->
21. Emiko Terazono (2017). Norway turns to radical salmon farming methods. Hentet 9. juni 2017 fra Financial Times: <https://www.ft.com/content/a801ef02-07ba-11e7-ac5a-903b21361b43>
22. Esposito, A., & Iturrieta, F. (2016, June 20). Chile's government implementing stricter norms for salmon industry. Hentet 9. juni 2017 fra Reuters.com: <http://www.reuters.com/article/chile-salmon-regulations-idUSL1N19C1KW>
23. FAO.org. (u.d.). New Chilean regulations limit salmon supply growth. Hentet 9. juni 2017 fra FAO.org: <http://www.fao.org/in-action/globefish/market-reports/resource-detail/en/c/450814/>
24. Fiskeridepartementet 2001. Om lov om endring i lov 14. juni 1985 nr. 68 om oppdrett av fisk, skalldyr m.v. (vederlag ved tildeling av konsesjoner for matfiskoppdrett av laks og ørret). Hentet 4. mai 2017 fra regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-65-2000-2001-/id164980/sec2>

25. Folketrygdfondet (2017). Stor og langsiktig investor. Hentet 14. mai 2017 fra Folketrygdfondet.no: <http://www.folketrygdfondet.no/investeringsstrategi/category237.html>
26. Regjeringen (u.d). Forskrift om konsesjonsordning for fiske utenfor norsk fiskerijurisdiksjon. Hentet 4. april 2017 fra regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/vedlegg/diverse/2007/forskrift-om-konsesjonsordning-for-fiske-utenfor-norsk-fiskerijurisdiksjon.pdf>
27. Alexander Aukner (2016). Extended super-cycle. Fish Pool Brussels Seminar. Apr. 2016. Hentet 9. juni 2017 fra fishpool.eu: <http://fishpool.eu/wp-content/uploads/2016/04/Alexander-Aukner.pdf>
28. Alexander Aukner and Tone Hanstad (2017). Farmed salmon market update. Intra\_sh / DNB Investor forum London. Nov. 2016. Hentet 9. juni 2017 fra markoseafoodintelligence.com: <http://www.markoseafoodintelligence.com/wp-content/uploads/2017/03/Fat-Trout-Weekly-27012017.pdf>
29. Andrew Hecht (2017) Why Are Commodities More Volatile Than Other Assets? Hentet 14. mai 2017 fra TheBalance.com: <https://www.thebalance.com/why-commodities-are-volatile-assets-4126754>
30. Arnesen, Erik. (2015). Trygt og sunt å spise mer fisk. Hentet 10.juni 2017 fra LHL.no: <https://www.lhl.no/om-lhl/aktuelt/nyhetsarkiv-2015/2015/trygt-og-sunt-a-spise-mer-fisk/>
31. Bernhoft, A. og Fardal, A. (2007). IFRS og fiskeoppdrett. Hentet 9. juni 2017 fra magma.no: <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>
32. BRICS, 2016. Hentet 9. juni 2017 fra brics2016.gov.in: <http://brics2016.gov.in/content/>
33. Camilla Aadeland (2016). Vil bruke over 9 milliarder på nye typer lakseoppdrett. Hentet 9. juni 2017 fra sysla.no: <http://sysla.no/fisk/vil-bruke-over-9-milliarder-pa-nye-typer-lakseoppdrett/>
34. Collinson, S. (2017). Trump's hopes for warmer relations with Russia in deep freeze. Hentet 9. Juni 2017 fra CNN.com: <http://edition.cnn.com/2017/04/12/politics/russia-trump-putin-cold-war/>
35. Dag Sletmo (2016). The new normal in salmon farming. Seafood Investor Forum. Hentet 1. Juni 2017 fra Intrafishevents.com: [http://www.intrafishevents.com/sif\\_nov\\_2016/pres/3\\_KEYNOTE\\_DNB%20LONDON%20SEMINAR%20NOV%202016%20DAG%20SLETMO%20final.pdf](http://www.intrafishevents.com/sif_nov_2016/pres/3_KEYNOTE_DNB%20LONDON%20SEMINAR%20NOV%202016%20DAG%20SLETMO%20final.pdf)
36. Dyrnes, 2004. Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. Hentet 9. juni 2017 fra lederkilden.no: <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>
37. Finansdepartementet (2015). Finanstalen; Finansministerens redegjørelse i Stortinget 7. oktober 2015 om Regjeringens økonomiske opplegg for 2016. Hentet 4. mai 2017 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/finanstalen/id2457102/>

