



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av SalMar ASA

Av Inger Marie Bakkene og Odd-André Overøie
Veileder: Bjarne Møller

Masterutredning med hovedprofil i regnskap og revisjon
NORGES HANDELSHØYSKOLE



Denne masterutredningen er gjennomført som et ledd av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole, og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Vi har i denne masterutredningen foretatt en fundamental verdivurdering av oppdrettsselskapet SalMar. Målet med oppgaven er å komme frem til et verdiestimat på SalMar sin egenkapital som gjenspeiler underliggende verdier i selskapet.

Vi har tatt utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, spesielt årsregnskap og delårsrapporter. Første delen av oppgaven er en strategisk analyse der vi studerer forholdene internt i SalMar og bransjen for øvrig. Deretter følger en regnskapsanalyse hvor vi sammenligner SalMar opp mot lignende selskap i samme bransje. Resultatene fra regnskapsanalysen viser at både SalMar og bransjen har betydelig superrentabilitet. Videre har vi utarbeidet et framtdsregnskap basert på vår innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen. Vi har her lagt til grunn en mindre superrentabilitet på lang sikt som følge av visse etableringshindringer, en forventning om at dagens utfordringer vil bli løst på sikt og SalMar sin evne til å generere gode marginer.

Basert på framtdsregnskapet har vi neddiskontert framtidige kontantstrømmer ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Det er foretatt en konvergeringsprosess og justering for konkurrisiko før vi har kommet frem til en fundamental verdi lik 135,15. Avslutningsvis har vi analysert usikkerheten i vårt verdiestimat som viser at det er betydelig usikkerhet knyttet til estimatet. Budsjetteringen er foretatt på bakgrunn av subjektive vurderinger fra vår side og leseren bør ha et forhold til disse ved vurderingen av verdiestimatet.

For å underbygge vårt fundamentale verdiestimat har vi foretatt en komparativ verdsettelse, som ga et verdiestimat lik 151,92.

SalMar sin aksjekurs per 08.12.14 er 121. Etter vår vurdering eksisterer det merverdier i selskapet som ikke er gjenspeilet i denne aksjekursen, men som følge av usikkerheten i vårt verdiestimat har vi konkludert med en hold-anbefaling.

Forord

Det selvstendige arbeidet inngår som en del av mastergraden i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole.

Oppdrettsbransjen utgjør den nest største eksportnæringen i Norge og har de siste tiårene opplevd enorm vekst. Videre er dette en bransje som til tider opplever høy lønnsomhet til tross for store utfordringer i forhold til kostnadspress, sykdomsutbrudd og miljøkrav. Dette er faktorer som vi synes er interessante og vi har derfor valgt denne bransjen. Videre valgte vi SalMar som verdsettelsesobjekt da de har hatt en solid utvikling de siste årene og opererer med svært gunstige marginer. I tillegg er dette et selskap som i all hovedsak opererer i Norge.

Arbeidet med oppgaven har vært en tidkrevende og lærerik prosess. Spesielt har vi fått en mer inngående forståelse av hva som genererer verdier i et selskap. Vi har vært nødt til å ta enkelte forutsetninger underveis som følge av tids- og informasjonsbegrensninger, men vi mener at den fundamentale verdien baserer seg på de mest sentrale faktorene i selskapet.

Vi vil rette en spesiell takk til Bjarne Møller for konstruktive tilbakemeldinger og utfordrende innspill som har økt vårt læringsutbytte og forståelse av bransjen.

Odd-André Overøie

Inger Marie Bakkene

Bergen, desember 2014

Innholdsfortegnelse

1 Introduksjon	1
1.1 Valg av selskap	1
1.2 Problemstilling og avgrensning	1
1.3 Struktur	2
2 Bransje	3
2.1 Norge som oppdrettsnasjon	3
2.2 Eksport	4
2.3 utfordringer	5
2.3.1 Sykdomsutbrudd	5
2.3.2 Rømming av laks	5
2.3.3 Volatile priser	6
2.3.4 Internasjonal handelspolitikk	6
2.4 Biomasse	6
2.5 Markedet i Norge	7
2.5.1 Marine Harvest ASA	7
2.5.2 Lerøy Seafood Group ASA	8
2.5.3 Cermaq ASA	8
2.5.4 Norway Royal Salmon ASA	9
3 SalMar ASA	10
3.1 Historie	10
3.2 Verdikjede	11
3.3 Lokalisering og utbredelse	12
3.4 Eksport	12
3.5 Eierskap og finansiell utvikling	13
3.6 Produksjon og teknologi	14
3.7 Strategi og visjon	14
4 Metoder for verdsettelse	15
4.1 Fundamental verdsettelse	15
4.2 Komparativ verdsettelse	16
4.3 Opsjonsbasert verdivurdering	17
4.4 Valg av verdsettelsesmetode	18
5 Strategisk analyse	20
5.1 Makroanalyse	20

5.1.1 Politiske forhold.....	21
5.1.2 Økonomiske forhold	22
5.1.3 Sosiokulturelle forhold.....	26
5.1.4 Teknologiske forhold	27
5.1.5 Miljømessige forhold	27
5.1.6 Lovmessige forhold	29
5.1.7 Oppsummering makroanalyse.....	31
5.2 Bransjeanalyse	31
5.2.1 Trussel fra nye aktører	32
5.2.2 Trussel fra substitutter.....	33
5.2.3 Kundenes forhandlingsmakt	35
5.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt.....	36
5.2.5 Intern rivalisering i bransjen	39
5.2.6 Oppsummering bransjeanalyse	42
5.3 Intern ressursbasert analyse	43
5.3.1 Innovasjon.....	44
5.3.2 Kompetanse.....	47
5.3.3 Oppsummering intern analyse	49
5.4 Oppsummering strategisk analyse	49
6 Regnskapsanalyse.....	51
6.1 Rammeverk.....	51
6.2 Praktiske avgrensninger.....	51
6.2.1 Analyseperspektiv	51
6.2.2 Analysenivå.....	51
6.2.3 Analyseperiode	52
6.2.4 Komparative virksomheter.....	53
6.2.5 Tidsvektning	53
6.3 Trailing årsregnskap	53
6.3.1 Resultatregnskap	59
6.3.2 Balanse	60
6.3.3 Egenkapitaloppstilling	63
6.4 Omgruppering.....	63
6.4.1 Resultatregnskap	64
6.4.2 Balanse.....	73
6.5 Målefeil.....	77

6.5.1	Forskning og utvikling	78
6.5.2	Biomassejustering	79
6.5.3	Omgrupperte og justerte tall	82
7	Analyse av risiko	86
7.1	Likviditetsanalyse	86
7.1.1	Likviditetsgrad 1	86
7.1.2	Likviditetsgrad 2	88
7.1.3	Rentedekningsgrad	89
7.1.4	Fri kontantstrøm til egenkapital	91
7.2	Soliditetsanalyse	92
7.2.1	Egenkapitalprosent	92
7.2.2	Finansieringsstruktur	92
7.2.3	Netto driftsrentabilitet	94
7.3	Syntetisk rating	95
8	Historisk avkastningskrav	97
8.1	Egenkapitalkrav	97
8.1.1	Risikofri rente	98
8.1.2	Beta	99
8.1.3	Markedsrisikopremie	101
8.1.4	Likviditetspremie, ilp	101
8.2	Finansielle krav og beta	102
8.2.1	Finansielt gjeldskrav, fgk	102
8.2.2	Finansielt eiendelskrav, fek	103
8.2.3	Netto finansielt gjeldskrav	104
8.3	Driftskrav og beta	105
9	Analyse av lønnsomhet	107
9.1	Egenkapitalrentabilitet	107
9.2	Strategisk fordel	108
9.2.1	Driftsfordel	109
9.2.2	Finansieringsfordel	115
9.3	Oppsummering strategisk fordel	118
10	Framtidsregnskap	120
10.1	Rammeverk	120
10.1.1	Valg av budsjettthorisont	120
10.1.2	Budsjettmodell	121

10.1.3 Budsjettdrivere	121
10.2 Framtidsregnskap.....	131
10.2.1 Resultatregnskap	131
10.2.2 Balanse	132
10.2.3 Kontantstrøm.....	132
11 Framtidskrav.....	133
11.1 Krav til egenkapital	133
11.1.1 Utbytteskatt	133
11.1.2 Risikofri rente	133
11.1.3 Markedsrisikopremie	134
11.1.4 Egenkapitalbeta.....	134
11.2 Finansielle krav.....	136
11.3 Netto driftskrav	137
11.4 Analyse av strategisk fordel i framtidsregnskapet.....	137
12 Fundamental verdsettelse	139
12.1 Egenkapitalmetoden	139
12.1.1 Utbyttmodellen/ Fri kontantstrøm til egenkapital modellen	140
12.1.2 Superprofittmodellen	140
12.2 Selskapskapitalmetoden.....	141
12.2.1 Kontantstrømmodellen.....	142
12.2.2 Superprofittmodellen	142
12.3 Verdikonvergering.....	143
12.3.1 Verdsettelse minoritet	144
12.4 Usikkerhet.....	146
12.4.1 Konkurs.....	147
12.4.2 Sensitivitet	147
12.4.3 Simulering.....	151
12.5 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet	155
13 Komparativ verdivurdering	157
13.1 Valg av basis.....	157
13.2 Komparative virksomheter	160
13.3 Komparativ multiplikator	160
13.4 Komparativ verdiestimat	164
13.5 Komparativ handlingsstrategi.....	166
14 Oppsummering og handlingsstrategi.....	167

14.1 Oppsummering	167
14.2 Handlingsstrategi	168
15 Bibliografi	169
16 Bilder	178
17 Figurer	179
18 Tabeller.....	180
19 Appendix	183

1 Introduksjon

1.1 Valg av selskap

Vi har, som nevnt innledningsvis, valgt å skrive om oppdrettsbransjen som følge av den enorme utviklingen i bransjen de siste tiårene. Videre er dette en bransje med store utfordringer og vi synes det er interessant å få et innblikk i hvordan disse håndteres. Vi har lite kjennskap til oppdrettsnæringen fra før av til tross for viktigheten bransjen har for norsk eksport. Vi ønsker derfor å øke vår kunnskap om oppdrettsnæringen gjennom denne masteroppgaven. At valget falt på SalMar skyldes blant annet selskapets evne til å generere gode marginer. SalMar er ledende på kostnadseffektivitet og vi ønsker å analysere årsakene til dette nærmere. Videre har selskapet opplevd enorm vekst siden stiftelsen i 1991 og vi forventer ytterligere vekst i framtiden. De stadige endringene i selskapet gjør at vi får bruk for kunnskap opparbeidet oss i løpet av mastergraden, spesielt innenfor regnskap. Dette er kunnskap som vi senere vil ha behov for i jobbsammenheng.

1.2 Problemstilling og avgrensning

Hensikten med oppgaven er å finne den underliggende verdien av egenkapitalen til SalMar. Videre vil vi sammenligne vårt verdiestimat med aksjekurs for så å gi en anbefalt handlingsstrategi.

Vi vil i oppgaven ha et eksternt investororientert perspektiv der vi tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Vi vil følgelig ikke kontakte selskapet for å få informasjon utover det som er offentlig tilgjengelig.

Underveis i oppgaven har det vært nødvendig med forutsetninger som følge av tids- og informasjonsbegrensninger. Videre er vårt fundamentale verdiestimat er preget av subjektive vurderinger som leseren bør ha et forhold til.

1.3 Struktur

Opgaven er delt inn i tre hoveddeler.

Første del av oppgaven omfatter kapittel to til fem og starter med en kort presentasjon av bransjen og SalMar. I kapittel fire presenteres ulike verdsettelsesteknikker, samt begrunnelse for vårt valg av verdsettelsesteknikk. I kapittel fem har vi foretatt en strategisk analyse der vi har vurdert SalMar sin posisjon i markedet.

Andre del av oppgaven omfatter kapittel seks til ni. I kapittel seks har vi foretatt en regnskapsanalyse for å gjøre regnskapstallene bedre egnet for analyse. Først har vi foretatt en trailing der vi predikerer andre halvår i 2014 slik at vi har regnskapstall for hele 2014.

Deretter er regnskapstallene omgruppert og justert for målefeil. I kapittel syv har vi analysert SalMar sin risiko i form av likviditet- og soliditetsanalyse, som videre er oppsummert i en syntetisk rating. I kapittel åtte har vi beregnet avkastningskrav og i kapittel ni har vi vurdert SalMar og bransjen sin lønnsomhet.

Tredje delen av oppgaven omfatter kapittel ti til 14. I kapittel ti har vi benyttet vår innsikt fra de to første delene og utarbeidet et framtidregnskap. I etterfølgende kapittel har vi utarbeidet framtidskrav. Kapittel 12 inneholder vårt første verdiestimat basert på fundamental verdsettelse, samt en verdikonvergering for å få verdsettelsesmetodene til å gi et felles estimat. I dette kapittelet har vi tatt høyde for konkurssannsynlighet og usikkerhet. Kapittel 13 inneholder en komparativ verdivurdering som supplement til det fundamentale verdiestimatet. Oppgaven avsluttes med oppsummering og handlingsstrategi i kapittel 14.

2 Bransje

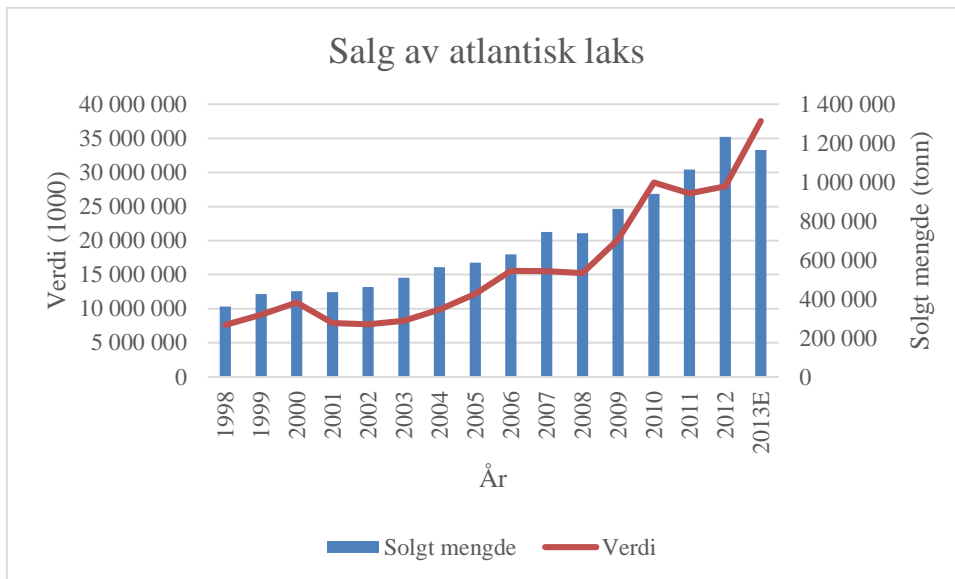
2.1 Norge som oppdrettsnasjon

Norge besitter verdens nest lengste kystlinje (Fiskeri- og Kystdepartementet, 2013) med klimatiske forhold som legger godt til rette for oppdrett. Videre har Norge en god infrastruktur, tilgjengelig arbeidskraft og ikke altfor sterke brukskonflikter. Dette har resultert i at Norge de siste tiårene har blitt ledende innenfor internasjonal fiskeoppdrett (Klima- og miljødepartementet, 2014). Sammen med Norge anses Storbritannia, Chile og Canada som de fremste oppdrettsnasjonene for atlantisk laks.

Oppdrettseventyret startet for alvor på 1970-tallet, da næringen fikk sjøbaserte merder for fiskeoppdrett. Næringen opplevde da rask vekst, og det ble i 1973 innført konsesjoner for å drive med oppdrett. Formålet bak konsesjonene var todelt. For det første ønsket regjeringen å skape sysselsetting langs norskekysten, og for det andre ønsket de lokalt eierskap innenfor oppdrettsbransjen av atlantisk laks. På starten av 1990-tallet stagnerte oppdrettsnæringen og en rekke aktører gikk konkurs. Konsesjonslovens begrensninger, om en øvre grense på antall konsesjoner, ble opphevet i 1991 (Klima- og miljødepartementet, 1999). Lovendringen medførte en rekke oppkjøp og ekspansjon innad i bransjen. Dette la grunnlaget for en bransje som i dag er preget av store aktører. I 2014 var det 24 selskaper som stod for 80 prosent av produksjonen i Norge (Marine Harvest, 2014a).

Siden starten av 1990-tallet har det vært bred satsning på forskning og utvikling innen oppdrett. Dette har ført til at norske selskaper er blant de fremste internasjonalt hva gjelder havbruksteknologi, fiskefôr, behandling av sykdommer, med mer. Mye av grunnen til dette er at Norge gjennom en årrekke har hatt som mål å være verdensledende innen sjømat. For at dette skal være oppnåelig er næringen avhengig av høy innovasjonsrate og produktivitetsvekst gjennom forskning og utvikling (Asche, et al., 2012).

For å illustrere den store utviklingen innenfor oppdrettsnæringen kan man se på figur 2-1. Figuren viser solgt mengde og verdi av atlantisk laks for perioden 1998-2013E. Salget har i gjennomsnitt utgjort 90 prosent av totalt salg i akvakulturnæringen. I 2013 var denne andelen 93,5 prosent, mens oppdrett av regnbueørret utgjorde 5,8 prosent. De resterende 0,7 prosentene fordelte seg mellom torsk, kveite og skalldyr (Fiskeridirektoratet, 2014a). Det kan nevnes at villfangst av fisk for 2013 utgjorde 2 089 969 tonn, mens førstehåndsverdien utgjorde kun en tredel av verdien på solgt atlantisk laks (SSB, 2014a).



Figur 2-1: Totalt salg av atlantisk laks i Norge i perioden 1998-2013 (Fiskeridirektoratet, 2014a)

2.2 Eksport

Norge eksporterte i 2013 laks for 39,8 milliarder kroner, dette tilsvarer 1,1 millioner tonn laks (Norges sjømatråd, 2013). Nasjonen er med dette verdens største oppdretter og eksportør av atlantehavslaks. Omlag 90 prosent av oppdrettslaksen som stammer fra Norge blir eksportert. Laks er en ferskvare og transport over større geografiske områder krever fly, noe som er kostbart for selskapene. Dette har medført at EU i dag er hovedmarkedet for norsk laks, der Polen er det viktigste enkeltmarkedet (SalMar, 2014d). Videre er Asia et marked som er i vekst og forventes å ha stort potensiale i framtiden (Marine Harvest, 2014a).

Laksens eksportsuksess mynner på flere forhold. Laks er ikke en sesongbetont råvare, men kan tilbys i samme kvantum hele året. Strengt regelverk og ordnede forhold i bransjen har gitt norsk laks et kvalitetsstempel internasjonalt (Laksefakta, 2014). Laks er videre en anvendelig råvare og inneholder en rekke næringsstoffer som er forbundet med et godt kosthold verden over. Det økte fokuset på et sunt og variert kosthold vil trolig være en bidragsyter til at etterspørselen etter laks øker i framtiden.

Under er en oversikt over salget av atlantisk laks i 2013 fordelt på produkttype og land.

(tonn)	Fersk laks	Fryst laks	Filét fersk/fryst
EU	569 000	6 000	73 000
Asia	83 000	13 000	12 000
Russland	102 000	3 000	14 000
Andre	49 000	12 000	7 000
Samlet	803 000	34 000	106 000

Tabell 2-1: Salg av atlantisk laks i 2013 fordelt på produkttype og land (Kontali Analyse, 2014b)

2.3 utfordringer

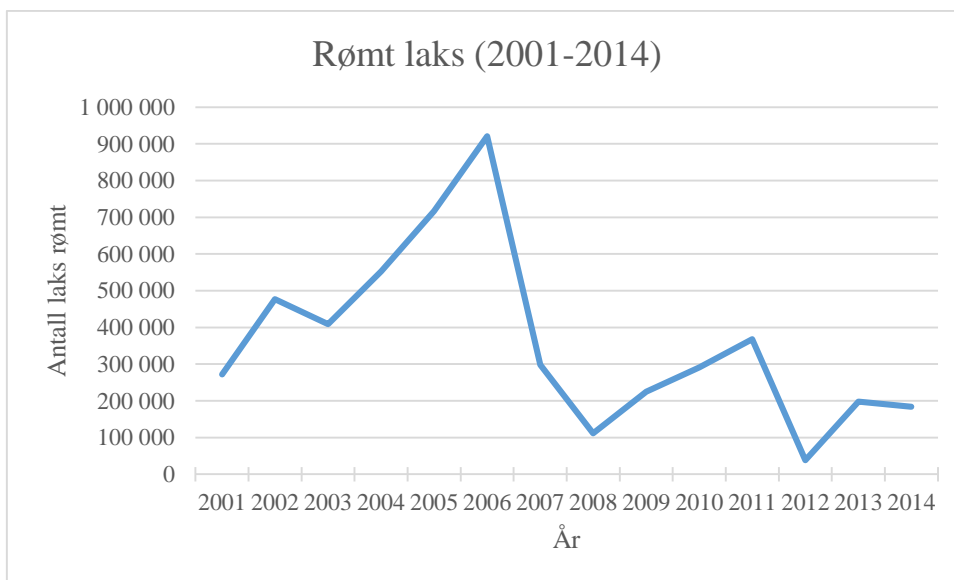
Vi vil i dette avsnittet kort gå gjennom hovedutfordringer i oppdrettsbransjen. Vi kommer tilbake til disse punktene i den strategiske analysen i kapittel fem.