38. Fish Pool (2017). Forward prices. Hentet 9. Juni 2017 fra fishpool.no:  
<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
39. Fiskeridirektoratet (2017) Utlisting av akvakulturkonsesjoner. Hentet 9. juni 2017 fra fiskeridir.no: [http://www.fiskeridir.no/register/akvareg/?m=utl\\_kons&s=1](http://www.fiskeridir.no/register/akvareg/?m=utl_kons&s=1)
40. Fiskeridirektoratet, 2017. <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Brev-og-vedtak>
41. Five Forces – Critique (u.d). hentet 9. juni 2017 fra TheManager.org:  
[http://faculty.msb.edu/homak/homahelpsite/webhelp/Content/Five\\_Forces\\_-\\_Porter\\_-\\_Critique.htm](http://faculty.msb.edu/homak/homahelpsite/webhelp/Content/Five_Forces_-_Porter_-_Critique.htm)
42. KartGoogle maps. Hentet fra: [https://www.google.com/maps/d/viewer?mid=14o-7q1k0b-LrBsOVQNKssWdCueQ&hl=en\\_US&ll=65.64072172711242%2C17.839050058593784&z=5](https://www.google.com/maps/d/viewer?mid=14o-7q1k0b-LrBsOVQNKssWdCueQ&hl=en_US&ll=65.64072172711242%2C17.839050058593784&z=5)
43. Harald Berglihn, 2016. *Spår 20-doblet lakseeksport etter Kina-avtale*. Hentet 14. mai 2017 fra DN.no: <http://www.dn.no/nyheter/2016/12/19/1113/Havbruk/spar-20-doblet-lakseeksport-etter-kina-avtale>
44. <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
45. Index Mundi (2017). Hentet 9. juni 2017 fra indexmundi.com:  
<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=fish&months=120&currency=eur>
46. James Wilkinson (2013). Threat of Substitutes. The Strategic CFO. Hentet 9.juni 2017 fra strategiccfo.com: [www.strategiccfo.com/threat-of-substitutes-one-of-porters-five-forces/](http://www.strategiccfo.com/threat-of-substitutes-one-of-porters-five-forces/)
47. Laksefakta. (2016). *Norsk Havbrukshistorie*. Hentet 12. februar 2017 fra Laksefakta:  
<https://laksefakta.no>
48. Landau, Elizabeth, 2010. "Farmed or Wild Fish: Which Is Healthier?" CNN. Cable News Network, 2010. Hentet 9. Juni 2017 fra CNN.com:  
<http://edition.cnn.com/2010/HEALTH/01/13/salmon.farmed.fresh/>
49. Magnus Petersen (2016). Slik tildeles utviklingstillatelsene. Hentet 9. juni 2017 fra kyst.no: <http://kyst.no/nyheter/slik-tildeles-utviklingstillatelsene/>
50. Nærings- og fiskeridepartementet (2015). Nye konsesjoner skal utvikle framtidens oppdrett. Hentet 14.05, 2017 fra Regjeringen.no.  
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-konsesjoner-skal-utvikle-framtidens-oppdrett/id2462544/>
51. Nærings- og fiskeridepartementet (2016). Fisk og EU: *Informasjon om Norges fiskerisamarbeid med EU*. Hentet 15. februar 2017 fra Regjeringen.no:  
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fisk1/id685828/>

52. Nilsen, A. A. (2017). Norges fiskekjemper i 2016: 70.000 tonn mindre laks - tjente 7 milliarder mer. Hentet 9. juni 2017 fra E24: <http://e24.no/boers-og-finans/laks/norges-fiskekjemper-i-2016-70-000-tonn-mindre-laks-tjente-7-milliarder-mer/23934078>
53. Norges Bank (2017). Statsobligasjoner i årsgjennomsnitt. Hentet 9. juni 2017 fra norgesbank.no: <http://static.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
54. Norges Fiskeri- og Kysthistorie (2017). Band 5: Havbruk. Hentet 15. februar 2017 fra Norges fiskeri- og kysthistorie: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
55. Norges lover (2017). Regnskapsloven. Hentet fra lovdata.no: <https://lovdata.no/lov/1998-07-17-56/§4-3>
56. Oglend, A. & Sikveland, M., 2008. The Behaviour of Salmon Price Volatility. Marine Resource Economics, 23(4), s. 507-526.