2.3.1 Sykdomsutbrudd

Oppdrettsnæringen fører kontinuerlig overvåkning av sykdomsutbrudd i merdene og myndighetene pålegger næringen å ha rutiner ved sykdomsutbrudd. Det er stadig behov for ny kunnskap om medisinerer av laks, da det er identifisert virus som er resistent mot tidligere behandlingsformer og det oppstår nye sykdommer. Forekomsten av sykdommer i laksestammene og utvikling av nye behandlingsmetoder medfører en betydelig kostnad for oppdrettsselskapene. Vi kommer tilbake til sykdomsutbrudd i avsnitt 5.1.5.

2.3.2 Rømming av laks

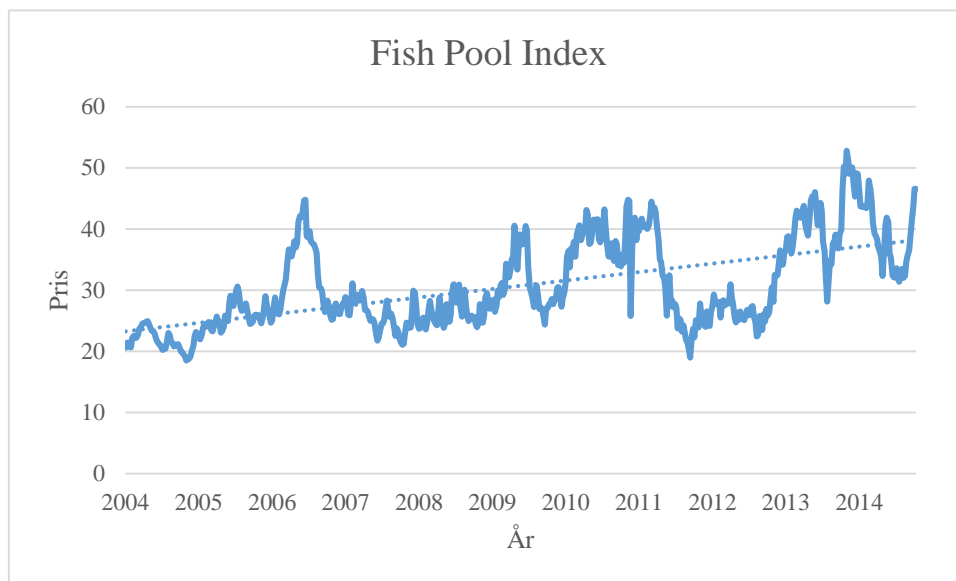
Værforholdene langs kysten kan by på problemer for merdene og gjøre skade slik at laksen slipper ut. Rømming av laks påfører oppdrettsnæringen tapt inntekt, men kan også påvirke villaks. Oppdrettsnæringen har en målsetning om null rømninger per år. De senere årene har mengden rømninger blitt kraftig redusert, men er fortsatt ikke på et tilfredsstillende nivå. Som følge av problematikken forskes det i dag blant annet på lukkede merder. Dersom dette lykkes vil det ha store innvirkninger for miljøet og dermed omdømmet og lønnsomheten til bransjen. Lakserømninger blir nærmere gjennomgått i avsnitt 5.1.5.



Figur 2-2: Antall rømt laks (matfisk og settefisk) i perioden 2001-2014 (Fiskeridirektoratet, 2014b)

2.3.3 Volatile priser

Lakseprisen er avgjørende for oppdrettselskapenes inntjening. Lakseprisen er svært volatil og på ukesbasis kan den endre seg med nesten 10 kroner (SalMar, 2014a). I snitt tar prosessen fra stamfisk til slakting omlag tre år. Inntektene skal følgelig dekke kostnader knyttet til hele verdikjeden og sikre videre generasjoner med laks. Spotprisen for laks er følgelig av stor betydning for bransjen, spesielt da den er kapitalintensiv. Lakseprisen avhenger videre av tilbud og etterspørsel. Dette er forhold vi går nærmere inn på i avsnitt 5.1.2. Figur 2-3 viser utvikling i lakseprisen de siste ti årene.



Figur 2-3: Spotpris på fersk atlantisk laks fra 2004 til uke 43 2014, med trendlinje (Fish Pool, 2014a)

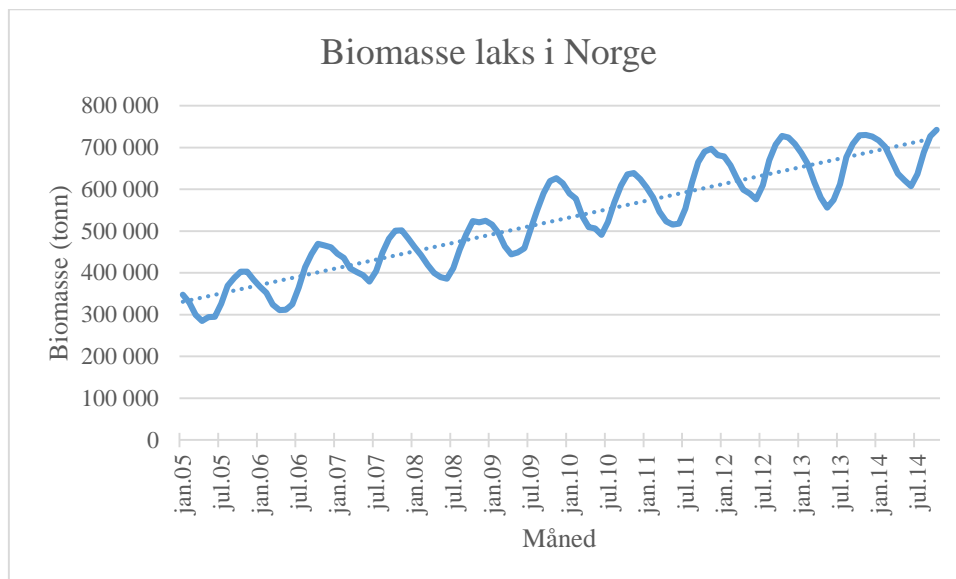
2.3.4 Internasjonal handelspolitikk

Historisk sett har havbruksnæringen i Norge vært utsatt for en rekke politiske sanksjoner, hovedsakelig fra USA, Kina, EU og Russland. Tross dette har næringen hatt en sterk vekst og sanksjonene har ikke medført langsiktige konsekvenser. Norge har til enhver tid alternative markeder de kan eksportere til i slike tilfeller. Likevel oppstår det ofte et prisfall i bransjen frem til nye handelspartnere er etablert. Under avsnitt 5.1.1 vil internasjonal handelspolitikk bli gjennomgått nærmere.

2.4 Biomasse

Oppdrettsnæringen i Norge er preget av sykliske svingninger hva gjelder samlet biomasse i merdene. Dette kan illustreres i figuren under som viser en klar trend der biomassen er på sitt laveste rundt juni, og på sitt høyeste rundt desember måned. Dette indikerer at det er størst tilvekst av laks på høsten, til tross for at det er i denne perioden det største uttaket av laks

forekommer. Årsaken er økt utsett av smolt og større tilvekst av ikke-slakteklar laks. Figuren viser også at biomassen har økt markant i perioden fra 2005 og frem til i dag.



Figur 2-4: Biomasseutvikling i norske merder i perioden 2005-2014 (Fiskeridirektoratet, 2014c)

2.5 Markedet i Norge

Den norske oppdrettsnæringen har historisk sett vært preget av en rekke mindre aktører. De siste 15 årene har det funnet sted en rekke fusjoner og oppkjøp, og bransjen domineres i dag av store aktører. Det eksisterer fortsatt en rekke mindre oppdrettsselskap, men disse utgjør en liten del av produksjonen på landsbasis. Trenden er den samme i andre oppdrettsnasjoner som Chile, Skottland og Canada og forventes å prege næringen i framtiden. At markedet er dominert av store aktører gjør det vanskelig for nye selskap å etablere seg. I tillegg er oppdrettsnæringen svært kapitalintensiv noe som fører til få nye aktører. Dette vil vi utdype mer om under avsnitt 5.2.1.

Nedenfor følger en kort beskrivelse av noen av de største aktørene i Norge. Vi har valgt å ha fokus på de største oppdrettsselskapene som er notert på Oslo Børs, samt Norway Royal Salmon som er en regional aktør. Sett fra et norsk perspektiv anses disse selskapene å ha samme rammevilkår og risikoer som SalMar. Selskapene nedenfor vil senere i oppgaven fungere som sammenligningsgrunnlag for analysen av SalMar.

2.5.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest har hovedkontor i Bergen og eies av John Fredriksen. Selskapet er verdens største produsent av atlantisk laks og står for om lag en fjerdedel av produksjonen på verdensbasis. Marine Harvest ble dannet i 2006 etter en sammenslåing mellom PanFish og Marine Harvest. I tillegg til atlantisk laks produserer selskapet også kveite. I 2013 slaktet

Marine Harvest omlag 344 000 tonn laks på verdensbasis, av dette var 222 500 tonn produsert i Norge. I tillegg til å være notert på Oslo Børs ble selskapet notert på New York Stock Exchange i 2014 (Marine Harvest, 2014b).

Det som skiller Marine Harvest fra SalMar er størrelse og satsningsområder. Marine Harvest er verdensledende og opererer i 22 land verden over. SalMar på sin side har, foruten eierskapet i Scottish Sea Farms, utelukkende produksjon i Norge.

2.5.2 Lerøy Seafood Group ASA

Selskapet har historie helt tilbake til starten av 1900-tallet og er i dag det nest største selskapet i verden innen oppdrett av atlantisk laks. Lerøy Seafood Group distribuerer skalldyr og hvit fisk i tillegg til atlantisk laks. Konsernet har datterselskaper i flere land i Europa, samt salgskontorer i Kina, USA og Japan. Selskapet har over 2 000 ansatte og ble notert på Oslo Børs i 2002. I 2013 slaktet selskapet i underkant av 145 000 tonn atlantisk laks (Lerøy Seafood, 2014).

Sammenlignet med SalMar er Lerøy noe større målt i antall tonn slaktet laks. Lerøy og SalMar har siden 2001 samarbeidet i form av strategisk posisjonering og logistikk. Begge selskapene har 50 prosent eierskap i Norskott AS som videre eier Scottish Sea Farms. Dette samarbeidet har gitt både Lerøy og SalMar eierskap i utenlandske selskap. De to selskapene har samme eierforhold i det helintegreerte oppdrettselskapet Villa Organic i Finnmark. Fra og med 2012 inngikk Lerøy og SalMar et industrielt samarbeid knyttet til slakting og foredlingsaktiviteter. Dette har medført gode kapasitetsutnyttelser for InnovaMar, samt gunstigere transportkostnader for SalMar sine anlegg i Nord-Norge (SalMar, 2013).

2.5.3 Cermaq ASA

Cermaq ASA har sitt utspring fra Statkorn Holding AS som ble stiftet i 1995. Selskapet er i dag en av verdens fremste oppdrettere av laks og ørret og produserte i 2013 142 000 tonn sløyd laks. Cermaq har operative virksomheter i Norge, Chile og Canada. Selskapet har tidligere eid fiskeforselskapet EWOS, men dette ble solgt i 2013 (Cermaq, 2014a). I oktober 2014 kjøpte Mitsubishi Corporation 92,16 prosent av aksjene i Cermaq (Cermaq, 2014b).

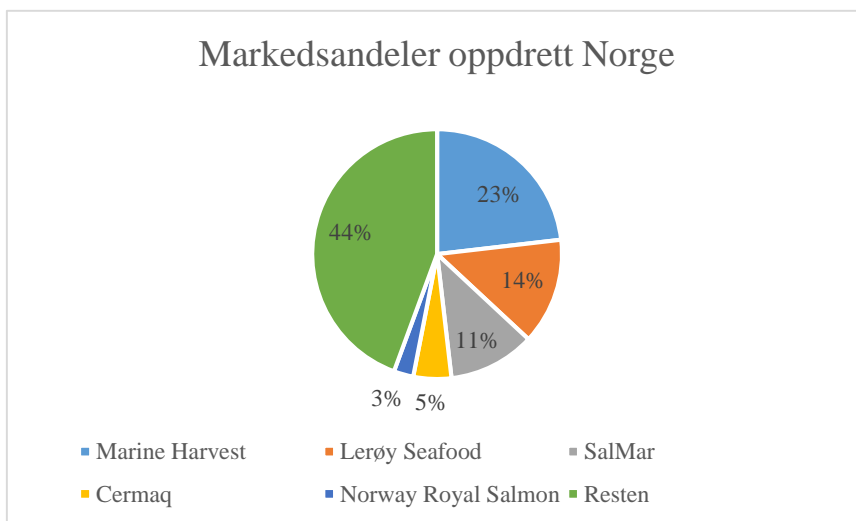
På verdensbasis er Cermaq den tredje største produsenten av atlantisk laks. Ser man derimot på Norge isolert sett er de mindre enn SalMar, da kun halvparten av konsernets produksjon foregår her. Cermaq sine oppdrettsanlegg i Norge er plassert nord for polarsirkelen.

Forekomsten av sykdommer og rømming av laks har historisk vært lavere her sammenlignet med for eksempel Midt-Norge, der SalMar har sin hovedproduksjon.

2.5.4 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon (NRS) ble grunnlagt i 1992 og ble notert på Oslo Børs i 2011. Som for de øvrige oppdrettsselskapene ovenfor er selskapet totalintegreert, gjennom et omfattende nettverkssamarbeid og egen oppdrettsvirksomhet. NRS besitter i dag 33 matfiskkonsesjoner dersom man medregner minoritetsandeler. Selskapet omsatte i 2013 for 2 600 MNOK, og produserte 25 200 tonn sløyd laks. Med eksterne partnere kom imidlertid det totale salget på over 62 000 tonn. NRS har produksjon i tre regioner, region sør, sentral og nord, der omlag 80 prosent av oppdrettet skjer i region nord (Norway Royal Salmon, 2014).

Som i tilfelle med SalMar er også NRS en regional aktør, som utelukkende driver produksjon av atlantisk laks i Norge. Av den grunn anser vi dette selskapet som et godt sammenligningsgrunnlag for analyse av SalMar. Det som imidlertid skiller aktørene er størrelsen på selskapene. SalMar utgjør sammen med de ovenfor nevnte selskapene de fire største selskapene hva gjelder produksjon i Norge, mens NRS er på niende plass på denne listen. Under er en oversikt over markedsandeler i Norge basert på produksjonstall for de relevante aktørene.



Figur 2-5: Markedsandeler for oppdrett i Norge (Marine Harvest, 2014a)

3 SalMar ASA

3.1 Historie

SalMar ble grunnlagt i februar 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag. I denne perioden opplevde oppdrettsnæringen en rekke konkurser og SalMar sin første konsesjon stammet fra et konkursbo. Siden stiftelsen har SalMar hatt en formidabel utvikling og de har tatt del i den eksepsjonelle utviklingen vi har sett i oppdrettsnæringen de siste tjue årene.

Selskapet har gått fra å drive med bearbeiding av frossen fisk til bli Norges tredje største oppdretter av atlantisk laks, med et fullt ut vertikalt integrert oppdrettskonsern. Dette innebærer at de har hele verdikjeden fra produksjon av rogn/stamfisk og til salg av ferdigvare. SalMar har i dag 89 konsesjoner i Norge, samtidig som de har eierinteresser i Storbritannia. Selskapet hadde 25 ansatte ved oppstart og er i dag rundt 1 000. Slaktevolumet har også økt, og i perioden 2000 til 2012 har SalMar gått fra 11 000 tonn sløyd vekt til 116 100 tonn.

En av de viktigste faktorene bak SalMar sin vekst er oppkjøp av andre selskap. I 2000 startet de med oppdrett i Nord-Norge etter kjøp av eierandeler i Senja Sjøfarm AS. Dette var første gang SalMar etablerte seg utenfor Midt-Norge. Året etter hadde selskapet også produksjon i utlandet gjennom sitt eierskap i Norskott Havbruk. Sistnevnte selskap er eneeier av Scottish Sea Farms Ltd. som er Storbritannias nest største lakseprodusent. I 2005 solgte SalMar de delene av virksomheten som ikke gjaldt kjernevirksomheten. Produksjon av sild, sildolje og mel ble solgt, mens kjernevirksomheten, oppdrett, slakting og foredling av laks, fikk økt fokus. Denne satsningen kombinert med nye konsesjonsservervelser i 2006 resulterte i at SalMar ble børsnotert 8. mai 2007.

I tiden etter børsnoteringen har SalMar foretatt en rekke oppkjøp for å utvide sin virksomhet. Oppkjøpene har ført til at SalMar i dag er sterkt representert i Nord-Norge og Rauma i tillegg til Midt-Norge som er det området hvor de besitter flest konsesjoner. I 2011 ferdigstilte SalMar InnovaMar, som blir sett på som et av verdens mest innovative og effektive anlegg for bearbeiding av laks (SalMar, 2014a).



Bilde 3-1: Bilde over viser SalMars lokalitet i Kvalvika på Senja med en tillatt biomasse på 945 tonn (eget bilde)

3.2 Verdikjede

Som nevnt tidligere har SalMar et fullt integrert oppdrettskonsern, med kontroll over alle leddene i produksjonen av atlantisk laks. Vi vil følgende gi en kort beskrivelse av verdikjeden fra stamfisk til salg og distribuering av oppdrettslaks.

Stamfisk, også kalt foreldrefisken, er første del av oppdrettsprosessen. Foreldrefisken danner grunnlaget for ny fisk ved å gi rogn og melke. Rognen fra hunnfisken blir så befruktet med melken fra hanfisken, og etter 60 dager i klekkeriet med en temperatur på om lag åtte grader klekker rognen og yngelen frigjøres.

Yngelen blir etter en kort periode i klekkeriet, hvor den nærer av sin egen plommesekk, overført til fiskekar hvor startfóring skjer. Startfóringen varer i seks uker under svak belysning og med en vanntemperatur i fiskekarene på mellom 10-14 grader. Yngelen blir etter hvert plassert i ulike fiskekar ut i fra størrelse, og i god tid før smoltifiseringen blir all settefisk vaksinert (SalMar, 2014a). Yngelen blir etter 10-16 måneder i ferskvann klar for å settes ut i sjøvann, og kan da klassifiseres som smolt. Smolten veier da mellom 60-100 gram. Prosessen hvor yngelen går fra et liv i ferskvann til å bli en sjøtilpasningsdyktig smolt kalles smoltifisering (Laks, i.d.). Smolten blir normalt transportert med brønnbåter til matfiskanleggene.

Smolten blir deretter satt i store notposer, også kalt merder, som henger fritt ned i sjøen og holdes oppe av en flyteenhet. For at smolten skal vokse seg til matfisk er fôring, lys og vannkvalitet avgjørende. Som på land blir også fisken i sjøen sortert etter størrelse.

Etter 14-22 måneder i sjøvann er fisken klar for slakting og blir fraktet til land ved hjelp av brønnbåter som også fraktet fisken ut i merdene. Laksen har da en vekt på 4-6 kilo (Laks, i.d.). Prosessen fra rognen blir klekket til laksen blir slaktet tar derfor alt fra 2-3 år. Fra å bli oppbevart i ventemerder blir fisken ført til slakteriet hvor avliving og utblødning skjer ved hjelp av høyteknologiske maskiner. Videre blir laksen prosessert til ulike produkttyper som hel sløyd fisk, filét eller andre produktvarianter.

Laksen blir deretter solgt og distribuert til konsumenter over hele verden (SalMar, 2014a).



Figur 3-1: SalMars verdikjede

3.3 Lokalisering og utbredelse

SalMar har i dag sitt hovedkvarter på Frøya i Sør-Trøndelag og opererer i tre områder i Norge. Segment Midt-Norge er per dags dato det største område mye grunnet deres opprinnelse derfra. Her har SalMar 44 konsesjoner, hvorav 29 er i Trøndelag og 15 på Nordmøre. Det nest største segmentet er i Nord-Norge hvor SalMar har 23 konsesjoner, med ytterligere åtte konsesjoner som de disponerer gjennom eierskap i Villa Organic AS. Selskapet driver også oppdrett av laks i Rauma hvor de har 14 konsesjoner. Foruten de ovenfor nevnte oppdrettskonsesjonene har SalMar tre FoU konsesjoner i segment Midt-Norge, to i segment Rauma og en samdriftskonsesjon i Nord-Norge. SalMar har i 2014 fått tildelt to stamfiskkonsesjoner og åtte grønne konsesjoner (SalMar, 2014a).

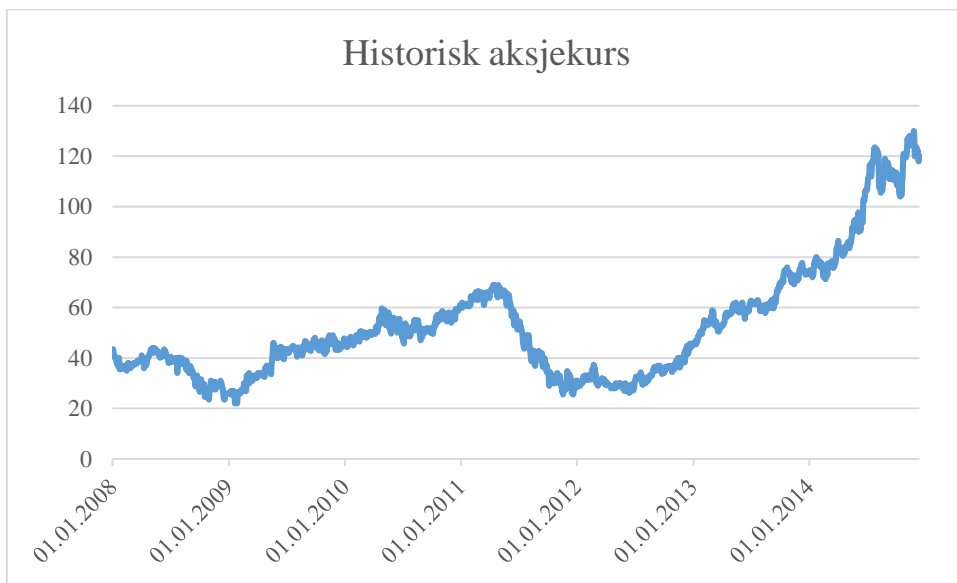
3.4 Eksport

SalMar ASA eksporterer i dag laks til over 40 nasjoner. Det største markedet er Europa med Polen, Frankrike og Sverige som de største enkeltmarkedene. Markedet som er nest størst er Asia, med Japan, Vietnam og Singapore i spissen. Russland er det tredje største markedet og utgjorde alene omlag åtte prosent av SalMars samlede produksjonsvolum i 2013. Videre er Nord-Amerika det fjerde største markedet, der USA står for den største andelen av importen (SalMar, 2014a).

3.5 Eierskap og finansiell utvikling

SalMar har i dag 113 299 999 aksjer fordelt på 2 838 aksjonærer, hvorav Kverva AS har aksjemajoriteten med sin eierandel på 53,40 prosent. Folketrygdfondet er nest største aksjonær med en eierandel på 8,44 prosent. SalMar ASA har en eierandel på 1,15 prosent. Til sammen innehar de 20 største aksjonærene 76,15 prosent av aksjene (SalMar, 2014c).

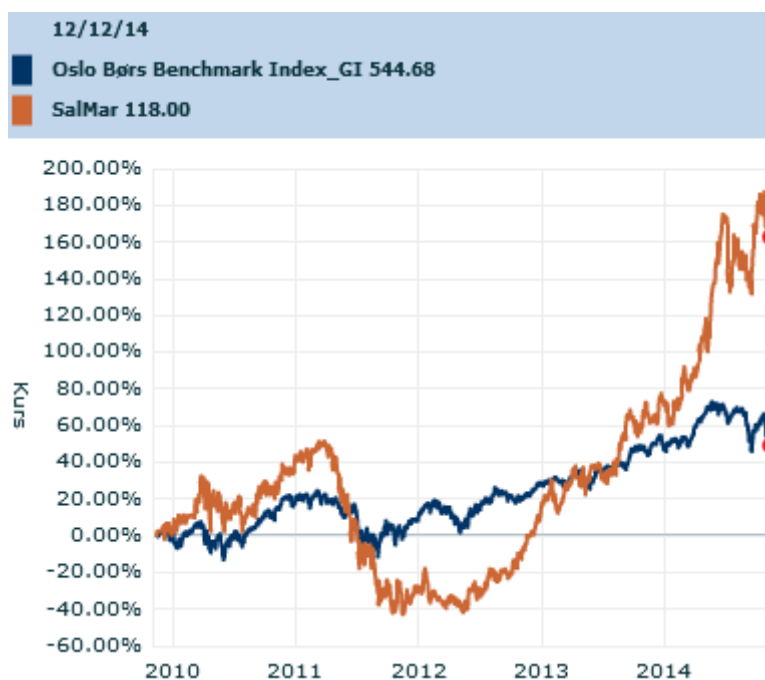
SalMar har de seneste årene hatt en solid finansiell vekst. Utviklingen i aksjekursen, som vist under, er med å underbygge dette da den gjenspeiler markedets forventning til fremtidig inntjening og dermed selskapets verdi.



Figur 3-2: Aksjekursutvikling, 2008 til 12.12.2014 (SalMar, 2014e)

Som nevnt tidligere er bransjens lønnsomhet i stor grad preget av fluktasjoner i lakseprisen. Dette kan man se dersom man sammenligner spotprisen på laks i figur 2-3, med aksjekursutviklingen ovenfor. De to forholdene ser ut til å være positivt korrelerte.

Betydningen av lakseprisen kan man også se ved å sammenligne kursutviklingen til SalMar med hovedindeksen OSEBX. I tider med høye laksepriser og tilsvarende høy aksjekurs, tenderer aksjen å stige mer enn indeksen, og omvendt. Fra 2010 har SalMar aksjen steget 160 prosent, mens indeksen for samme periode har steget om lag 50 prosent.



Figur 3-3: SalMars aksjekurs utvikling sett i sammenheng med hovedindeksen (Oslo Børs, 2014)

3.6 Produksjon og teknologi

SalMar har i dag to produksjonsanlegg for oppdrettslaks, InnovaMar på Frøya og Vikenco på Aukra. InnovaMar skiller seg spesielt ut med sin innovative produksjonsprosess som er unik i verdenssammenheng (SalMar, 2014a). Vikenco, derimot, skiller seg ut ved at den er godkjent for produksjon av økologisk laks (Vikenco, 2011). SalMar Organic innehar per i dag de fem konsesjonene som finnes i Norge for økologisk laks (Debio, 2013). Den høye graden av automatisering av prosesser resulterer i at SalMar i dag besitter det nyeste av teknologi innenfor oppdrettsnæringen. Mye av dette er mulig gjennom SalMars egne avdelinger for forskning og utvikling som i stor grad vektlegger innovasjon (SalMar, 2014a).

3.7 Strategi og visjon

SalMar har for 2014 etablert en ny visjon i «Passion for Salmon», noe som skal fungere som en ledestjerne på alle nivåer i selskapet. I tillegg til å ha en klar visjon, har SalMar en uttrykkelig målsetning om å være bærekraftig, både med tanke på miljøet, samfunnet og hva gjelder det rent økonomiske. Selv om målsetningen fremdeles er å være kostnadsledere, har SalMar et økt fokus på prestasjoner fremfor resultat. Produksjonen skal være på laksens betingelser som igjen vil resultere i de beste økonomiske resultatene. Det er av SalMars interesse å følge dette slik at de kan opprettholde posisjonen som en av de mest kostnadseffektive lakseprodusentene i verden (SalMar, 2014f).

4 Metoder for verdsettelse

Det finnes tre hovedteknikker for verdivurdering av virksomheter: Fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdivurdering. I dette avsnittet vil vi gi en kort innføring i de tre verdsettelsesteknikkene, herunder fordeler og ulemper med teknikkene. Til slutt vil vi foreta en vurdering av hvilken teknikk som er best egnet for vår verdivurdering av SalMar.

4.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i offentlig informasjon om selskapet, spesielt årsregnskap og delårsrapporter. Når vi skal verdsette et selskap må vi vite noe om typen eiendeler, verdien av eiendelene og graden av usikkerhet knyttet til eiendelen (Damodaran, 2012). Årsregnskapene gir varierende informasjon om overnevnte forhold avhengig av rammeverk som ligger til grunn for rapporteringen. Usikkerheten knyttet til eiendelene er ofte den faktoren som byr på størst vanskeligheter ved verdsettelsen.

På bakgrunn av selskapsinformasjonen foretas det en strategisk regnskapsanalyse. Denne analysen består av en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Videre utarbeides det en prognose for fremtiden ved hjelp av budsjett drivere og framtidskrav. På denne måten får vi informasjon om forventet utvikling og et grunnlag for den fundamentale verdsettelsen. Utgangspunktet for fundamental verdsettelse er nåverdiregelen og kan gjennomføres ved hjelp av egenkapitalmetoden, selskapsmetoden eller en kombinasjon av begge. Egenkapitalmetoden innebærer at man finner nåverdien av fremtidig kontantstrøm til egenkapital. Ved bruk av selskapsmetoden benyttes i stedet nåverdien av fremtidig kontantstrøm fra eiendelene og justerer for nåverdien av selskapets gjeld. Ved konsistent bruk vil begge metodene lede til det samme verdiestimatet. Det vil alltid være usikkerhet knyttet til det endelige verdiestimatet. Sensitivitets- og simuleringsanalyser gjør det mulig å identifisere kritiske drivere som påvirker verdiestimatet betydelig. Ved investeringsbeslutninger basert på endelig verdiestimat bør investor ha et forhold til disse driverne. Handlingsstrategien avhenger av forholdet mellom børsverdien og verdiestimatet (Knivsflå, 2014a).

Fundamental verdsettelse krever at man har tilgang på relevant regnskapsinformasjon. Verdsettelsesmetoden egner seg for stabile selskaper med en positiv kontantstrøm der fremtidig kontantstrøm kan estimeres med rimelig sikkerhet. For virksomheter som er ekstremt sårbare for konjunkturedringer vil metoden være lite egnet. Det samme gjelder virksomheter som gjennomgår større endringer, for eksempel endret eierskap, nye satsningsområder eller større oppkjøp. Her vil det være vanskelig å predikere fremtiden da

mulige synergieffekter er vanskelig å måle med sikkerhet (Damodaran, 2012). Oppsummert innebærer dette at metoden er best egnet for modne virksomheter eller virksomheter som har kommet et godt stykke inn i livssyklusen.

4.2 Komparativ verdsettelse

Ved bruk av denne verdsettelsesteknikken fastsettes verdien av en virksomhet på bakgrunn av gjennomsnittsprisen for en sammenlignbar virksomhet. Tanken bak metoden er at et annet selskap i bransjen er sammenlignbart med verdsettelsesobjektet og at markedet verdsetter disse selskapene korrekt. Verdsettelsesteknikken forutsetter at markedet priser aksjer korrekt i gjennomsnitt, men ikke på individuell basis. Videre antas det at sammenligning av flere aksjer vil identifisere feilene som gjøres på individuell basis og at det er mulig å rette opp disse over tid (Damodaran, 2012).

Innenfor komparativ verdivurdering skiller vi mellom multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Ved bruk av multiplikatormodellen estimeres egenkapitalen direkte ved å sammenligne verdsettelsesobjektet med børsverdien til tilsvarende selskaper. Dersom det er grunnleggende forskjeller i de komparative selskapene må dette justeres for.

Substansverdimodellen tar utgangspunkt i selskapets eiendeler og gjeld fremfor egenkapital. Hver enkelt eiendel verdsettes ved bruk av markedsverdien til komparative eiendeler, justert for eventuelle forskjeller. Egenkapitalverdien fremgår av markedsverdien til selskapets eiendeler minus gjeld, også kalt substansverdien (Knivsflå, 2014s).

Komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodellen er den mest anvendte metoden i praksis. Årsaken til dette er at metoden er enklere og mindre kostbar sammenlignet med andre verdsettelsesteknikker. En ulempe med komparativ verdivurdering er at den som gjennomfører verdivurderingen har stor påvirkning på endelig verdiestimat gjennom det sammenligningsgrunnlaget som er valgt. Videre påvirkes verdiestimatet av stemningen i aksjemarkedet (Damodaran, 2012). Dersom aksjemarkedet ikke gjenspeiler de underliggende forholdene kan dette gi et misvisende verdiestimat på lang sikt. Er vi derimot ute etter en omsetningsverdi på kort sikt, vil slik påvirkning fra markedet være akseptabelt.

Multiplikatormodellen og fundamental verdsettelse er ulike ved at førstnevnte har en tendens til å fokusere på markedsverdi, mens sistnevnte fokuserer på virkelig verdi. Årsaken er at den fundamentale modellen baserer seg på selskapsspesifikke forhold. Dette innebærer at eiendeler blir verdsatt basert på den verdien de har for selskapet, det vil si virkelig verdi.

Multiplikatormodellen tar derimot hensyn til markedsverdien, altså den prisen markedet trolig er villig til å betale i dag. Dette medfører, som nevnt over, at multiplikatormodellen er mer følsom for stemningen i markedet på verdsettelsestidspunktet. Den fundamentale modellen kan sies å ha et mer langsiktig perspektiv da modellen bygger på forventede kontantstrømmer i framtiden. Følgelig trenger ikke endelig verdiestimat å reflektere dagens markedsverdi på kort sikt. Ofte vil markedsverdi og virkelig verdi være noenlunde sammenfallene, men ikke alltid. Dette skaper forskjeller i endelig verdiestimat.

Multiplikatormodellen krever ikke samme mengde regnskapsinformasjon som fundamental verdivurdering. Følgelig vil modellen være bedre egnet for virksomheter som er i oppstartsfasen. Multiplikatormodellen er også godt egnet som et supplement til fundamental verdsettelse da metoden er forholdsvis enkel å gjennomføre.

Substansverdimodellen er best egnet for identifiserbare eiendeler med en observerbar pris i markedet, for eksempel eiendom. Metoden er lite egnet for virksomheter som besitter en større mengde immaterielle eiendeler, da det gjerne ikke eksisterer noen markedsverdi for disse eiendelene. Metoden er godt egnet for virksomheter i avviklingsfasen eller som er nær ved å gå konkurs.

4.3 Opsjonsbasert verdivurdering

En opsjon representerer en mulighet til å kjøpe eller selge et gitt antall av et underliggende aktivum til en gitt pris før eller på et bestemt tidspunkt. Opsjoner representerer en mulighet og ikke en plikt, noe som innebærer at eieren selv velger hvorvidt opsjonen skal utøves eller ikke. Vi skiller mellom amerikanske og europeiske opsjoner. En amerikansk opsjon kan utøves før et gitt tidspunkt, mens en europeisk opsjon kun kan utøves på et bestemt tidspunkt. Følgelig gir amerikanske opsjoner et større handlingsrom enn europeiske (Damodaran, 2012).

Opsjonsbasert verdivurdering er en utvidelse av den fundamentale verdivurderingen. For den fundamentale verdivurderingen inngår fleksibilitet som en del av det endelige verdiestimatet, mens det for opsjonsbasert verdivurdering blir fleksibiliteten verdsatt separat ved hjelp av realopsjoner. En realopsjon er en opsjon som gjelder en driftsrelatert eiendel i stedet for en finansiell eiendel. Verdien av fleksibilitet tilsvarer nåverdien av en eller flere realopsjoner i fremtiden. Eksempler på realopsjoner er muligheten for å ekspandere eller nedskalere driften, samt muligheten for å avvente oppstart av produksjon. Dette er fleksibilitet som ikke genererer kontantstrøm, men som likevel er av stor verdi for selskapet. Formålet er å benytte realopsjoner for å verdsette verdier som har opsjonslignende karakteristika (Knivsflå, 2014t).

Realopsjoner er ofte knyttet til underliggende eiendeler som ikke omsettes i et observerbart marked. Følgelig eksisterer det ingen markedsverdi som enkelt kan observeres, noe som vanskeliggjør verdsettelsen av realopsjonen. Dette medfører at verdsettelse av realopsjoner kan inneholde estimeringsfeil i større grad enn hva finansiell opsjoner gjør (Damodaran, 2012). Mangel på observerbare markedsverdier gjør verdsettelsesmetoden tidkrevende og vanskelig. Metoden benyttes sjeldent som en selvstendig verdsettelsesteknikk, men heller som et supplement til fundamental verdsettelse.

Opsjonsbasert verdivurdering kan benyttes i de fleste livssyklusene til et selskap. I oppstartsfasen er forventninger om vekst sentral for verdivurderingen og man kan benytte ekspansjonsopsjoner ved verdsettelsen. I den modne fasen kan realopsjoner benyttes for eiendeler med særlige karakteristika, og i en tilbakegangsfase vil nedleggelsesopsjoner være aktuelt.

4.4 Valg av verdsettelsesmetode

Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av flere faktorer, blant annet bransje, fase i livssyklus og fortsatt drift eller avvikling. I tillegg er tilgang på data, blant annet regnskapsinformasjon og prognoser for fremtiden, av betydning for valg av verdsettelsesteknikk.

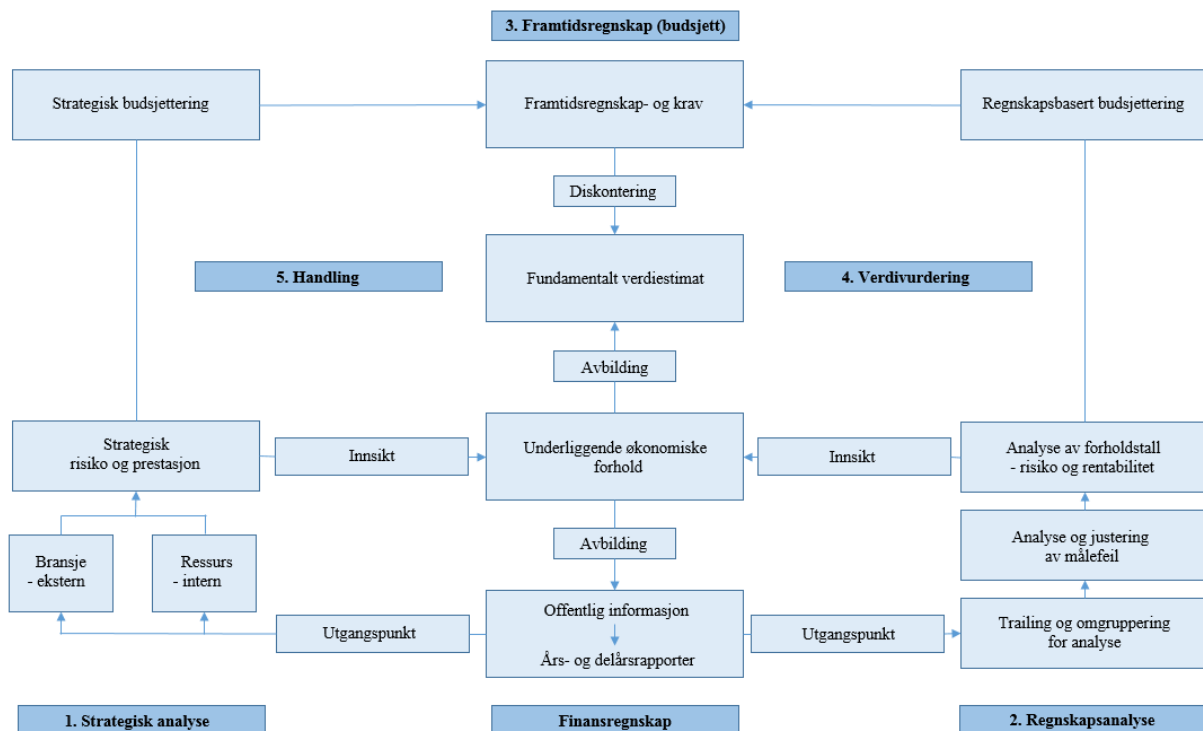
SalMar ble, som nevnt over, stiftet i 1991. Dette innebærer at selskapet har vært en viktig del av oppdrettsnæringen i over 20 år, og det finnes av den grunn god tilgang på regnskapsinformasjon tilbake i tid. Siste årsregnskap er avlagt under forutsetning om fortsatt drift, og selskapets styre og ledelse forventer fortsatt vekst i årene som kommer. Følgelig er det ingen indikasjoner på avvikling eller tilbakegang i selskapet. Videre besitter ikke SalMar eiendeler som har en lett observerbar markedspris. Samlet sett innebærer dette at substansmodellen vil være en lite egnet verdsettelsesteknikk.