57. Oslo Børs (2017). OSLO Seafood Index. Hentet 9. Juni 2017 fra oslobors.no: [https://www.oslobors.no/ob\\_eng/markedsaktivitet/#!/details/OSLSFX.OSE/overview](https://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/#!/details/OSLSFX.OSE/overview)
58. Oslo Børs, 2010. *Plikt til å anvende IFRS i årsregnskapet for norske utstedere som ikke har konsernregnskapsplikt. Plikt til å etablere revisjonsutvalg for alle utstedere.* Hentet 1. mai 2017 fra Oslobors.no: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/6-2010-Plikt-til-aa-anvende-IFRS-i-aarsregnskapet-for-norske-utstedere-som-ikke-har-konsernregnskapsplikt.-Plikt-til-aa-etablere-revisjonsutvalg-for-alle-utstedere>
59. Russia: Putin neighbours boost salmon imports 40 % (2017). Hentet 9 juni 2017 fra mysalmon.no: <http://mysalmon.no/russia-putin-nabours-boost-norwegian-salmon-imports-40/>
60. Therese Soltveit, T. (2016). Bakkafrøst satser på nytt storslakteri og egen brønnbåt. Hentet 9. juni 2017 fra Kyst.no: <http://kyst.no/nyheter/bakkafrøst-satser-pa-nytt-storslakteri-og-egen-brønnbat/>
61. Statistisk sentralbyrå, 2016. *Økonomiske analyser.* Hentet 10. april, 2017 fra Statistisk sentralbyrå: [https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/\\_attachment/286197?\\_ts=158ba0dcf28](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/_attachment/286197?_ts=158ba0dcf28)
62. Tom Seaman (2016). Nordea: Norway salmon farming costs moving toward Chile levels. Hentet 9. Juni 2017 fra Undercurrentnews.com: [www.undercurrentnews.com/2016/09/27/nordea-norway-salmon-farming-costs-moving-toward-chile-levels/](http://www.undercurrentnews.com/2016/09/27/nordea-norway-salmon-farming-costs-moving-toward-chile-levels/)
63. Tormod Haugstad (2016). Kina bygger verdens største havmerd. Den er basert på norsk offshoreteknologi. Hentet 9. juni 2017 fra Tu.no: <https://www.tu.no/artikler/kina-bygger-verdens-storste-havmerd-den-er-basert-pa-norsk-offshoreteknologi/345637>

64. Forente NasjonerUnited Nations, 2015, World population projected to reach 9.7 billion by 2050. Hentet 14. Mai 2017 fra UN.org: <http://www.un.org/en/development/desa/news/population/2015-report.html>
65. Strat, 2016. Stronger for longer. Hentet 17.06.2017 fra fishpool.eu: <http://fishpool.eu/wp-content/uploads/2016/11/ABG-Price-Forecast.pdf>

## 15. Figurliste

|                                                                                                   |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Figur 1: Kart over SalMars aktiviteter (SalMar, 2017)                                             | 14  |
| Figur 2: Verdikjede (Laget av forfattere)                                                         | 14  |
| Figur 3: Eierskapsandel SalMar (Laget av forfattere)                                              | 15  |
| Figur 4: Aksjekurs SALM siste 5 år (Oslo Børs, 2017)                                              | 16  |
| Figur 5: Global produksjon (Marine Harvest, 2017b)                                                | 18  |
| Figur 6: Geografisk produksjon og etterspørsel (Marine Harvest, 2017b)                            | 19  |
| Figur 7: Konsumvekst i ulike regioner (Marine Harvest, 2016b)                                     | 20  |
| Figur 8: Produksjonssyklus (Marine Harvest, 2016b)                                                | 21  |
| Figur 9: Global verdi av volum og globalt slaktet volum (Marine Harvest, 2016b)                   | 22  |
| Figur 10: Lakseprisutvikling i perioden 2010-2020                                                 | 23  |
| Figur 11: Kostnadsfordeling i 1990 og 2015 (Marine Harvest, 2016)                                 | 24  |
| Figur 12: SalMars komparative selskaper og deres verdikjeder                                      | 25  |
| Figur 13: Produksjon dekomponert i regioner                                                       | 27  |
| Figur 14: Aksjekurser for komparative selskaper mot OSEBX fra 2012 (Oslo Børs, 2017)              | 28  |
| Figur 15: Rammeverk, Fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2017c)                                   | 35  |
| Figur 16: PESTEL-rammeverk                                                                        | 38  |
| Figur 17: 1 EUR/NOK i perioden 2005 til mars 2017                                                 | 41  |
| Figur 18: Porters Five Forces                                                                     | 47  |