Bransjen hadde på starten av 1990-tallet en vekst i årlig produksjon på 15-20 prosent. Fra midten av 1990-tallet og fram til 2008 sank veksten med 1-2 prosent årlig. Dette indikerer at produksjonsveksten har nådd toppen og de siste årene har næringen hatt en mer stabil vekst. Bransjen møter utfordringer knyttet til mangel på fôr, gode lokaliteter og offentlig beskrankning. Det offentlige har de siste årene hatt økt fokus på miljøkonsekvenser, spesielt knyttet til villaksen. I tillegg har regjeringen utdelt færre konsesjoner de siste årene, noe som bremser veksten i næringen til en viss grad. Vekstmulighetene i bransjen er imidlertid fortsatt til stede, men selskapene må i større grad skape vekst via forskning og utvikling (Lie, 2013).

Med tiden vil trolig overnevnte veksthemmende faktorer reduseres da næringen er i stadig utvikling og nevnte utfordringer anses å være løsbare.

Overnevnte forhold tyder på at den kraftige veksten i oppdrettsnæringen er over og at næringen er på vei inn i en mer moden fase. Sett i lys av dette vil fundamental verddivurdering være en egnet verdsettelsesteknikk.

Store deler av den fundamentale verdsettelsen ligger til grunn for multiplikatormodellen og opsjonsbasert verdsettelse. På bakgrunn av overnevnte forhold vurderer vi derfor denne verdsettelsesmetoden for å være best egnet for vår verddivurdering. Som et supplement til vårt verdiesimat vil vi benytte komparativ verddivurdering og multiplikatormodellen. Vi velger derimot å se bort ifra opsjonsbasert verddivurdering da vi finner det tilstrekkelig med en komparativ analyse. Vi kommer tilbake til den komparative verdsettelsesteknikken under kapittel 13. Nedenfor er rammeverket for fundamental analyse illustrert.



Figur 4-1: Rammeverk for fundamental analyse (Knivsflå, 2014a)

5 Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven skal vi benytte strategisk analyse som et verktøy for å vurdere om bransjen er lønnsom og hvorvidt selskapet innehar ressurser som bransjen ikke har. For å komme frem til et svar på dette må vi foreta en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Funnet her vil igjen være grunnlaget for videre analyse og verdsettelse. Før vi begynner analysen vil vi redegjøre hva som menes med begrepene strategi, strategisk posisjon og strategisk fordel.

Med strategi menes en plan som integrerer selskapets mål, politikk og handlinger inn i en sammenhengende helhet. Strategien fungerer altså som et styringsverktøy for selskapet, der ressurser blir allokert på en effektiv måte for å oppnå en unik posisjon (Knivsflå, 2014b). En god strategi vil øke sannsynligheten for suksess og lønnsomhet.

Strategisk posisjon, derimot, er selskapets evne til å utvikle en strategisk fordel relativt til bransjen. Fordelen kan man oppnå ved å allokere ressurser internt i virksomheten, og vil resultere i en rentabilitet utover kravet. En slik rentabilitet utover kravet blir kalt strategisk fordel eller superrentabilitet, og innebærer at egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet blir fastsatt av kapitalmarkedene, mens egenkapitalrentabiliteten blir fastsatt som en følge av selskapets strategiske valg. Strategisk fordel kan både måles for eierne og selskapet (Palepu & Healy, 2008).

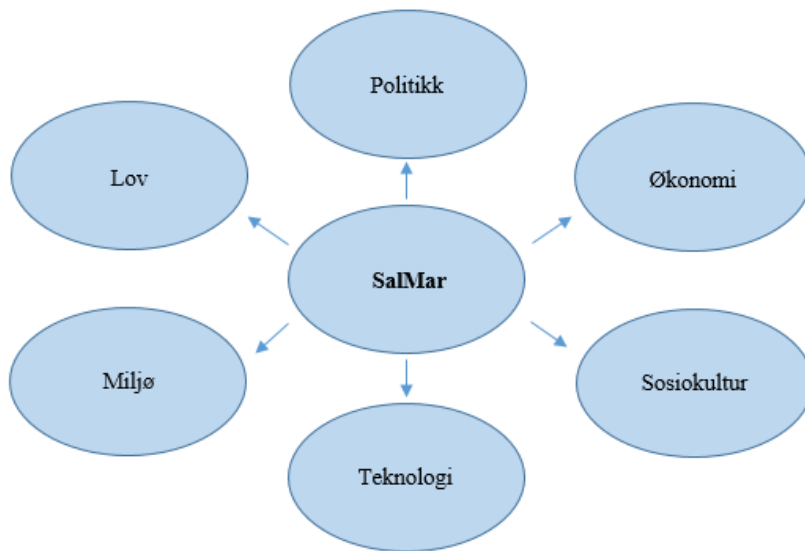
For å komme frem til hvorvidt bransjen er fordelaktig med en rentabilitet utover kravet, må vi foreta en ekstern bransjeorientert analyse, i form av en makro- og bransjeanalyse. I makroanalysen vil vi ta i bruk PESTEL-rammeverket som vil gi en forklaring på hvilke makrofaktorer som påvirker bransjen. Videre vil bransjeanalysen basere seg på Porter sine fem krefter. Vi vil blant annet se på konkurransekraftene i bransjen og vurdere om bransjen er fordelaktig sammenlignet med andre bransjer. De to analysene vil samlet sett gi et grunnlag for å si noe om en eventuell bransjefordel.

I tillegg til å vurdere bransjeforholdene skal vi også foreta en intern ressursorientert analyse. Formålet er å identifisere ressurser internt i SalMar som gir de et konkurransefortrinn sammenlignet med bransjen for øvrig. Vi vil i denne sammenheng foreta en VRIO-analyse.

5.1 Makroanalyse

PESTEL-analyse, også kalt samfunns- og trendanalyse, er en analyse ment for å identifisere ytre påvirkning på bransjen. Analysen vil danne grunnlaget for å si noe om hvordan

virksomhetens posisjon, vekst og kurs vil bli i fremtiden, samtidig som muligheter og trusler blir avdekket. Analysen tar utgangspunkt i følgende forhold:



Figur 5-1: PESTEL-analyse

5.1.1 Politiske forhold

Oppdrettsnæringen er særlig utsatt for antidumpingstiltak og toll, samt handelsboikotter. Bakgrunnen for dette er næringens ekspansive og konkurransedyktige drift. Næringen har som følge av dette blitt utsatt for antidumpingstiltak fra blant annet USA, som anklaget norske lakseoppdrettere for å selge til dumpingpris på det amerikanske markedet. Konsekvensen ble at USA i 1991 innførte straffetoll på hel fersk laks, på hele 23,8 prosent. Fersk laksefilet, samt fryst og bearbeidet laks, har ikke møtt tilsvarende handelshindringer (NrK, 2014a). Straffetollen ble fjernet i 2012 og fra juli 2013 til juli 2014 var det en dobling i eksport til det amerikanske markedet (Enge, 2014).

Et annet marked som norske oppdrettere har blitt møtt med handelsbarrierer er EU. Også her har oppdrettsnæringen blitt møtt med antidumpingstiltak. Anklagene hadde sitt utspring fra irske og skotske oppdrettere som mente at norske oppdrettsselskap dumpet prisen på laks i det europeiske laksemarkedet. Dette har resultert i at det gjentatte ganger er blitt satt en minstepris på norsk laks, mens det andre ganger er satt kvoter og ekstra toll på laksen. Lakseavtalen som strakk seg fra 1997 til 2003 er et eksempel på et slikt tiltak (Utenriksdepartementet, 2012). Slike tiltak er i dag avvirket og det finnes tollfrihet og tollreduksjoner for en del fiskeprodukt gjennom EØS-avtalens protokoll 9, også kalt fiskebrevet. Likevel vil det bli vanskelig å oppnå målsetningen om en reell fri markedsadgang til det europeiske markedet. Dette med bakgrunn i anklagene, men også kombinert med at

Norge i dag har et sterkt importvern på landbruksprodukter. Tollen for laks er opprettholdt med nivåer på mellom to og 13 prosent. Fersk og frossen laks har en tollsats på to prosent, bearbeidet laks 5,5 prosent og røyket laks 13 prosent (Sjømatalliansen, 2014).

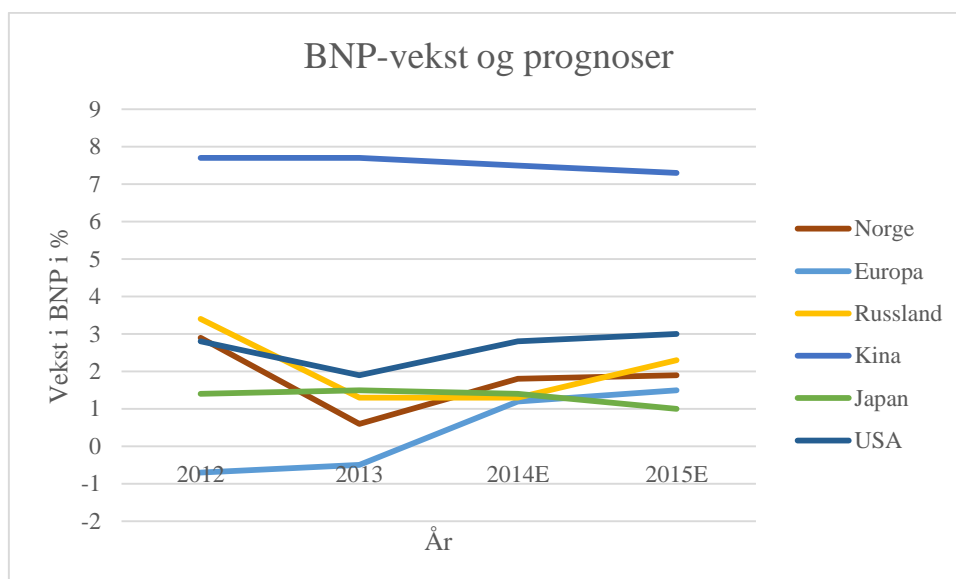
Oppdrettsnæringen må også være seg bevisst utfordringer knyttet til handelsboikott fra land, da laks er en stor og synlig eksportvare for Norge. Slik handelsboikott har i økende grad vist seg gjeldende som politiske virkemidler i økonomiske krisetider og ved økende politiske motsetninger. Seneste tilfellet er Russland som i august i år stanset import av norsk sjømat for det neste året som en reaksjon mot EU og Norges sanksjoner etter Ukraina-krisen. Russland rammer derfor effektivt norsk eksportindustri, som årlig har en eksport av norsk sjømat på hele 6,6 milliarder av totalen på 61 milliarder. Ser man på oppdrettsnæringen spesielt utgjør lakseimporten fra Norge mer enn 80 prosent av samlet russisk lakseimport (Enge, 2014). En annen nasjon som har foretatt handelsboikott av norsk atlantisk laks er Kina. Boikotten var en reaksjon på at Liu Xiaobo ble tildelt Nobels fredspris i oktober 2010. Et lignende importforbud ble innført fra høsten 2014 da myndighetene mener laksen inneholder lakseviruset Infeksiøs lakseanemi (ILA) (NrK, 2014c). Dette viser seg dermed sårbar overfor handelsboikotter grunnet dens synlighet, og det har derfor vist seg viktig at oppdrettsnæringen finner alternative markeder å eksportere laksen til når store importnasjoner som Russland og Kina stanser importen av norsk atlantisk laks.

5.1.2 Økonomiske forhold

Oppdrettsnæringen i Norge er påvirket av flere økonomiske forhold, som rentenivå og spot- og forwardpriser på laks. Slike priser blir regulert av tilbud og etterspørsel i markedet, og blir gjenspeilet på Fish Pool ASA sin markeds plass. Samtidig er forhold som BNP og valutakurser av relevans.

BNP

Brutto nasjonalprodukt (BNP) er et forhold som har relativt stor betydning for næringer med høy eksportandel. Oppdrettsnæringen er intet unntak da velstanden og kjøpekraften i et samfunn har innvirkning på hvor mye som importeres av atlantisk laks. Selv om befolkningsvekst er viktig har velstandsveksten i seg selv større betydning for konsumet av norsk atlantisk laks, da konsumet i viktige eksportland øker mer enn hva befolkningen gjør. En velstandsøkning i slike eksportland vil derfor gi en positiv effekt på konsumet av norsk atlantisk laks. Figur 5-2 viser en oversikt over BNP for de viktigste eksportmarkedene med tilhørende prognose for 2014 og 2015.



Figur 5-2: BNP-vekst land (IMF, 2014)

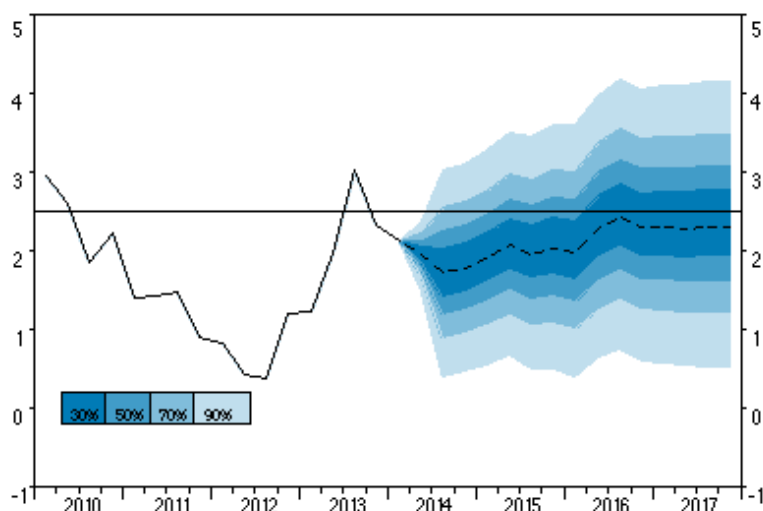
Tar man utgangspunkt i figuren over viser prognosene for 2014 og 2015 en beskjeden BNP vekst for Russland, USA og Europa. Japan og Kina vil dog ha en liten reduksjon i veksten, men dette er marginalt. Selv om prognosene for de viktigste eksportmarkedene viser en positiv BNP-vekst, vil ikke dette være utslagsgivende for norsk eksport av atlantisk laks da atlantisk laks på verdensbasis er relativt greit priset sammenlignet med andre matvarer.

Rentenivå

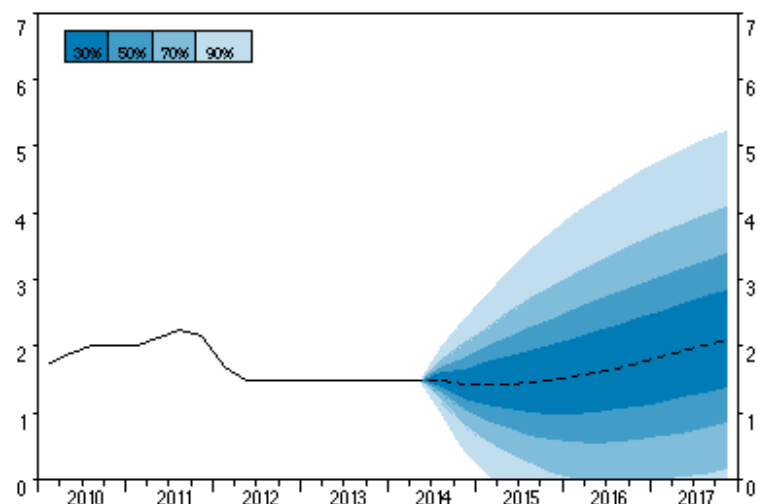
Rentenivå er viktig da oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje som er høyt gjeldsfinansiert. BNP, som beskrevet ovenfor, er en indikator for rentenivået. Renten settes høyt i tider med god økonomi og høy lønnsomhet, mens det er motsatt i dårlige tider. Styringsrenten blir derfor en rente Norges Bank fastsetter for å styre og stimulere økonomien, slik at inflasjonsmålet kan opprettholdes. Før inflasjonen blir påvirket vil imidlertid renten påvirke produksjon og BNP, gjennom endret etterspørsel etter varer og bedrifters evne og villighet til å investere, samt kronekursen og dermed eksporten (Thøgersen, 2012).

Historisk sett er styringsrenten nå lav med 1,5 prosentpoeng. Dette er foreløpig bunnotering. Dette er positivt for SalMars investeringsplaner da de oppnår mindre rente på gjeld.

Toppårene på 1990-tallet viste en rente på opp mot 9,5 prosentpoeng i årsgjennomsnitt, mens i finanskrisene 2007 og 2008 var renten henholdsvis 4,38 og 5,32 prosentpoeng. Norges Banks inflasjonsmål på mellomlang sikt er 2,5 prosent (Norges Bank, 2014a). Figur 5-3 og Figur 5-4 under viser både utvikling av KPI og styringsrenten, samt et anslag på fremtidig utvikling.



Figur 5-3: Utvikling og anslag av KPI (Norges Bank, 2014a)



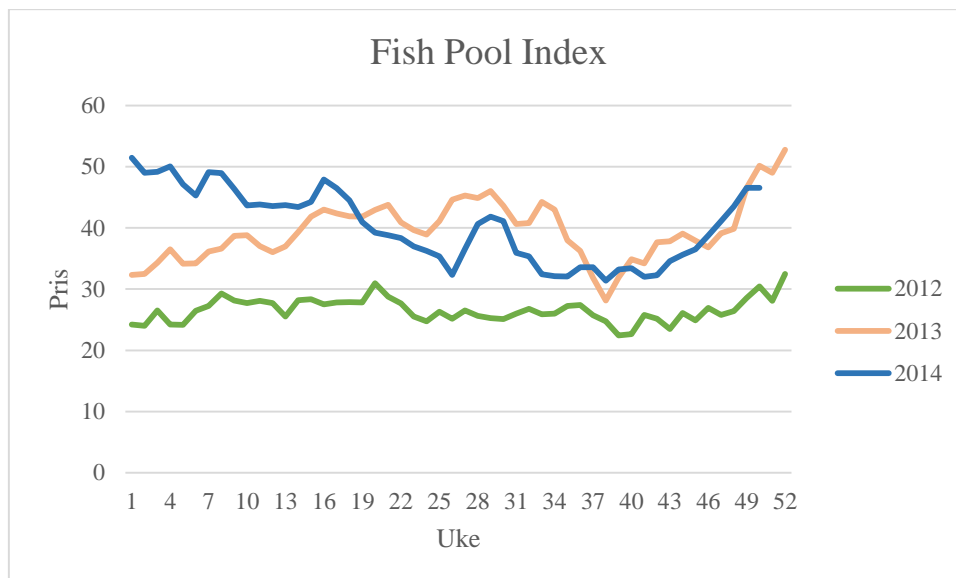
Figur 5-4: Utvikling og anslag av styringsrenten (Norges Bank, 2014b)

Laksepris

Slaktet laks er en ferskvare med kort holdbarhet, maksimalt tre uker. Dette medfører at slaktet laks må selges unna raskt. Siden oppdrettsprosessen er tidkrevende er det vanskelig å kontrollere tilbudet i markedet i forhold til etterspørsel. Dette medfører at det er markedet som til enhver tid bestemmer lakseprisen. De senere årene har etterspørselen i stor grad holdt seg stabil. De volatile prisene oppstår som en følge av ujevnt tilbud. Oppdrettsnæringen har mulighet til å kontrollere tilbudet til en viss grad gjennom smolt-utsettet. I tillegg kommer eksterne faktorer som utbrudd av sykdommer, svingninger i havtemperatur, kvalitet og aktører i markedet. Dette medfører periodevis svingninger i tilbudet som påvirker lakseprisen indirekte (SalMar, 2014a).

Fish Pool ASA fungerer som en regulert markedsplass for råvarederivater, der fisk og sjømat er underliggende objekter. Selskapet bruker markedsdata for å komme frem til ukentlige

spotpriser på fersk atlantisk laks, som igjen danner grunnlag for finansielle forwardkontrakter. Lønnsomheten i oppdrettsnæringen vil derfor i stor grad avhenge av spotprisen, som igjen blir styrt av tilbud og etterspørsel. Spotprisene fra FPI som vist under er et veid gjennomsnitt av salgspris fra oppdrettsselskapene, NASDAQs lakseindeks og Statistisk Sentralbyrås indeks. Vektene er henholdsvis 25-, 55- og 20 prosent. FPI for uke 49 er beregnet til NOK 46,57 per kilo (Fish Pool, i.d.).

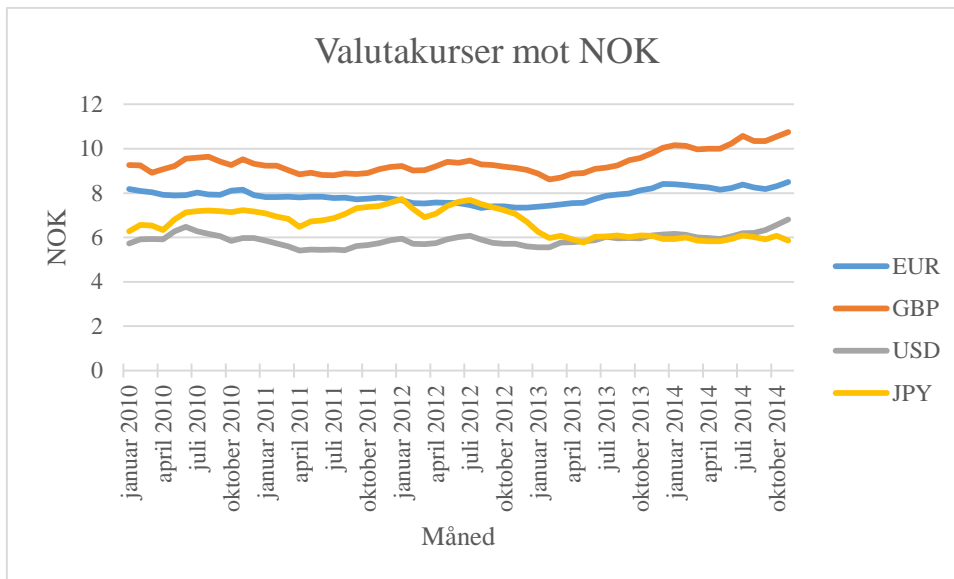


Figur 5-5: Spotpris atlantisk laks 2012-2014 (Fish Pool, 2014a)

Siden SalMar utelukkende driver med oppdrett er selskapet følsomt i forhold til prisendringer. Prissensitiviteten påvirker marginen deres og verdsettelsen av fisken i merdene. Prisen på økologisk laks er normalt mindre volatil. Sammen med fastpriskontrakter kompenserer dette noe for prissensitiviteten. Vi ser at prisene falt i starten av 2014, men at det har vært en økning i slutten av tredje kvartal og hittil i fjerde kvartal.

Valutakurs

På grunn av den store eksportandelen påvirker også valutakurser lønnsomheten i bransjen. Bytteforholdet mellom NOK og andre valutaer blir derfor viktig. Valutakursen er på lang sikt avhengig av oljeprisen og prisnivået i forhold til utlandet. På kort sikt vil kronkursen også bli påvirket av internasjonal finansuro og rentedifferansen mot utlandet (Bernhardsen & Røisland, 2000). Sett i lys av de viktigste eksportmarkedene for norsk atlantisk laks har vi valgt å se nærmere på EUR, USD, GBP og JPY.



Figur 5-6: Valutakurser mot NOK (Norges Bank, 2014c)

Tar man figuren over i betraktning har den norske kronen svekket seg siste halvannet året, spesielt mot EUR og GBP. Utviklingen mot USD og JPY har vært relativt stabil siden begynnelsen av 2013. Den nominelle depresieringen av NOK mot andre valutaer har økt konkurransevnen for tradisjonell eksport, og sammen med økt internasjonal vekst vil dette øke eksporten. Svekkelsen av valutakursen har også medført en økt inflasjon. Det man imidlertid er bekymret for er en særnorsk økning av kostnadsnivået, der produktivitetsforbedringer ikke står i stil med økte reallønninger. Det som ofte skjer i slike tilfeller er at oljeinntekter presser valutakursen opp, når den egentlig skulle vært fallende. Ser man på oljeprisen per 09.12.2014 er den 66,75 dollar fatet, noe som er en nedgang på hele 40,23 prosent fra samme tid i fjor (E24, 2014). Dette forklarer i det alt vesentlige årsakene bak kronesvekkelsen, og SSB anslår i sine prognoser at eksporten vil øke med 4-5 prosent for 2016 og 2017 som følge av dette (SSB, 2014b).

5.1.3 Sosiokulturelle forhold

Verden har de siste 100 årene opplevd en kraftig befolkningsvekst og det er ingenting som skulle tilsi at veksten skal stoppe opp. I dag har verdens befolkning nådd 7,26 milliarder, hvorav 887,5 millioner er underernærte (Worldometers, 2014). Prognoser for 2050 tilsier en befolkning på ni milliarder. For å holde tritt med denne befolkningsøkningen må matproduksjonen øke med 60 prosent ifølge UN (RT, 2014). Oppdrettsnæringen vil følgelig ha muligheten til å øke produksjonen og eksporten ytterligere. Råvaren atlantisk laks vil da stå sterkt sett i lys av sitt rike innhold av proteiner, omega 3-fettsyrer, vitamin D og selen (Norges sjømatråd, 2006). Bare de siste ti årene har verdens konsum av sjømat steget med 60 prosent. Mye av veksten skyldes akvakultur som fra 1970 til 2010 har gått fra en andel på fire prosent

av verdens sjømatproduksjon til 40 prosent (Regjeringen, 2013). På bakgrunn av fremtidens behov for matressurser og den økende graden av å benytte oppdrettsfisk som matkilde, vil det være naturlig å anta at atlantisk laks i framtiden vil oppleve økt etterspørsel. Om tilbudet står i stil med den økte etterspørselen vil avhenge av om bransjen har evnen til å løse problematikken rundt de begrensede ressursene av marine oljer og soya i fôret. Samtidig kan nevnes miljøutfordringene bransjen står overfor.

5.1.4 Teknologiske forhold

Oppdrettsnæringen har over tid utviklet seg til å bli en kapitalintensiv bransje, der det kreves innovasjoner og nyvinninger for å holde tritt med samfunnets økte krav til miljøet. I dag har flere av oppdrettsselskapene egne FoU-avdelinger, for utvikling av nye og forbedrede produksjonsprosesser. Det forskes blant annet på fôr, optimale lys og temperaturforhold i vannet, sykdomsbekjempelse, kostnadseffektivisering av videreforedlingsprosessen og nye måter å drive oppdrett på. Sistnevnte har hatt økt fokus den siste tiden, mye grunnet trusselen spredning av lakselus utgjør for den anadrome villaksbestanden. De siste årene har det blitt forsket på lukkede anlegg som vil eliminere problematikken rundt lakserømming og lakselus spredning. Det forskes også på nedsenkbare merder i havet (FHL, i.d. a).

SalMar er involvert i den teknologiske utviklingen blant annet gjennom datterselskapet Ocean Farming AS, som i dag driver forskning og utvikling på mer robuste merder som kan tåle ekstremvær i havnære områder (SalMar, 2014a). Et slikt prosjekt kommer som en direkte konsekvens av at oppdrettsnæringen i dag setter av årsverk nettopp til slik type innovasjon. Videre besitter samfunnet råvarene og teknologien som skal til for å gjennomføre det.

5.1.5 Miljømessige forhold

I en tid hvor miljøet er i søkelyset er det essensielt at oppdrettsnæringen tar hensyn til miljømessig bærekraftig havbruk. Myndigheter og befolkningen stiller stadig økende krav til hvordan bedrifters samspill med naturen er. Selskapets håndtering av miljømessige forhold er følgelig viktig. For oppdrettsnæringen er det flere sentrale utfordringer knyttet til miljøet som må løses for å oppnå en grønn profil. I så måte vil dette gi bedre omdømme og lønnsomhet.

Lakselus, sykdomsutbrudd og rømming

Lakselus (*Lepeophtheirus salmonis*) er den vanligste parasitten på laksefisk og finnes naturlig i saltvann på den nordlige halvkule. Lakselus har i en lengre periode vært et stort problem for oppdrettsnæringen, da lakselusen sprer infeksjoner og sykdommer til både oppdrettslaks og villaks. Lakselus er en parasitt som bruker laks og sjøørret som vert for å formere seg (FHL, i.d. a). Lusen infiserer lakseskinnet og kan medføre infeksjoner og problemer med

saltbalansen. Bestanden av lus har økt de siste årene grunnet økt produksjon av atlantisk laks langs norskekysten, og er særlig stor i områder hvor de ulike lokalitetene befinner seg. Dette er et av de største problemene oppdrettsnæringen står overfor som følge av tapte inntekter, og dårligere omdømme da villaksen står på randen av utryddelse dersom ikke forholdene bedres. Som eksempel har Vossolaksen, som er kjent for å være blant de største bestandene av atlantisk villaks målt i kilo, vært nær utryddelse grunnet de høye forekomstene av lakselus i norske fjorder. Forsøk gjort på utvandrende forsøkssmolt fra Vossolaksen, indikerer at angrep fra lakselus kan medføre 80 prosent økt dødelighet. Dette sier hvilken enorm effekt lakselus har å si for overlevelsesraten til laks i de norske fjordene (Miljødirektoratet, 2008).

Konsekvensene av økt forekomst av lakselus er økt kontroll av lusenivået i oppdrettsanleggene og det finnes i dag en egen forskrift som omhandler tillatt lusenivå. Grensen er i dag satt til 0,5 hunnlus per fisk (NrK, 2014b). For utvidede konsesjoner stiller regjeringen strengere krav til lusenivå. I dette tilfellet er kravet 0,1 lus per laks (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2014). Dette er en stor utfordring og oppdrettsnæringen sliter i dag med å innfri dette kravet. Bransjen arbeider imidlertid kontinuerlig med dette og har blant annet lusefilter på alle slakterier og brønnbåter, leppefisk som spiser lakselusen på laksen, telling av lus hver uke og miljøvennlige metoder for lusebehandling (FHL og EFF, 2011). Forskningen er særlig knyttet til vaksinasjon av fisk og fiskevelferd.

De siste årene har sykdomsutbruddene vært hyppigere. I Norge er det Pancreas Disease (PD) og Heart and Skeletal Muscle Inflammation (HSMI) som er mest utbredt etter lakselusen. PD er et virus som angriper atlantisk laks i sjøvann. Dersom sykdommen ikke håndteres riktig kan den i verste fall føre til økt dødelighet i laksestammen. HSMI bryter i hovedsak ut det første året laksen befinner seg i sjøen. Sykdommen medfører redusert appetitt og unormal atferd, men har sjeldent høy dødelighet. Begge sykdommene kan i stor grad kontrolleres ved god drift i oppdrettsanleggene, men ved større utbrudd av PD kan vaksinasjon være nødvendig (Marine Harvest, 2014a).

Rømming av laks er også et stort problem da det resulterer i at oppdrettslaksen gyter sammen med villaksen. Dette kan påvirke villaksens genetikk slik at villaksen blir mindre tilpascningsdyktig i forhold til sine omgivelser (Meeren, 2013). Det er derfor i senere år iverksatt en rekke tiltak for å teste genetisk påvirkning av rømt laks (Havforskningsinstituttet, 2012). § 37 i akvakulturdriftsforskriften regulerer plikten til å forebygge og begrense rømming. Det skal blant annet gjennomføres en risikovurdering for å minimalisere risikoen

for rømming og maskevidden i notposen skal være tilpasset fiskens størrelse (Akvakulturdriftsforskriften, 2008).

Avfallshåndtering

Et annet aspekt som det stilles stadig økt fokus på er avfallshåndtering fra oppdrettsanleggene. Avfallshåndtering er noe det i de senere årene har kommet et økt fokus på og vil i fremtiden være enda mer merkbar. Fra § 35 om miljøovervåkning i akvakulturdriftsforskriften kommer det frem at det skal foretas trendovervåkning av bunnforholdene under anleggene.

5.1.6 Lovmessige forhold

Oppdrettsnæringen er påvirket av en rekke lovmessige reguleringer som legger føringer for driften av oppdrettsselskapene. Vi vil i det følgende gjennomgå sentrale bestemmelser i norsk og internasjonal lovgiving. Bakgrunnen for at vi inkluderer internasjonal lovgivning er den store eksportandelen av norsk produksjonen.

Norsk lovgivning

Selskapene som driver oppdrett i Norge er underlagt en rekke lover og forskrifter. Dette kan sees i lys av myndighetenes strenge krav til miljøovervåkning, forurensning, fiskehelse, fiskevelferd og mattrygghet. Den overordnede loven for oppdrett av fisk og skalldyr blir regulert av akvakulturloven, ikraftsatt 17.juni 2005. Denne tar for seg vilkårene for å få konsesjon, miljøhensyn og arealutnyttelse (Akvakulturloven, 2005). En konsesjon er en tillatelse for å drive oppdrettsvirksomhet, og kan etter akvakulturloven bare gis dersom Fylkesmannen, Kystverket og Mattilsynet godkjenner etableringssøknaden. Videre må en tillatelse ikke være i strid med vedtatte planer, vernetiltak, plan og bygningsloven eller kulturminneloven (Mattilsynet, 2013).

NYTEK-forskriften omhandler krav til teknisk standard for flytende akvakulturanlegg.

Formålet med forskriften er å hindre rømming, gjennom blant annet strenge krav til fortøyning og bruk av komponenter til anlegget (NYTEK-forskriften, 2011).

Laksetildelingsforskriften avgrensner hvor mye biomasse hver enkelt konsesjon kan ha. En standard tillatelse for matfisk i sjøvann har i dag en biomasse på 780 tonn, mens en konsesjon i Troms og Finnmark kan inneholde inntil 945 tonn (Laksetildelingsforskriften, 2004). Andre lovverk som er av relevans for oppdrettsnæringen er lov om dyrevelferd, der behandling av dyr skal skje på en dyrevelferdsmessig forsvarlig måte (Lov om dyrevelferd, 2009), og slakteriforskriften som omhandler krav til avliving av fisk (Forskrift om slakterier mv. for akvakulturdyr, 2006). Sistnevnte stiller strenge krav til etisk forsvarlige bedøvnings- og avlivingsmetoder. Videre er det krav til telling av lakselus hver uke for sjøtemperaturer under

4°C, eller hver andre uke dersom temperaturen er lik eller over 4°C (Forskrift om lakselusbekjempelse, 2012).

I tillegg til de nevnte lovene stilles det krav om at oppdrettsanleggene har toårige driftsplaner som blir vurdert av Fiskeridirektoratet og Mattilsynet. Videre stilles det krav til vannkvalitet, temperatur, fôr, oksygen- og saltinnhold i vannet, sykdom, fiskehelse og transport.

Fiskehelsetjenesten inspiserer havbruksanleggene minst seks ganger årlig for å sikre at fiskehelsen blir ivarettatt, og to ganger årlig er det tilsyn av en veterinær eller fiskehelsebiolog. Oppdrettsnæringen har også strenge hygieneregler relatert til brakklegging og renhold av installasjoner og produksjonsenheter (FHL, i.d. c). Som tidligere nevnt under miljømessige forhold er det også krav til hvor mange lus det kan være i gjennomsnitt per laks.

På bakgrunn av dette kan man si at oppdrettsnæringen har et vidt spekter av lover og regler i Norge de må etterleve.

Internasjonal lovgivning

Av internasjonale bestemmelser er det først og fremst EØS-avtalen som er mest relevant, da EU er det desidert største importmarkedet.

Når det gjelder EØS-avtalen er det i det alt vesentlige protokoll 9 som er av betydning. Protokollen omhandler handel av fisk, og er retningsgivende for hvilke fisk som er tollfri og hvilke som ikke er det. Hvitfisk er her tollfri, mens andre fiskeslag- og produkter kan variere betydelig i tollsatser. Bearbeidet fisk har generelt høyere tollsatser enn ubearbeidet fisk, noe som reflekterer EUs ønske om å beskytte egen foredlingsindustri. Dette er en strategi som kommer tydelig frem når man ser på tollsatsen for videreforedlet laks og fersk hel laks, med henholdsvis en tollsats på 13 og to prosent (Utenriksdepartementet, 2012, p. 675). Resultatet av dette er at det blir vanskeligere å opprettholde lønnsomheten i norsk foredlingsindustri.

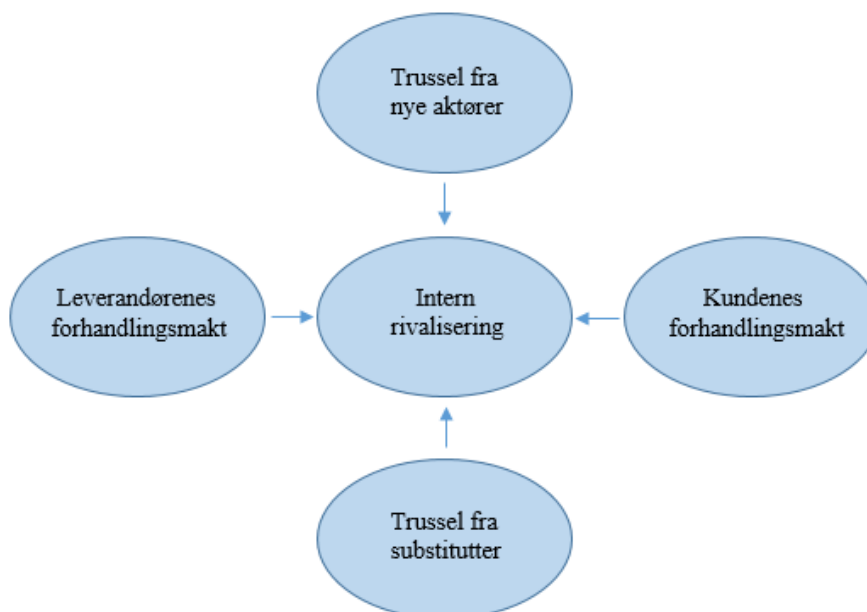
Norge har gjennom EØS-avtalen fra 1998 overtatt hele EUs mat- og veterinærregelverk. Eksportbedrifter må derfor forholde seg til felles varestandarder, kvalitetskrav og hygiene som er viktig for markedsadgangen til EU (Utenriksdepartementet, 2012, p. 666). Slike kvalitetskrav til fisken har oppstått som følge av relativt høye verdier av miljøgifter, som PCB og dioksin. Innholdet av slike gifter har imidlertid blitt redusert med hele 75 prosent siden 2004 (Todal, 2013), og er i høy grad en konsekvens av økte krav fra både konsumenter og myndigheter gjennom lovgivning.

5.1.7 Oppsummering makroanalyse

Vi har sett at oppdrettsnæringen påvirkes av flere makroforhold. Blant de viktigste forholdene er handelsboikott, volatilitet i laksepris og lovmessige restriksjoner. Samtidig er tollsatsen av vesentlig betydning da bransjen har en høy eksportandel. Miljømessige forhold som lakserømming og spredning av lakselus til villaksbestandene er ytterligere fokusområder for bransjen, spesielt i en tid der miljøet og det å ha en grønn profil får stadig økende betydning. Disse forholdene medfører at bransjen må opprettholde de innovative aktivitetene og forskning knyttet til blant annet produksjonseffektivitet, sykdomsbekjempelse og nye måter å bedrive oppdrett på. Når dette er sagt, er det lite som tilsier at oppdrettsnæringen ikke skal vokse i framtiden. Dette er både med hensyn til den stadig økende middelklassen, samt økt etterspørsel etter sunn og næringsrik mat som det per dags dato er mangelvare i mange nasjoner som opplever underernæring og sult.