| Figur 19: Endring i markedsandeler blant fôrprodusenter fra 1998 til 2015 (Marine Harvest, 2017b) | 50  |
| Figur 20: Relativ prisutvikling i dyreproteinfabrikker 1980-2017 (Marine Harvest, 2017b)          | 52  |
| Figur 21: Porters fem krefter, oppsummering                                                       | 53  |
| Figur 22: SalMar Farming AS, lokasjoner i Norge (Google maps)                                     | 55  |
| Figur 23: SWOT-analyse, SalMar                                                                    | 60  |
| Figur 24: Utviklingen i spotpriser (Fishpool, 2017)                                               | 61  |
| Figur 25: Endring i tilbud mot prisvekst                                                          | 62  |
| Figur 26: Utvikling i biomasse og slaktevolum (Fiskeridirektoratet, 2017)                         | 63  |
| Figur 27: Biomasse og prosentvis endring år for år (Fiskeridirektoratet, 2017)                    | 63  |
| Figur 28: Slaktevolum mot smolt-utsett år -2 (Fiskeridirektoratet, 2017)                          | 64  |
| Figur 29: Utsett av smolt i Norge (Fiskeridirektoratet, 2017)                                     | 65  |
| Figur 30: Regnskapsanalyse, rammeverk (Knivsflå, 2017c)                                           | 67  |
| Figur 31: Omforming steg 2                                                                        | 76  |
| Figur 32: Omforming steg 3                                                                        | 78  |
| Figur 33: Omforming steg 4                                                                        | 78  |
| Figur 34: Forholdstallsanalyse rammeverk (Knivsflå, 2017c)                                        | 84  |
| Figur 35: Likviditetsgrad 1, 2010-2016                                                            | 86  |
| Figur 36: Likviditetsgrad 2, 2010-2016                                                            | 87  |
| Figur 37: Finansiell gjeldsdekningsgrad, 2010-2016                                                | 88  |
| Figur 38: Rentedekningsgrad, 2010-2016                                                            | 89  |
| Figur 39: Egenkapitalandel, 2010-2016                                                             | 91  |
| Figur 40: Netto driftsrentabilitet, 2010-2016                                                     | 93  |
| Figur 41: Bevegelser i MRP når risikofri rente beveger seg (Kinserdal, 2017)                      | 101 |
| Figur 42: Regresjonsanalyse                                                                       | 103 |
| Figur 43: Dekomponert strategisk fordel (Knivsflå, 2017j)                                         | 117 |
| Figur 44: Kostnadssammenligning, SalMar mot bransjen                                              | 122 |
| Figur 45: Oppsummering dekomponert strategisk fordel, SalMar                                      | 129 |
| Figur 46: Strategisk regnskapsanalyse, rammeverk (Knivsflå, 2017n)                                | 131 |
| Figur 47: Historisk driftsinntektsvekst, SalMar mot bransjen                                      | 132 |
| Figur 48: Driftsinntektsvekst i %, SalMar 2011-2030                                               | 139 |
| Figur 49: Omløpet til netto driftseiendeler, SalMar 2011-2030                                     | 140 |
| Figur 50: Netto driftsmargin, SalMar 2011-2030                                                    | 141 |

|                                                                            |     |
|----------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>Figur 51: Finansiell gjeldsdel, SalMar 2011-2030</i>                    | 142 |
| <i>Figur 52: Finansiell eiendelsdel, SalMar 2011-2030</i>                  | 143 |
| <i>Figur 53: Netto finansiell gjeld, SalMar 2011-2030</i>                  | 144 |
| <i>Figur 54: Finansiell gjeldsrente, SalMar 2011-2030</i>                  | 145 |
| <i>Figur 55: Finansiell eiendelsrentabilitet, SalMar 2011-2030</i>         | 145 |
| <i>Figur 56: Minoritetsdel, SalMar 2011-2030</i>                           | 146 |
| <i>Figur 57: Minoritetsrentabilitet, SalMar 2011-2030</i>                  | 147 |
| <i>Figur 58: Konvergeringsprosessen, utviklingen gjennom de 12 stegene</i> | 163 |
| <i>Figur 59: Monte Carlo-analyse, aksjekurs for SalMar</i>                 | 168 |
| <i>Figur 60: Nedsidepotensial</i>                                          | 170 |
| <i>Figur 61: Oppsidepotensial</i>                                          | 171 |
| <i>Figur 62: Tornadodiagram</i>                                            | 172 |

## 16. Tabelliste

|                                                                                                 |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabell 1: Komparative selskaper, utvalgte data                                                  | 27  |
| Tabell 2: Kontantstrømoppstilling for vurderingsformål, oppstilling (Kaldestad og Møller, 2015) | 32  |
| Tabell 3: Vekst i laksekonsum (World Bank, 2017)                                                | 42  |
| Tabell 4: Utdelte konsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2017)                                       | 46  |
| Tabell 5: Oversikt over antall søknader om konsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2017)              | 49  |
| Tabell 6: Estimert investering for godkjente konsesjonssøknader (Fiskeridirektoratet, 2017)     | 49  |
| Tabell 7: SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001)                                             | 54  |
| Tabell 8: Forklaring på elementene i SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001)                  | 54  |
| Tabell 9: Oppsummering av ressursanalyse i SVIMA-rammeverket                                    | 60  |
| Tabell 10: Resultatregnskap for SalMar ASA, 2010-2016                                           | 69  |
| Tabell 11: Balanseoppstilling for SalMar ASA, 2010-2016                                         | 70  |
| Tabell 12: Endring i egenkapital, 2010-2016                                                     | 71  |
| Tabell 13: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, 2010-2016                               | 71  |
| Tabell 14: Fullstendig driftsresultat, 2010-2016                                                | 72  |
| Tabell 15: Fullstendig finansresultat, 2010-2016                                                | 72  |
| Tabell 16: Normalt driftsresultat, 2010-2016                                                    | 72  |
| Tabell 17: Unormale driftsrelaterte poster, 2010-2016                                           | 73  |
| Tabell 18: Normale og unormale finansielle poster, 2010-2016                                    | 74  |
| Tabell 19: Normale og unormale skattekostnader, 2010-2016                                       | 74  |
| Tabell 20: Skatt på driftsresultat, 2010-2016                                                   | 74  |
| Tabell 21: Fordeling av skattekostnad, 2010-2016                                                | 75  |
| Tabell 22: Omgruppert resultat, 2010-2016                                                       | 79  |
| Tabell 23: Omgruppert balanse: Totalkapital, 2010-2016                                          | 79  |
| Tabell 24: Omgruppert balanse: Sysselsatt kapital, 2010-2016                                    | 80  |
| Tabell 25: Justering av biologiske eiendeler, 2010-2016                                         | 82  |
| Tabell 26: Justering av biologiske eiendeler, 2010-2016                                         | 82  |
| Tabell 27: Justert omgruppert resultat, 2010-2016                                               | 83  |
| Tabell 28: Omgruppert justert balanse, 2010-2016                                                | 83  |
| Tabell 29: Justert netto driftskapital, 2010-2016                                               | 83  |
| Tabell 30: Likviditetsgrad 1, 2010-2016                                                         | 87  |
| Tabell 31: Likviditetsgrad 2, 2010-2016                                                         | 87  |
| Tabell 32: Finansiell gjeldsdekningsgrad, 2010-2016                                             | 88  |
| Tabell 33: Rentedekningsgrad, 2010-2016                                                         | 89  |
| Tabell 34: Historisk kontantstrømoppstilling, 2011-2016                                         | 90  |
| Tabell 35: Egenkapitalprosent i forhold til TK, 2010-2016                                       | 91  |
| Tabell 36: Kapitalstruktur SalMar, 2016                                                         | 92  |
| Tabell 37: Kapitalstruktur SalMar i prosent, 2016                                               | 92  |