5.2 Bransjeanalyse

For å kunne si noe om en eventuell bransjefordel vil vi i tillegg til makroanalysen se nærmere på konkurranseforholdene i bransjen. Vi benytter rammeverket «Porters fem krefter» illustrert i figur 5-7. Intern rivalisering og trussel fra nye aktører og substitutter har direkte innvirkning på konkurransen og dermed også lønnsomhetspotensiale. Bransjens forhandlingsmakt med kunder og tilbydere har innvirkning på den faktiske lønnsomheten (Palepu & Healy, 2008). Etter en gjennomgang av disse fem kreftene vil vi oppsummere forholdene som vi mener er viktigst for lønnsomheten i bransjen både nå, men også for fremtiden.

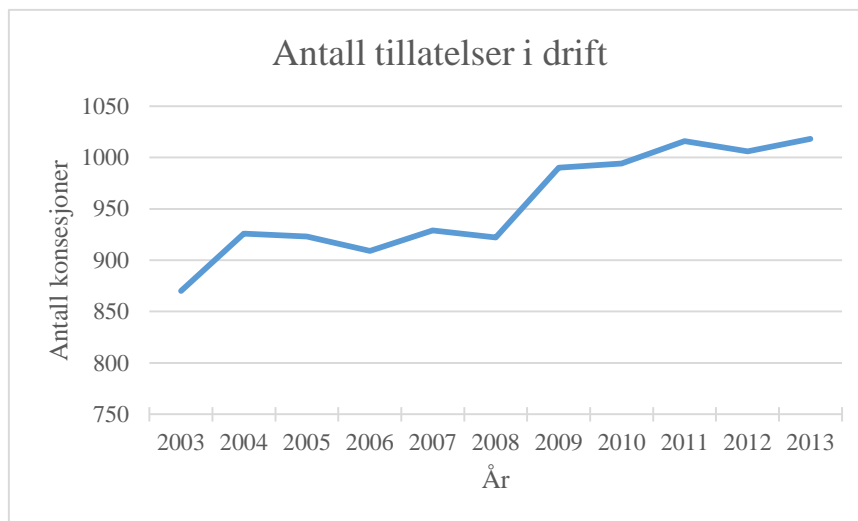


Figur 5-7: Porters fem krefter

5.2.1 Trussel fra nye aktører

For å kunne vurdere i hvor stor grad det er trussel fra nye aktører må vi se på hvor enkelt det er å etablere seg i bransjen. Dette vil igjen være retningsgivende for lønnsomheten for oppdrettsnæringen da tilbudet påvirker prisen på atlantisk laks. Vi vil derfor se nærmere på etableringshindre som lovmessige forhold og skalaøkonomi.

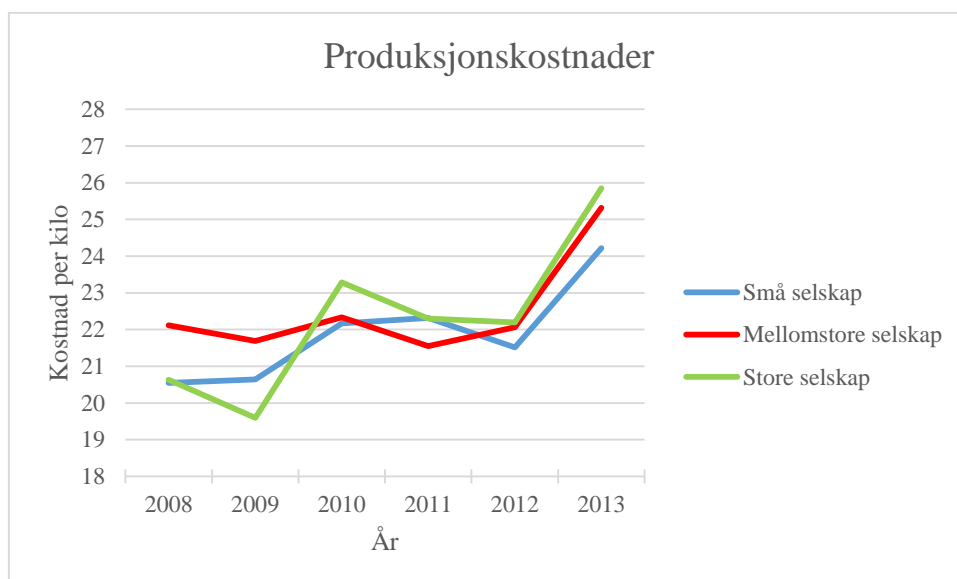
Oppdrettsnæringen er underlagt en rekke lover og reguleringer som vi redegjorde for i avsnitt 5.1.6. Sett i lys av disse kravene kan man si at bransjen har relativt store inngangsbarrierer. Dette er mye grunnet myndighetenes fokus på miljømessige faktorer som spredning av lakselus. En slik tolkning, med å være restriktiv vedrørende utdeling av konsesjoner, blir underbygget av figuren under som viser utviklingen av antall konsesjoner fra 2003 til 2013.



Figur 5-8: Antall matfisk konsesjoner for laks og regnbueørret for årene 2003-2013 (SSB, 2014c)

Grafen over viser at det i perioden fra 2003 til 2013 ikke er utstedt mer enn 148 konsesjoner. Dette må sies å være lite for en bransje som har vist seg å bli svært attraktiv, og tyder på at fiskeridepartementet legger stor vekt på bærekraftig utvikling i utdelingen av konsesjoner.

Skalaøkonomi er ofte et fremtredende element når det gjelder etableringshindringer. For oppdrettsnæringen er produksjonskostnadene essensielle. Vi ser av figur 5-9 at det ikke er noen klare forskjeller i produksjonskostnader for små, mellomstore og store selskap. Små selskap er definert som selskaper som har 1-9 tillatelser, mellomstore selskaper har 10-19 tillatelser og store selskaper har over 20 tillatelser. Til tross for små forskjeller i produksjonskostnader kan det likevel eksistere skalafordeler, som eksempelvis at store selskap er helintegreerte og at de kan oppnå bedre salgspris. Vi utelukker dermed ikke skalaøkonomi som en etableringshindring.



Figur 5-9: Utvikling i produksjonskostnad for små, mellomstore og store selskap (Fiskeridirektoratet, 2013)

Alt i alt anses trusselen fra nye aktører i Norge som liten som følge av en restriktiv konsesjonsbevilgning, samt en rekke lover og regler aktører i bransjen må forholde seg til. Samtidig eksisterer det betydelige investeringsutgifter og bransjen er svært kapitalinsentiv. Da norsk atlantisk laks i all hovedsak blir eksportert er utenlandske aktører en relevant trussel. Land som Chile har lavere kostnadsstruktur enn hva vi har i Norge og kan følgelig ta en lavere pris for laksen. Dette påvirker konkurransekraftene i bransjen.

5.2.2 Trussel fra substitutter

Med substitutt menes samme eller lignende produkter som utfører samme funksjon. Trusselen fra substitutter er avhengig av pris og kvalitet, samt kundens vilje til å benytte det andre produktet fremfor eget produkt. Hvorvidt et produkt er et substitutt avhenger av kundens oppfatning av produktene (Palepu & Healy, 2008). Trusselen fra substitutter kan reduseres gjennom høye byttekostnader og produktdifferensiering.

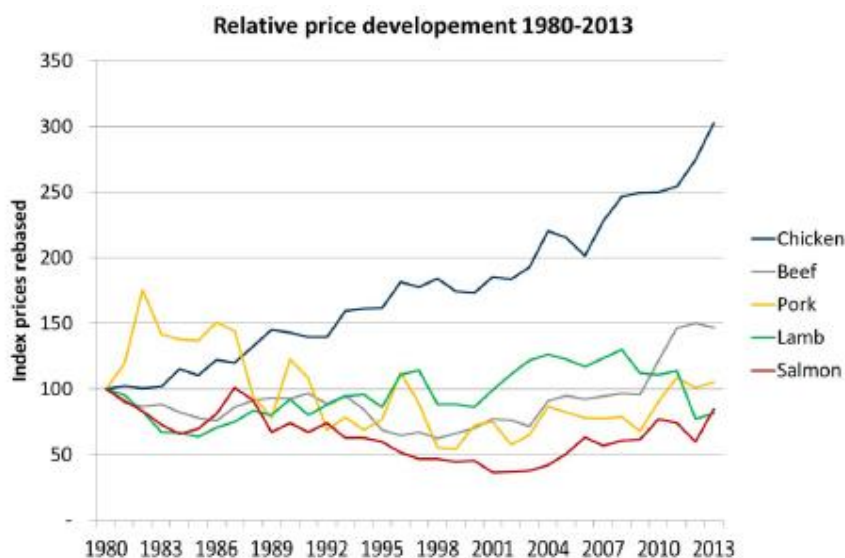
Atlantisk laks er en næringsrik matkilde som det er stor etterspørsel etter, mye grunnet dens rike innhold av proteiner, omega 3-fettsyrer, vitaminer og mineraler. Laks har dermed fått en sterk posisjon i markedet for ferskvarer, og trusler fra substitutter er av den grunn ikke like stor som den kunne vært med en annen nærings sammensetning. Substitutter for laks kan enten være annen type fisk som makrell, sei, sild og torsk som er vanlige matkilder i Norge, eller andre proteinrike matkilder som fjærkre, storfe og svin. For nærliggende substitutter som andre fiskearter skiller laksen seg spesielt ut med dens rike konsentrasjon av omega 3-fettsyrer, mens for fjerntliggende substitutter som fjærkre, storfe og svin skiller den seg ut ved

at den gir et høyere proteininnhold per kilo protein som blir gitt som fôr (Marine Harvest, 2014a).

Makrell og sild har dog et rikere omega 3-innhold og er i så måte en trussel (Norges sjømatråd, 2006). Grunnet begrensninger relatert til fangst og ingen oppdrett av slike fiskearter utgjør likevel ikke disse artene en direkte trussel i nærmeste framtid. Videre er torsk et mye konsumert fiskeslag i Norge, men også her er det utfordringer med tanke på oppdrett. Torskelarver har sammensatte krav til ernæring og kan eksempelvis ikke spise tørrfôr i tidlig livsstadiet. Feil ernæring kan i så måte bety feilutvikling og misdannelser (NIFES, 2014).

For at konsumenter skal spise mer laks må imidlertid preferansen for fisk i motsetning til eksempelvis kylling endre seg. Dette er mulig, men er vanskeligere å oppnå sammenlignet med en preferanseendring mellom laks og torsk. Myndighetene og oppdrettsselskapene gjennomfører tung markedsføring knyttet til laksens rike næringsstoffer og helsemessige gevinster. Dette har resultert i at råvaren laks i dag har et større søkelys på seg enn andre substitutter på markedet. Dette stiller atlantisk laks i en unik posisjon fremfor de respektive substituttene.

Oppfatningen av laks som sunn mat har skapt et renommé som etter alt å dømme vil vedvare i årene som kommer. Den relative prisforskjellen mellom råvarene vil imidlertid bli hovedfaktoren bak hvorvidt konsumenter velger å kjøpe laks i motsetning til en av substituttene. I tillegg vil folks preferanse for laks spille en viktig rolle. Figuren under viser den relative prisutviklingen for laks og substitutter med høyt proteininnhold. På bakgrunn av dette kan man se at laks har blitt generelt billigere de siste tiårene, mens prisen for kylling har tredoblet seg siden 1980.



Figur 5-10: Relativ prisutvikling 1980-2013 (Marine Harvest, 2014a)

Til tross for denne utviklingen er prisen på laks fremdeles over substituttene kylling og svin. Laks er ut i fra sammenligningslandene i snitt 2,5 ganger dyrere enn kylling. Dette er en konsekvens av at laks har høyere produksjonskostnader og at råvaren laks med tiden har blitt en merkevare som blant annet blir brukt i sushi. Den relative prisforskjellen mellom de ulike proteinrike matkildene er illustrert i Tabell 5-1.

Land	Laks/biff	Laks/kylling	Laks/svin
Storbritannia	0,9	1,5	1,8
USA	1,1	2,3	2
Belgia	1,3	1,7	1,9
Japan	0,7	4,4	1,2
Gjennomsnitt	1	2,5	1,73

Tabell 5-1: Relativ prisforskjell mellom laks og andre proteinrike dyrearter, 2013 (Marine Harvest, 2014a)

På bakgrunn av en sterk merkevare med et rikt næringsinnhold og en tendens til fallende priser for atlantisk laks mot andre proteinkilder, anser vi trusselen fra substitutter for moderat. Trusselen vil imidlertid bli mer merkbar dersom prisdifferansen mellom laks og substitutter skulle øke betraktelig. Dette vil resultere i at konsumenter skifter konsum til det relativt billigere produktet ut i fra pris og nytte forhold. Reduksjonen i etterspørselen vil dog medføre et prisfall som følge av for høyt tilbud og prisforskjellen vil igjen jevne seg ut.

5.2.3 Kundernes forhandlingsmakt

Det er to forhold som påvirker kundernes forhandlingsmakt: Prissensitivitet og den relative forhandlingsmakten. Prissensitiviteten omhandler hvorvidt kunden ønsker å reforhandle prisen og den relative forhandlingsmakten bestemmer hvorvidt kundene vil lykkes med å presse prisen ned (Palepu & Healy, 2008).

Prissensitivitet

Atlantisk laks er en råvare og vil i så måte være gjenstand for kunders prissensitivitet. Dersom laksen stiger i pris relativt til kyllingen vil kundene enkelt kunne endre sitt konsumforhold mellom de to ulike matvarene. Som nevnt under avsnittet om substitutter vil et slikt fall i etterspørsel medføre et prisfall og forskjellene vil trolig jevnes ut. Samtidig vil ikke kunder være særlig prissensitiv overfor differensieringsforsøk mellom selskap da atlantisk laks uansett selskap er samme produkt med samme næringsinnhold.

Relativ forhandlingsmakt

Hvorvidt kunden greier å oppnå lavere pris avhenger av hvor sterk kundens forhandlingsposisjon er. Forhold av betydning er antall kunder i forhold til tilbydere, kjøpskvantum, alternative produkter tilgjengelig, byttekostnader og trusselen for baklengs integrasjon (Palepu & Healy, 2008).

Laks er i dag blitt en velkjent råvare som blir etterspurt i store deler av verden. I årene som kommer forventer vi at den økte middelklassen vil øke etterspørselen ytterligere. Det finnes i dag relativt få aktører i oppdrettsnæringen noe som tilsier at mesteparten av kundemassen ikke vil oppnå særlig forhandlingsmakt. Enkelte kunder, som Wal-Mart, Carrefour og Tesco, vil derimot ha økt forhandlingsmakt da disse selskapene er store internasjonale aktører som kjøper store mengder laks. Videre finnes det i dag få alternative produkter som kan erstatte laks med tanke på næringsstoffene den inneholder. Det er i hovedsak ørret, makrell og sild som har en sammensetning som er relativt lik laksen (Norges sjømatråd, 2006). Baklengs integrasjon vil heller ikke utgjøre noe fare for næringen da dette er særlig kostnadskrevende og på grunn av alle de lovmessige restriksjonene tilknyttet oppdrettsnæringen.

Samlet sett kan man si at kunder har relativt liten forhandlingsmakt da det er få tilbydere i forhold til kunder. Enkelte store aktører vil dog kunne oppnå bedre priser.

5.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

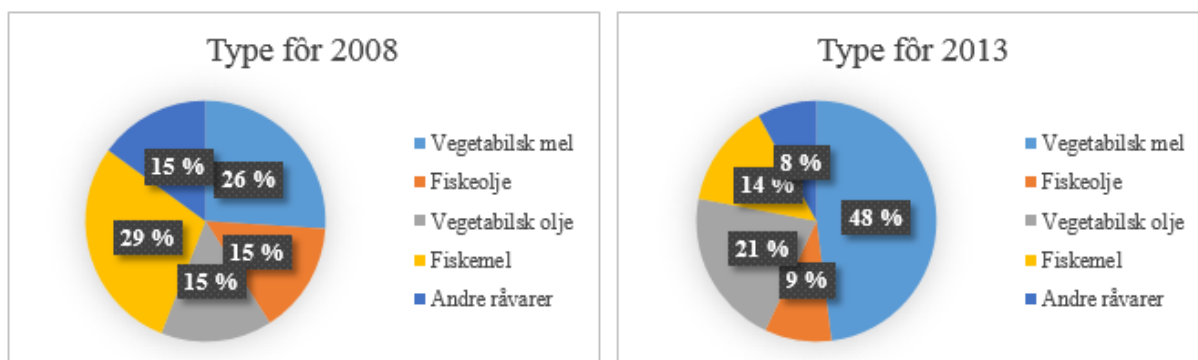
Forhandlingsmakten til leverandører blir som ved kunders forhandlingsmakt bestemt av forholdet antall leverandører mot kunder, byttekostnader, trusselen for fremlengs integrasjon og alternative produkter tilgjengelig.

For oppdrettsnæringen er tilbydere av fiskefôr særlig viktig da dette er den største enkeltkomponenten av produksjonskostnaden, noe som fremgår av tabellen nedenfor.

Produksjonskostnad	Norge (NOK)
Fôr	12,40
Primærforedling	2,52
Smolt	2,31
Lønn	1,51
Vedlikehold	0,82
Brønnbåt	1,02
Avskrivninger	0,77
Salg og markedsføring	0,56
Dødelighet	0,15
Annet	2,64
Totalt	24,70

Tabell 5-2: Gjennomsnittlig produksjonskostnad for oppdrettselskaper i Norge i 2013 (Marine Harvest, 2014a)

Da fôr utgjør halvparten av produksjonskostnaden har fôrleverandører en stor innvirkning på hvorvidt oppdrettsnæringen greier å oppnå en tilfredsstillende margin. Marginalinntekten må overstige marginalkostnaden for at bransjen skal være lønnsom. Ser man derimot på hvilke type fôr oppdrettsnæringen av atlantisk laks i Norge kjøper, har dette de siste årene vært i endring. Dette blir illustrert under ved å se på andeler fôr brukt i 2008 og 2013.



Figur 5-11: Type fôr brukt i Norge i 2008 og 2013 (Marine Harvest, 2010a) og (Marine Harvest, 2014a)

Diagrammene ovenfor viser en tydelig utvikling av hvilke type fôr som brukes til oppdrett. På fem år har vegetabilsk mel økt fra 26 til 48 prosent, mens fiskemel for samme periode er redusert fra 29 til 14 prosent. Samtidig er stadig mer av fiskeoljen erstattet av vegetabilsk olje. Dette er en tydelig trend som tilsier at råvarer fra landbruket har blitt stadig viktigere. Slike råvarer er soya, solsikke, hvete, mais, bønner, erter og rapsolje. Soya er i dag den viktigste proteinkilden i fiskefôr, da frøene i soyaplanten inneholder om lag 40 prosent protein (EWOS, i.d.). En slik endring i sammensetning av fôr er forårsaket av en stadig reduksjon i tilgjengeligheten av fiskemel og fiskeolje, da fangsten av villfisk ikke står i samsvar med økningen i produksjonen av oppdrettslaks. Næringen har derfor funnet alternative metoder å innhente næringsstoffer på.

Det er vanskelig å erstatte fiskemel helt grunnet dets høye konsentrasjon av proteiner og omega-3 (Marine Harvest, 2014a). Laksen trenger dette for å få tilført essensielle aminosyrer og fettsyrer, og er dermed viktig for laksens metabolisme. Videre vil fiskemel ha innvirkning på laksens vekst og sunnhet. Det jobbes i dag med å finne andre råvarer som kan erstatte fiskemel og –olje.

Et alternativ som nå er under utforskning er produksjon av tunikat som finnes i alle verdenshav. Tunikat inneholder rikelig med omega 3 og 60 prosent protein, og kan således fungere som et ypperlig substitutt til fiskemel som i dag er den største flaskehalsen for videre volumvekst. Tørkede tunikater inneholder også smaksstoffer som laksen liker.

Utviningsgraden vil bli et sted mellom 100 og 200 kilo per kvadratmeter og vil følgelig ha store potensialer for å dekke oppdrettsnæringens behov for omega 3 i fiskefôr (Amundsen, 2013). Tunikaten vil være klar til høsting etter kun 6-12 måneder. Samtidig kan det sies at tunikatproduksjon ikke er avhengig av lys og det kan vokse på ulike dybder og på alle tilgjengelige flater i sjøen (Hæraas, 2013). Areal vil dermed ikke utgjøre en begrensning. En slik nyvinning vil i så måte ha store ringvirkninger for oppdrettsnæringen da samlet biomasse kan økes, samtidig som prisene på fôr høyst sannsynlig vil bli redusert. Det finnes imidlertid to utfordringer relatert tunikatproduksjon. For det første må biomassen per kvadratmeter som forskerne i dag oppnår i småskalaanlegg i Øygarden produseres i storskalaproduksjon for at det skal bli lønnsomt. For det andre vil det bli en utfordring å effektivt presse ut minimum 90 prosent av vannet i tunikatene om bord i båter som høster tunikatene (Forskning, 2013).