| Tabell 38: Netto driftsrentabilitet, 2010-2016                                                  | 93  |
| Tabell 39: Tidsvekting, 2010-2016                                                               | 94  |
| Tabell 40: Syntetisk rating og konkurssannsynlighet (Knivsflå, 2017h)                           | 94  |
| Tabell 41: Syntetisk rating for SalMar                                                          | 95  |
| Tabell 42: Risikofri rente etter skatt, 2011-2016                                               | 99  |
| Tabell 43: Markedets risikopremie, 2011-2016                                                    | 100 |
| Tabell 44: Regresjonsstatistikk                                                                 | 102 |
| Tabell 45: Beta-verdier før og etter justering                                                  | 103 |
| Tabell 46: Kreditt-rating (Knivsflå, 2017i)                                                     | 105 |
| Tabell 47: Finansielt gjeldskrav                                                                | 105 |
| Tabell 48: Finansielt eiendelskrav, 2011-2016                                                   | 106 |
| Tabell 49: Netto finansielt gjeldskrav, 2011-2016                                               | 107 |
| Tabell 50: Finansiell gjeldsbetav                                                               | 108 |

|                                                                               |     |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabell 51: Finansiell eiendelsbeta, 2011-2016                                 | 109 |
| Tabell 52: Netto finansiell gjeldsbeta, 2011-2016                             | 109 |
| Tabell 53: Netto driftskapitalbeta, 2011-2016                                 | 110 |
| Tabell 54: Egenkapital- og minoritetskrav, 2011-2016                          | 110 |
| Tabell 55: Netto driftskrav, 2011-2016                                        | 111 |
| Tabell 56: Sysselsatt kapitalkrav, 2011-2016                                  | 112 |
| Tabell 57: Historiske avkastningskrav, 2011-2016                              | 112 |
| Tabell 58: Egenkapitalrentabilitet, 2011-2016                                 | 114 |
| Tabell 59: Strategisk fordel, 2011-2016                                       | 115 |
| Tabell 60: Ekstern bransjefordel, 2011-2016                                   | 115 |
| Tabell 61: Intern ressursfordel - Rentabilitetsfordel, 2011-2016              | 116 |
| Tabell 62: Intern ressursfordel - egenkapitalkravfordel, 2011-2016            | 116 |
| Tabell 63: Strategisk fordel, 2011-2016                                       | 117 |
| Tabell 64: Ren driftsfordel, 2011-2016                                        | 118 |
| Tabell 65: Bransjefordel drift, 2011-2016                                     | 118 |
| Tabell 66: Rentabilitetsfordel drift, 2011-2016                               | 119 |
| Tabell 67: Kravfordel drift, 2011-2016                                        | 120 |
| Tabell 68: Marginfordel, 2011-2016                                            | 121 |
| Tabell 69: Common Size-analyse, 2011-2016                                     | 121 |
| Tabell 70: Omløpsfordel, 2011-2016                                            | 123 |
| Tabell 71: ARPU - Average Revenue per Unit, 2011-2016                         | 123 |
| Tabell 72: Netto driftseiendeler per kg Gw, 2011-2016                         | 123 |
| Tabell 73: Oppsummering strategisk fordel, 2011-2016                          | 124 |
| Tabell 74: Gearingfordel drift, 2011-2016                                     | 125 |
| Tabell 75: Oppsummering driftsfordel, 2011-2016                               | 125 |
| Tabell 76: Finansieringsfordel finansiell gjeld, 2011-2016                    | 126 |
| Tabell 77: Finansieringsfordel finansielle eiendeler, 2011-2016               | 127 |
| Tabell 78: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, 2011-2016              | 127 |
| Tabell 79: Finansieringsfordel minoritet, 2011-2016                           | 128 |
| Tabell 80: Finansieringsfordel, 2011-2016                                     | 128 |
| Tabell 81: Oppsummering strategisk fordel, 2011-2016                          | 130 |
| Tabell 82: Gjennomsnittlig laksepris, historisk og forventet (Fishpool, 2017) | 137 |
| Tabell 83: Driftsinntektsvekst for SalMar i budsjettperioden, 2016-2030       | 139 |
| Tabell 84: Netto driftseiendeler, 2016-2030                                   | 140 |