Leverandører av fôr til oppdrettsnæringen er i dag konsentrert rundt tre tilbydere som til sammen har en markedsandel på 98 prosent. Resultatet blir at disse tre aktørene har økt forhandlingsmakt i den forstand at det kun er de tre på markedet. De tre selskapene er Skretting, EWOS og BioMar som henholdsvis har en markedsandel på 38, 37 og 23 prosent. Polarfeed står for den resterende markedsandelen (Marine Harvest, 2014a).

På en annen side kan det sies at byttekostnadene for oppdrettsnæringen ikke er særlig høye da alle selskapene leverer samme type fôr. Selskapene har forskjellig type fôr, basert på hvor raskt fisken skal vokse og hva vanntemperaturen er. Konsekvensen blir økt konkurranse mellom de tre aktørene fordi de frykter å tape kunder, og forhandlingsmakten vil av den grunn bli redusert. Samtidig kan det diskuteres at de tre aktørene har større sannsynlighet for å styre prismekanismen, enn ved fullkommen konkurranse. Selv om prissamarbeid er ulovlig, regulert i konkurranselovens § 10 første ledd (Konkurransetilsynet, 2014), kan aktørene styre mot økt prissetting da det er færre som skal tolke et slikt signal. En slik atferdstolkning er

vanskelig, men en trussel for oppdrettsnæringen. Avslutningsvis kan det nevnes at det ikke er sikkert at det er de overnevnte selskapene som sitter igjen med superprofitten på fiskeolje, men at eierne av fiskelisensene tar den ut.

Trusselen for forlengs vertikal integrasjon er som for kunder ubetydelig da både lovmessige restriksjoner og investeringsutgifter legger begrensninger for hvem som kan drive med oppdrett.

I tillegg til at oppdrettsnæringen er sterkt avhengig av tilbydere av fôr er også noen selskaper i næringen avhengig av leveranser av smolt. Dette er imidlertid noe vi ikke kommer til å gå nærmere inn på da store deler av oppdrettsnæringen er fullt vertikalt integrert. Samtidig finnes det leverandører av investeringsvarer til næringen, som for eksempel fôringsutstyr, merder og overvåkningssystemer. Leverandører av slike produkter vil ikke ha nevneverdig forhandlingsmakt da alle er avhengig av oppdrettsnæringen for sin videre drift. Farmasøytiske selskaper fungerer også som leverandør for næringen med sine leveranser av fiskevaksiner.

På bakgrunn av analysen over kan vi si at leverandørenes forhandlingsmakt er moderat. Dette har sin bakgrunn i at tilbyderne er få, men og at det er relativt lave byttekostnader mellom leverandørene.

5.2.5 Intern rivalisering i bransjen

Den siste faktoren for å kunne si noe om konkurranseforholdene i bransjen, er hvorvidt det eksisterer intern rivalisering. Faktoren er av avgjørende betydning for hvorvidt bransjen er lønnsom. Ved aggressiv konkurranse mellom selskapene vil prisen bli presset mot marginalkostnaden og resultere i en lite gunstig bransje å operere i. For å undersøke dette vil vi se nærmere på forhold som vekstraten til bransjen, konsentrasjonen og balansen mellom konkurrenter, graden av differensiering og byttekostnader, skalaøkonomi og avviklingsbarrierer (Palepu & Healy, 2008).

Vekstraten til bransjen

Oppdrettsnæringen har de siste årene opplevd eventyrlig vekst, dette er illustrert i Figur 2-1. Siden laks er en råvare vil tilbud og etterspørsel bestemme prisen og alt volum vil bli solgt. Dette indikerer at markedet vil bli klarert uansett volum, og det er ikke behov for å kapre markedsandeler innad i bransjen.

Konsentrasjon og balansen mellom konkurrenter

Graden av konsentrasjon i en bransje avgjøres av antall selskap i bransjen og deres relative størrelse. For oppdrettsnæringen kan vi se at det finnes en god del selskaper, men det er et

fåfall av disse som er av betydelig størrelse. Selskaper som er store er Marine Harvest, Lerøy Seafood, SalMar, Cermaq og Grieg Seafood. Flere av disse selskapene er også representert i utlandet som vist av figuren under.

Topp 10 Norge		Tonn HOG	Topp 10 Storbritannia		Tonn HOG	Topp 10 Nord Amerika		Tonn HOG	Topp 10 Chile		Tonn HOG
1	Marine Harvest	264 000	Marine Harvest	50 000	Cooke Aquaculture	41 500	Marine Harvest	56 000	Marine Harvest	56 000	
2	Lerøy Seafood	157 000	The Scottish Salmon Company	27 000	Marine Harvest	28 000	Cermaq	51 000	Cermaq	51 000	
3	SalMar	128 000	Scottish Seafarms	25 000	Cermaq	21 000	Pesquera Los Fiordos	50 400	Pesquera Los Fiordos	50 400	
4	Cermaq	56 000	Grieg Seafood	18 000	Northern Harvest	16 000	EmpresasAquachile	47 700	EmpresasAquachile	47 700	
5	Grieg Seafood	55 000	Cooke Aquaculture	17 400	Grieg Seafood	7 000	Cemanchaca	38 800	Cemanchaca	38 800	
6	Nordlaks	37 000					Salmones Multiexport	25 750	Salmones Multiexport	25 750	
7	Nova Sea	34 900					Australis Seafood	24 300	Australis Seafood	24 300	
8	Alsaker Fjordbruk	29 000					Blumar	23 200	Blumar	23 200	
9	Norway Royal Salmon	29 000					Invertec	16 200	Invertec	16 200	
10	Brennes Seashore	25 000					Cooke Aquaculture	15 300	Cooke Aquaculture	15 300	
Topp 10		814 900	Topp 5	137 400	Topp 5	113 500	Topp 10	348 650	Topp 10	348 650	
Totalt		1 150 000		140 000		130 000		430 000		430 000	

Tabell 5-3: Største aktører i verden innenfor oppdrettsnæringen (Marine Harvest, 2014a)

Oppkjøp av nye selskaper og konsesjoner gjør skillet mellom små/mellomstore og store oppdrettsselskaper større. Konsolideringen i oppdrettsnæringen illustreres i figur 5-4 som viser at det de siste tiårene har blitt færre selskaper med én eller 2-5 lisenser, samt en økning av selskaper som innehar mer enn seks lisenser. Antakelig eksisterer det en «minimum efficient plant size» på 3-4 konsesjoner i samdrift, der aktører med denne størrelsen mest sannsynlig får mindre avkastning på sin arbeidskraft.

Lisenser per selskap	1994			2002			2012		
	Antall selskaper	Antall lisenser	%	Antall selskaper	Antall lisenser	%	Antall selskaper	Antall lisenser	%
1 lisens	221	221	31 %	45	45	5 %	7	7	1 %
2-5 lisenser	130	342	49 %	69	186	22 %	54	156	16 %
6-10 lisenser	6	53	8 %	12	162	19 %	16	125	13 %
> 10 lisenser	5	76	12 %	18	453	54 %	20	694	71 %
Totalt	362	692	100 %	144	846	100 %	97	982	100 %

Tabell 5-4: Utvikling i antall konsesjoner (Kontali Analyse, 2013)

Marine Harvest har i Norge en tredel av produksjonen av atlantisk laks, og er den største produsenten i både Norge, Storbritannia og Chile. I og med at det finnes såpass mange aktører i markedet er dette en medvirkende årsak til at det er vanskelig å koordinere pris og andre konkurransedyktige trekk. Oppdrettsselskaper kan av den grunn ikke forhindre destruktiv priskonkurranse mellom selskapene (Marine Harvest, 2014a).

Graden av differensiering og byttekostnader

Diversifisering har liten innvirkning på oppdrettsnæringen da laks er en råvare. Dette medfører at bransjen i all hovedsak fokuserer på kostnadskutt. Det finnes imidlertid tilfeller der selskaper har greid å differensiere produktet sitt, men i slike tilfeller er det snakk om ubetydelige volumer. Et eksempel på dette er Salma-laksen som produseres av Salmon Brands. Denne videreforedlede laksefileten er et kvalitets håndarbeid, innpakket i pen

gjennomsiktig emballasje som resulterer i at produktet får et merkevarenavn som skiller seg ut fra annen laks som blir solgt på markedet. Salma-laksen er også unik i den forstand at det kun tar fire timer fra laksen svømmer i sjøen til den er foredlet og er ferdigpakket (Salmon Brands, i.d.). Salma-laksen er av den grunn blitt en høyt gjenkjent merkevare i markedet. Siden laks er en råvare som ikke skiller seg ut i nevneverdig grad, vil kunder ha lave byttekostnader med tanke på å oppnå best mulig pris. Dette innebærer at oppdrettselskapene har insentiv til å ta delta i priskonkurransen.

Skalaøkonomi

Oppdrettsnæringen har den siste tiden fått et økt fokus på miljøet og effektivitet i prosesser. Resultatet av dette har blitt en raskere innovasjonstakt blant de store aktørene, gjennom forskning og utvikling. Næringen har over tid derfor blitt mer kunnskapsintensiv og automatisering av prosesser er blitt normalt. Videre er det en tendens til at de store aktørene kjøper opp mindre selskaper, noe som hindrer deres fremvekst. Under avsnitt 5.2.1 kom vi frem til at det ikke ser ut til å eksistere skalafordeler knyttet til produksjonskostnader. Det kan imidlertid tenkes at det finnes skalafordeler lengre ute i verdikjeden da store oppdrettselskap har enorme logistikksystemer for ilandføring, slakting, prosessering og distribuering av laks. Videre har større selskap et bedre forhandlingsgrunnlag hva gjelder pris som følge av store salgsvolum. I tillegg benytter de store oppdrettselskapene fastpriskontrakter aktivt for å sikre driftsinntektene sine i dårlige tider.

Utgangsbarrierer

I motsetning til de relativt høye inngangsbarrierene i bransjen, er ikke utgangsbarrierene like store. Dersom et selskap ønsker å avvikle virksomheten sin er det flere aktører som står klar for å overta lokaliteter som myndighetene i dag er relativt beskjedne med å dele ut. Resultatet blir relativt lave avviklingsbarrierer, grunnet bransjens attraktivitet og vanskeligheter med å få tak i konsesjoner.

Konkurransen fra utland

Norge står i dag for om lag 56 prosent av produksjonen av atlantisk laks og eksporterer mesteparten av laksen sin til utlandet. Dette medfører at oppdrettsnæringen i Norge står overfor reell konkurranse fra internasjonale aktører. Siden produksjon av atlantisk laks krever visse klimatiske forhold er det kun et begrenset antall land som bedriver lakseoppdrett. Produksjonstall for 2013 viser at det er Chile som først og fremst er en direkte trussel for norsk oppdrettsnæring med en produksjonsandel på om lag 23 prosent (Kontali Analyse, 2014b). Produksjon i Chile har vist seg særlig gunstig mye grunnet den stabile

vanntemperaturen i regionen og deres lave lønnskostnader. I 2013 var lønnskostnaden i Chile per produsert kilo laks på NOK 1,15 mot 1,51 i Norge (Marine Harvest, 2014a). Etter store sykdomsutbrudd i 2008 er det først de siste årene produksjonen i landet har kommet over nivået før sykdomsutbruddet. Chilensk oppdrettsnæring har en konkurranseulempe sammenlignet med norsk oppdrettsnæring, da avstanden til de sentrale markedene Europa, USA og Japan er betraktelig mye lengre. Samtidig har ikke chilensk oppdrettsnæring kommet like langt i utviklingen hva gjelder teknologi og automasjon av prosesser (Asche & Tveterås, 2011).

Oppsummering intern rivalisering

Konkurransesituasjonen i den norske oppdrettsnæringen er foreløpig ikke av stor intensitet, hovedsakelig grunnet den store veksten bransjen opplever. Rivaliseringen mellom bedriftene blir også redusert gjennom hyppige oppkjøp av mindre aktører. Likevel opplever norsk oppdrettsnæring økt konkurranse fra aktører rundt om i verden, spesielt fra Chile. Dette er et forhold norsk oppdrettsnæring må ta ekstra hensyn til da slike land opererer med lave lønnskostnader og dermed kan ta en lavere pris på laksen. Norsk oppdrettsnæring er derfor avhengig av å fortsette med høy innovasjonstakt for at verdiskapingen per ansatt skal øke ytterligere. Dette vil medvirke til at næringen fortsatt vil være konkurransedyktig sammenlignet med lavkosteksportørene (Asche & Tveterås, 2011). Samlet sett vil vi derfor konkludere med et moderat nivå av rivalisering innad i bransjen.

5.2.6 Oppsummering bransjeanalyse

Oppdrettsnæringen har de siste årene opplevd betydelig volum- og produktivitetsvekst, gjennom stadig økende etterspørsel og teknologiske nyvinninger. Atlantisk laks, med særlig vekt på den norske oppdrettslaksen, har blitt en populær matkilde med sine unike næringsstoffer og har fått et kvalitetsstempel over hele verden. Resultatet har blitt en attraktiv og lønnsom bransje med fordelaktige marginer. Sett i lys av dette skulle det tilsi økt konkurranse gjennom nyetableringer, men grunnet relativt store inngangsbarrierer i form av investeringsutgifter og lovmessige restriksjoner er trusselen fra nye aktører liten.

Videre er trusselen fra substitutter tilstede, da det ikke skal en stor prisendring til for at konsumenter erstatter laks med for eksempel kylling. Dette indikerer at råvaren laks er sterkt prissensitiv og konsumenters preferanse vil av den grunn bli påvirket av dette. En endring i etterspørsel vil dog medfører lavere priser slik at preferanseforskjeller som følge av pris vil jevnes ut. Atlantisk laks har over tid evnet å redusere trusselen fra substitutter gjennom dens unike næringsinnhold og bransjens tunge markedsføring internasjonalt.

Intern rivalisering er heller ikke av nevneverdig karakter da bransjen opplever kraftig vekst, samtidig som det er en klar trend at få aktører står for en stadig større andel av verdens produksjon av atlantisk laks. Grunnet Norges store eksportandel av atlantisk laks vil rivaliseringen innad i bransjen i framtiden foregå på tvers av landegrensener. Mye av grunnen til dette er de forskjellige kostnadsstrukturene mellom nasjonene, der for eksempel Chile er et lavkostnadsland sammenlignet med Norge. Av den grunn vil chilensk laks utgjøre en direkte trussel da den kan utkonkurrere norsk laks på pris. På bakgrunn av dette konkluderer vi med at oppdrettsnæringen har et stort potensial for å oppnå unormal høy profitt i forhold til andre bransjer på kort sikt. På lang sikt forventer vi økt konkurranse og lavere profitt.

Den faktiske profitten i bransjen blir også påvirket av kundenes- og leverandørenes forhandlingsmakt. Vi har kommet frem til at kunder ikke har tilstrekkelig makt til å påvirke prisen, mye grunnet kvalitetsstempelen atlantisk laks har opparbeidet seg i verdens markeder. Videre er det et begrenset antall tilbydere i forhold til andel konsumenter av produktet, noe som tilsier at det kun er de største kundene som vil oppnå fordeler ved lavere priser.

Leverandørenes forhandlingsmakt kan sies å være moderat da det ikke finnes tilstrekkelig med leverandører for bransjen på områder som fôr, utstyr og vaksiner. Dette medfører at oppdrettsselskapene er avhengig av leverandørene og må innrette seg etter deres prisnivå.

På bakgrunn av den foranliggende analysen om Porters fem krefter kan vi konkludere med at konkurranseforholdene i bransjen er moderat.

Konkurranseforhold i bransjen	Risikograd
Trussel fra nye aktører	Liten
Trussel fra substitutter	Moderat
Kundenes forhandlingsmakt	Liten
Leverandørenes forhandlingsmakt	Moderat
Intern rivalisering	Moderat
Samlet	Moderat

Tabell 5-5: Konkurranseforhold i oppdrettsnæringen ved hjelp av Porters fem krefter

5.3 Intern ressursbasert analyse

Vi skal nå se på hvorvidt SalMar har en rentabilitet høyere enn bransjen, altså et konkurransefortrinn. Som nevnt innledningsvis skal vi foreta en VRIO-analyse (Value, Rarity, Imitation, Organization). Analysen vektlegger om selskapet har særegne interne ressurser som skaper en selskapsfordel sammenlignet med selskapene i bransjen. Slike ressurser kan være eiendeler, kunnskap, organisatoriske prosesser og informasjon. Selskapets ressurser kan være med å implementere strategier som kan forbedre effektiviteten i selskapet. Vi vil følgelig

bruke VRIO-analysen for å stadfeste om den enkelte ressurs vi velger å se mer i detalj på, innehar de relevante egenskapene for å skape et varig konkurransefortrinn for bedriften. Vi skal se på om ressursene er verdifulle for kundene, sjeldne i markedet eller mellom konkurrentene, vanskelige å imitere og effektivt organisert (Knivsflå, 2014b).

5.3.1 Innovasjon

Et av de viktigste momentene for videre drift og verdiskapning for oppdrettsselskaper er innovasjon. I en tid med stadig økende fokus på miljø, herunder sykdomsutbrudd og rømming, er det desto viktigere å utvikle teknologi som reduserer disse faktorene. På bakgrunn av dette og et ønske om å effektivisere prosessene i verdikjeden har de største oppdrettsselskapene etablert egne FoU-avdelinger. Dette er viktig for å bli mer konkurransedyktig i en tid hvor den internasjonale konkurransen øker. SalMar har de senere årene utviklet et anlegg for ilandføring-, slakt- og bearbeiding av laks, kalt InnovaMar. Videre fokuserer de på havbasert oppdrett gjennom forskningsselskapet Ocean Farming. Vi har valgt å se nærmere på disse to prosjektene for å vurdere om de utgjør et konkurransefortrinn sammenlignet med bransjen.

InnovaMar

InnovaMar er en fabrikk som har som formål å slakte og bearbeide laks. Fabrikken er av høy teknologisk stand med omfattende automatiseringsprosesser, samtidig som den evner å spore laksen fra den kommer inn til anlegget til den transporteres til sluttkonsumenten.

Beslutningen om å bygge dette anlegget ble tatt i 2009 og i september 2010 ble slakteriet tatt i bruk. Bearbeidingsavdelingen startet opp noe senere i første halvdel av 2011. Fabrikken har et samlet areal på 17 500 kvadratmeter og kostet SalMar omlag NOK 550 millioner. Anlegget har en totalkapasitet på omlag 150 000 tonn laks og hver av de fire ventemerdene i sjøen utenfor anlegget har en kapasitet på omlag 350 tonn laks. Fabrikken har to avdelinger, slakteri og videreforedling (SalMar, 2014g).



Bilde 5-1: Produksjonsanlegget InnovaMar på Frøya (SalMar, 2014g)

For å kunne identifisere om InnovaMar er en ressursfordel for SalMar må vi se på momentene som beskrevet innledningsvis i dette kapittelet.

Verdifull

Anlegget bidrar til økt kapasitet og produksjon av atlantisk laks, gjennom høy grad av automatisering og nye kombinasjoner av tekniske løsninger. Dette innebærer muligheten for økt konsum blant kunder og anses følgelig verdifull. Samtidig bidrar anlegget til å forbedre kvaliteten på produktene mye grunnet den innovative teknologien. InnovaMar er også verdifull i den forstand at anlegget er tilpasset eventuelle fremtidige produksjonsendringer som følge av ønsker eller krav fra kunder og myndigheter.

Sjelden

InnovaMar kan sies å være relativt sjelden i den forstand at det er et av markedets mest innovative og kostnadseffektive produksjonsanlegg for laks gjennom sin høye grad av automatisering. Anlegget vektlegger skånsom håndtering av laksen både gjennom slakteprosessen og videreføringen. Dette resulterer i bedre produkter og trygg mat. Et slikt anlegg skiller seg ut blant små selskaper, men er også relativt sjelden blant de store aktørene. SalMar har i så måte et anlegg og ressurs som i til en viss grad er sjelden på markedet.