| Tabell 85: Netto driftsresultat, 2016-2030                                    | 141 |
| Tabell 86: Netto finansiell gjeld, 2016-2030                                  | 144 |
| Tabell 87: Netto finanskostnad, 2016-2030                                     | 145 |
| Tabell 88: Netto finansinntekt, 2016-2030                                     | 145 |
| Tabell 89: Netto finansresultat, 2016-2030                                    | 146 |
| Tabell 90: Minoritetsinteresser, 2016-2030                                    | 146 |
| Tabell 91: Netto minoritetsresultat, 2016-2030                                | 147 |
| Tabell 92: Fremtidsregnskap for SalMar ASA, 2016-2030                         | 148 |
| Tabell 93: Fremtidsbalanse for SalMar ASA, 2016-2030                          | 148 |
| Tabell 94: Fremtidig fri kontantstrøm for SalMar ASA, 2016-2030               | 149 |
| Tabell 95: Risikofri rente, 2016-2030                                         | 151 |
| Tabell 96: Markedets risikopremie, 2016-2030                                  | 151 |
| Tabell 97: Netto driftskapitalbeta, 2016-2030                                 | 152 |
| Tabell 98: Egenkapitalkrav, 2016-2030                                         | 152 |
| Tabell 99: Syntetisk rating, 2016-2030                                        | 153 |
| Tabell 100: Finansielt gjeldskrav, 2016-2030                                  | 153 |
| Tabell 101: Finansielt eiendelskrav, 2016-2030                                | 154 |
| Tabell 102: Netto finansielt gjeldskrav, 2016-2030                            | 154 |
| Tabell 103: Finansiell gjeldsbeta, 2016-2030                                  | 154 |

|                                                                                          |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabell 104: Finansiell eiendelsbeta, 2016-2030                                           | 155 |
| Tabell 105: Netto finansiell gjeldsbeta, 2016-2030                                       | 155 |
| Tabell 106: Selskapskrav, 2016-2030                                                      | 155 |
| Tabell 107: Netto driftskrav, 2016-2030                                                  | 156 |
| Tabell 108: Oppsummerings fremtidskrav, 2016-2030                                        | 156 |
| Tabell 109: Strategisk fordel, 2016-2030                                                 | 157 |
| Tabell 110: Verdi av egenkapital, Egenkapitalmetoden                                     | 161 |
| Tabell 111: Verdi av egenkapital, Netto driftskapitalmetoden                             | 161 |
| Tabell 112: Verdi av egenkapital, Fri kontantstrømmetode                                 | 162 |
| Tabell 113: Verdi av egenkapital og aksjekurs, oppsummert første verdiestimat SalMar ASA | 163 |
| Tabell 114: Konvergering, steg 0 til steg 12                                             | 164 |
| Tabell 115: Driftsinntektsvekst, sannsynlighetsfordeling                                 | 166 |
| Tabell 116: Netto driftsmargin, sannsynlighetsfordeling                                  | 166 |
| Tabell 117: Omløpet til netto driftseiendeler, sannsynlighetsfordeling                   | 167 |
| Tabell 118: Andre risikofaktorer, sannsynlighetsfordeling                                | 167 |
| Tabell 119: Statistikk fra Monte Carlo-analysen i Crystal Ball                           | 168 |
| Tabell 120: Variablenes bidrag til variasjonen                                           | 169 |
| Tabell 121: Pris/Bok-multiplikator                                                       | 176 |
| Tabell 122: Pris/fortjeneste-multiplikator                                               | 177 |
| Tabell 123: EV/EBITDA-multiplikator                                                      | 177 |
| Tabell 124: EV/EBIT-multiplikator                                                        | 178 |
| Tabell 125: EV/Kg GW-multiplikator                                                       | 179 |
| Tabell 126: Implisitt multiplikatorer                                                    | 180 |
| Tabell 127: Oppsummering multiplikatorer                                                 | 180 |
| Tabell 128: Kursestimat SalMar ASA                                                       | 181 |
| Tabell 129: Terskelverdier for anbefalt handlingsstrategi                                | 184 |