Imiterbar

InnovaMar er mulig å imitere for konkurrenter, da teknologien i dag er tilgjengelig så lenge man har kapital til å foreta investeringen. Konkurrentene vil imidlertid ikke oppnå å imitere dette på kort sikt, da oppføring av anlegg og automatisering av prosesser vil ta lenger tid.

Organisering

På bakgrunn av en god intern logistikk med ilandføring, slakting og videreforedling kan man si at anlegget er effektivt organisert. Slakting og videreforedling av laksen har en høy grad av automasjon og innehar et foredlingssystem som gir en meget god kontroll på sporbarheten og utbytte av fisken. Anlegget har også en høy fleksibilitet med tanke på å tilfredsstille fremtidige produksjonsendringer. Den høye graden av automatisering medfører også kostnadsbesparelser i form av lønnskostnader.

Oppsummering

Sett i lys av dette kan man konkludere med at anlegget i hvert fall på kort sikt fremmer superrentabilitet sammenlignet med bransjen. På lengre sikt er nok ikke anlegget egnet for å gi et konkurransefortrinn da slike anlegg vil bli mer og mer vanlig blant oppdrettsselskaper.

Ocean Farming

SalMar har gjennom sitt datterselskap Ocean Farming utviklet en konseptløsning for et robust anlegg som kan installeres i havnære områder med gunstige biologiske forhold. Ideen med denne løsningen er å effektivisere og automatisere operasjoner som videre er med å bidra til konkurransedyktige produksjonskostnader, særlig med tanke på konkurranse fra lavkostland. Anlegget er basert på teknologi fra både oppdretts- og petroleumsnæringen. Ocean Farming har mottatt støtte fra Innovasjon Norge og har fått tildelt en lokasjon i Frohavet for sin prototype. Oppstart av anlegget med utsetting av laks vil tidligst finne sted våren 2016.

Da anlegget er nedsenkbart til mellom 100 til 300 meters dyp vil det inneha de beste premisene for laksen hva gjelder aquabiologiske forhold. Videre vil det muliggjøre håndtering av fisk utelukkende på lokasjon uten å benytte eksterne båter. Et skyveskott og to faste skott vil muliggjøre å dele anlegget i tre soner. Andre fordeler er at det vil være rømningssikkert, er mer robust knyttet til værforhold og kan fjern-opereres (SalMar, 2014h).

Verdifull

SalMar kan med et slikt anlegg oppnå større produksjonsvolum, noe som er gunstig da vi forventer økt etterspørsel i framtiden. Samtidig vil anlegget redusere produksjonskostnadene som igjen vil resultere i konkurransedyktige priser sammenlignet med utenlandske eksportører av atlantisk laks. På bakgrunn av dette mener vi at anlegget er verdifullt for SalMar sine kunder.



Bilde 5-2: Tegning av planlagt havbasert oppdrettsanlegg (SalMar, 2014h)

Sjelden

Anlegget vil ved oppstart være eneste av sin type i verden og dermed ha en unik mulighet til å skape merprofitt for selskapet. I dag finnes det ingen slike løsninger i markedet, selv om det de siste årene har vært mye forskning basert på å effektivisere driften. Det havbaserte oppdrettsanlegget vil i så måte være unik i sin sammenheng og derfor sjelden.

Imiterbar

Som for InnovaMar vil et slikt anlegg kunne imiteres av andre aktører på markedet da teknologien er tilgjengelig for alle. Anlegget vil dog ikke være imiterbar på kort sikt da også konkurrenter trenger tid for å utforme en tilsvarende løsning.

Organisering

Anlegget vil ved oppstart være effektivt organisert da det kan håndtere all fisk internt i anlegget uten å benytte eksterne båter og utstyr. Samtidig vil de forskjellige automatiserte operasjonene tilrettelegge for en effektiv drift da anlegget kan fjernstyres.

Oppsummering

Det havbaserte anlegget vil gi grunnlag for et midlertidig konkurransefortrinn ved oppstart da det vil være både verdifullt og sjeldent. På lengre sikt vil det være mulig for andre aktører å kopiere anlegget, og vil dermed ikke utgjøre en varig fordel for SalMar.

5.3.2 Kompetanse

Oppdrettsnæringen er en bransje det er særlig fordelaktig å ha kompetanse i, spesielt med tanke på vekstvilkår og fiskevelferd. Vi vil følgelig se nærmere på hvorvidt SalMar innehar spesiell kompetanse som gir grunnlag for et konkurransefortrinn.

Verdifull

Kompetanse er viktig for kunder da dette er utslagsgivende for kvaliteten på sluttproduktet. Ved høy kompetanse vil fisken få de beste vekstvilkårene både hva gjelder fôr og vannkvalitet. Samtidig vil kompetanse bidra til å forhindre sykdommer gjennom spesialutviklede vaksiner. SalMar har vist seg å være gode på å utnytte kompetanse i alle ledd i organisasjonen.

Sjelden

SalMar har siden oppstart opparbeidet seg verdifull kompetanse innenfor oppdrettsnæringen gjennom felles informasjonsutveksling, langsiktig satsning på laks og forskning. Selskapet har i tillegg til informasjonsutveksling internt i organisasjonen også sterke koblinger mot kunnskapsmiljøer i Trondheimsområdet, blant annet Sintef (Asche & Tveterås, 2011, p. 122). Videre har selskapets bedrifts- og prestasjonskultur og SalMar-skolen bidratt til at de ansatte kontinuerlig blir utviklet. Dette, sammen med lederutvikling, kan tenkes å ha bidratt til en ekstra tilhørighets- og lojalitetsfølelse blant de ansatte i SalMar. De øvrige aktørene besitter også relevant kompetanse slik at det er vanskelig å avgjøre hvorvidt SalMar sin kompetanse er sjelden. SalMar har historisk vært gode på å beholde sine ansatte, noe som innebærer at vesentlig kompetanse blir værende i selskapet. I en tid hvor det ikke lengre er vanlig å ha samme jobb et helt yrkesaktivt liv anses ansatte med lang historie i selskapet for å være sjeldent. Vi mener derfor at noe av SalMar sin kompetanse kan sies å være sjeldent.

Imiterbar

Det kreves lang erfaring for å opparbeide seg den kompetansen SalMar i dag besitter. Selv om kompetanse deles med bransjen for øvrig må aktørene vite hva som gagnar deres bedrift best. Dette synes SalMar å være veldig gode på, noe som trolig henger sammen med at de ansatte har lang erfaring fra ulike deler av selskapet. SalMar har funnet en strategi som passer deres organisasjon noe som kan sies å være vanskelig å imitere.

Organisering

SalMar har vist seg å være god på å utnytte fordelene med å ha kompetanse, spesielt med deres satsning på forskning og utvikling. På dette feltet har selskapet vist seg å være blant de ledende i oppdrettsnæringen. Dette har blant annet bidratt til byggingen av produksjonsanlegget InnovaMar og idéen om havbasert oppdrett som nå er under utvikling. Dette viser at selskapet har en god evne til omsette kompetansen til sin fordel.

Oppsummering

På bakgrunn av analysen ovenfor vil vi konkludere med at SalMar har et konkurransefortrinn hva gjelder kompetanse. Bakgrunnen for dette er som nevnt kompetansen som SalMar har opparbeidet seg gjennom en lang årrekke og tilhørighetsfølelsen de ansatte har ovenfor selskapet. Fordelen anses likevel ikke stor da ansatte fort kan slutte.

5.3.3 Oppsummering intern analyse

På bakgrunn av analysen over er det tydelig at SalMar innehar interne ressurser som gir opphav til konkurransefortrinn. Blant satsningsområdene til SalMar er innovasjon og kostnadseffektivitet, noe som ivaretas gjennom stadige investeringer i FoU-prosjekter. Dette er derimot også fokusområder for de øvrige oppdrettsselskapene. I tillegg besitter også de betydelig kompetanse blant sine ansatte. Vi forventer at det midlertidige konkurransefortrinnet knyttet til forskning og utvikling vil jevne seg ut etter hvert. Hovedsakelig fordi teknologi enkelt kan kopieres når den først er kjent. Når det gjelder de ansatte sin kompetanse og tilhørighet til selskapet vil dette trolig avhenge av SalMar sin størrelse i framtiden. Bedriftskulturen i SalMar er i dag sterk og ledelsen klarer å motivere de ansatte til å yte ekstra. Dersom SalMar på sikt satser på produksjon utenlands er det mulig at disse effektene vil svekkes, spesielt ved de utenlandske lokasjonene. Historisk sett tyder det på at SalMar har klart å beholde og utvikle sine ansatte og deres kompetanse til tross for den sterke veksten i selskapet. Videre synes bedriftskulturen å være overført til nye datterselskap, da lite tyder på at kompetansen er begrenset til Midt-Norge. På bakgrunn av dette mener vi at SalMar også kan klare å takle utfordringer knyttet til utvidelser av driften utenlands. Vi mener derfor at bedriftskulturen, bestående av kompetanse og tilhørighet, kan resultere i en mindre fordel for SalMar på lang sikt.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Effektivt organisert	Resultat
<i>InnovaMar</i>	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
<i>Havbasert oppdrett</i>	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
<i>Kompetanse</i>	Ja	Ja	Ja	Ja	Konkurransefortrinn

Tabell 5-6: Oppsummering intern ressursbasert analyse

5.4 Oppsummering strategisk analyse

Vi har i den strategiske analysen sett på forhold i bransjen og internt i SalMar. Bransjen står i dag overfor vekstbegrensende utfordringer, spesielt knyttet til konsesjonssystemet, miljøkrav og fôr. Fôrproblematikken er i all hovedsak knyttet til tilgangen på marine råstoffer. Dersom dette blir en knapp faktor for næringen er det mulig at produsenter av marine råstoffer vil tilegne seg en større del av oppdrettsselskapene sine resultater. Alternativt kan

ressursmangelen medføre en stagnasjon i produksjonsvolumet. Begge disse scenarioene vil påvirke en eventuell bransjefordel negativt. Vi var inne på tunikatproduksjon som en mulig løsning på fôrproblematikken. Det er fortsatt betydelige utfordringer knyttet til tunikat og dette vil neppe være en løsning på fôrproblematikken alene. Likevel mener vi at den utbredte forskningen på dette området vil medføre en løsning. Dette underbygges videre av bransjen sin historiske evne til å finne nye kombinasjoner av innholdet i fiskefôr. Vi tror følgelig at fôrproblematikken vil løses på sikt.

Miljøutfordringene er knyttet til sykdomsutbrudd, rømninger og avfallshåndtering i oppdrettsanleggene. Disse utfordringene henger igjen sammen med konsesjonstildelingen fra myndighetene sin side. Dersom miljøproblemene løses vil trolig myndighetene øke tildelingen av konsesjoner. Det foregår utbredt forskning knyttet til disse utfordringene, blant annet tette og nedsenkbare merder. Vi tror at forskningen på nye typer oppdrettsfasiliteter vil løse flere av miljøutfordringene og anser heller ikke dette som en vekstbegrensende faktor på lang sikt.

Kostnadsnivået og internasjonal konkurranse er ytterligere forhold som truer bransjen. Det arbeides kontinuerlig med å effektivisere oppdrettsprosessen, men fôrkostnadene har de siste årene holdt seg stabile. Dersom fôrproblematikken løses kan dette gi ytterligere reduksjoner i kostnadsnivået. Vi har argumentert for at etterspørselen etter norsk atlantisk laks vil øke i årene som kommer som følge av økt middelklasse. Videre er Norge gunstigere lokalisert enn for eksempel Chile med tanke på eksport. Basert på dette anser vi ikke konkurransen i markedet for å være så stor at den går på bekostning av en eventuell bransjefordel.

Basert på vår analyse forventer vi at det eksisterer superprofitt i bransjen. Vi mener at utfordringene bransjen står overfor vil bli løst og at det er rom for videre vekst. Følgelig forventer vi en superprofitt også de neste årene. På lang sikt vil en eventuell superprofitt være minimal, men da bransjen her selger mat vil det alltid eksistere en forholdsvis stor etterspørsel. På bakgrunn av dette forventer vi en mindre fordel på lang sikt.

Vi har også foretatt en intern ressursbasert analyse av SalMar. På bakgrunn av selskapets vekst de siste årene og kompetansen i selskapet forventer vi at SalMar evner å generere en ressursfordel på nåværende tidspunkt. Videre konkluderte vi med at InnovaMar og havbasert oppdrett vil være kilder til en ressursfordel i nærmeste framtid. Vi har også sett på bedriftskulturen i SalMar og vurdert dette som en kilde til gode marginer for selskapets del. Vi forventer at den sterke bedriftskulturen vil vedvare på lang sikt og at SalMar vil besitte en minimal ressursfordel på lang sikt.

6 Regnskapsanalyse

6.1 Rammeverk

Regnskapsanalyse innebærer en kvantitativ analyse for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. Tidligere årsregnskap er en viktig informasjonskilde som sier noe om hvor selskapet har vært og indikerer hvor de er på vei. Vi vil dermed benytte historisk informasjon som grunnlag for å predikere fremtiden (Knivsflå, 2014c).

Før vi setter i gang med selve regnskapsanalysen må vi vurdere kvaliteten på regnskapet og klargjøre regnskapstallene for analyse. Vi ønsker å komme frem til et verdiestimat på SalMar sin egenkapital per 31.12.14. Hittil i år er det kun offentliggjort kvartalsregnskap til og med andre kvartal 2014. Vi vil derfor utarbeide en trailing for selskapet og bransjen. Videre følger omgruppering og justering av målefeil. Mot slutten av kapittelet vil vi foreta en analyse av sentrale forholdstall, både med tanke på risiko og rentabilitet.

6.2 Praktiske avgrensninger

Et regnskap har en rekke ulike brukere som har forskjellige informasjonsbehov. Vi må derfor foreta noen praktiske avgrensninger for at informasjonsbehovet og analyseresultatet skal samsvare.

6.2.1 Analyseperspektiv

Vi skiller mellom kreditor- og investororientert regnskapsanalyse. Kreditorne ønsker i hovedsak informasjon om selskapets kredittrisiko. En kreditororientert analyse fokuserer følgelig på risikoen for at selskapets forpliktelser blir helt eller delvis misligholdt.

Investororientert analyse fokuserer derimot på egenkapitalinvestorer. Hensikten er å finne et estimat på selskapets verdi og egenkapitalens framtidige inntjening (Knivsflå, 2014c).

Vår regnskapsanalyse vil være investororientert da formålet med oppgaven er å verdsette SalMar sin egenkapital. Senere i oppgaven vil vi foreta en kredittvurdering av SalMar som en del av rammeverket for fundamental analyse.

6.2.2 Analysenivå

SalMar har i sine årsregnskap delt driften inn i to ulike segmenter; oppdrett og salg og prosessering. Vi har valgt å analysere disse to segmentene samlet da vi ser på salg og prosessering som en forlengelse av SalMar sin verdikjede. Knivsflå (2014c) argumenterer for at konsernregnskapet gir et bedre bilde av virksomhetens omfang og man slipper å ta hensyn til konserninterne transaksjoner. På bakgrunn av dette har vi valgt å analysere SalMar sitt konsernregnskap fremfor selskapsregnskapet. På generelt grunnlag er konsernregnskapet best

egnet for analyseformål da selskapsregnskapene sjelden gir tilstrekkelig med informasjon (Kaldestad & Møller, 2011).

6.2.3 Analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger av om virksomheten er stabil eller om den endrer karakter over tid. For en stabil virksomhet bør man velge en relativt lang analyseperiode. Er derimot virksomheten i stadig endring vil ikke eldre tall lengre være relevante og det er mer hensiktsmessig å velge en kort analyseperiode. For selskaper som opererer i sykliske bransjer bør analyseperioden være såpass lang at man får med både opp- og nedgangskonjunkturer (Knivsflå, 2014c).

SalMar opererer i en relativt syklisk bransje da lakseprisene svinger mye over tid. Hovedårsaken til de sykliske lakseprisene er sterk optimisme i næringen ved høye priser. Dette medfører en økning i smolt-utsettet, noe som igjen gir et høyt tilbuds nivå to-tre år senere. Tilbudsnivået presser prisene ned og vi får et fall i lakseprisen. Tilsvarende er det nedgang i smolt-utsettet ved lave priser og man får et lavere tilbud og høyere priser når fisken er slakteklar (Allegro, 2014).

I 2008 var det lave laksepriser som følge av finanskrisen. Samme år var Chile preget av et større sykdomsutbrudd som medførte store nedslaktninger. Dette ga et fall i det globale tilbudet, noe som begrenset konsekvensene av finanskrisen for den norske næringen til en viss grad. Videre medførte bortfallet av chilensk oppdrettslaks store vekstmuligheter og 2010 hadde rekordhøye priser (Horjen, 2013). Som følge av høy tilbudsvekst i 2011 falt lakseprisene markant og de lave prisene fortsatte langt inn i 2012. I 2013 var lakseprisene igjen rekordhøye, mens vi i 2014 har hatt noe nedgang sammenlignet med slutten av 2013.

SalMar ble børsnotert i 2007 og vi anser det hensiktsmessig med en analyseperiode som starter etter børsnoteringen. Mye av veksten i selskapet og bransjen har vært forårsaket av oppkjøp. De senere årene har denne veksten vært noe mer stabil enn tidligere. Som følge av vekstbegrensninger knyttet til tildeling av konsesjoner forventes det at virksomhetssammenslutninger vil fortsette å prege oppdrettsnæringen i framtiden.

Vi har valgt en analyseperiode på seks år som omfatter årene 2009-2014. Perioden dekker høy- og lavkonjunkturer i bransjen og er etter vår vurdering representativ for utviklingen i bransjen og for SalMar. 2008 vil fremgå som en del av tabuleringen og danne grunnlag for beregning av endring i forholdstall for 2009.

6.2.4 Komparative virksomheter

Bransjegjennomsnittet fungerer som en målestokk for SalMar i regnskapsanalysen (Knivsflå, 2014c). Komparative selskap vil her være oppdrettsselskap som konkurrerer på samme vilkår som SalMar. Vi vil benytte de tre største selskapene i Norge, samt Norway Royal Salmon som bransjegjennomsnitt. Videre vil SalMar som en del av bransjen. Flere av de komparative selskapene har deler av sin virksomhet i utlandet, mens SalMar har i all hovedsak holder til i Norge. Optimalt sett bør vi derfor benytte de norske segmentene som sammenligningsgrunnlag. Som følge av begrenset regnskapsinformasjon knyttet til de ulike segmentene har vi likevel valgt å inkludere alle segmentene i bransjegjennomsnittet. SalMar konkurrerer med utenlandske aktører i flere markeder, inkludering av utenlandske segmenter anses følgelig ikke å svekke sammenligningsgrunnlaget i betydelig grad.

6.2.5 Tidsvekting

I oppgaven benytter vi historiske tall for å si noe om vår forventning om fremtiden. Som følge av endringer i bransjen og selskapet anser vi de nyeste årsregnskapene for å ha størst relevans for fremtiden. På bakgrunn av dette kommer vi til å vekte regnskapsårene ulikt når vi skal predikere fremtiden. Vi har tatt utgangspunkt i Knivsflå (2014c) sin tidsvekting, men har foretatt noen justeringer for å unngå favorisering av syklusene. Historisk har syklusene gått i tilnærmet treårssykluser. Årene 2010 og 2013 var spesielt gode år, mens 2008, 2011 og 2012 hadde lave laksepriser. Følgelig har vi valgt å legge til grunn følgende tidsvekting:

ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
VEKTING	0,1	0,125	0,15	0,175	0,225	0,225

Tabell 6-1: Vekting av år fra 2009-2014T

6.3 Trailing årsregnskap

Konsernregnskapet er avlagt etter IFRS som er et balanseorientert rammeverk. Rammeverket er mer investororientert som følge av økt bruk av virkelig verdi (Kaldestad & Møller, 2011). Dette har spesielt betydning for oppdrettsnæringen da beholdningen av levende fisk skal vurderes til virkelig verdi etter IAS 41 Landbruk. Vi vil komme tilbake til denne målemetoden under omgruppering og målefeil.

SalMar er notert på Oslo Børs og plikter etter IAS 34 å utarbeide delårsrapporter. I skrivende stund har selskapet offentliggjort to kvartalsrapporter for 2014. For at vår prediksjon av fremtiden skal bli så nøyaktig som mulig anser vi det hensiktsmessig å ta hensyn til informasjon selskapet har offentliggjort i 2014. Vi vil derfor utarbeide en trailing for 2014 slik at alle kjente forhold er inkludert i regnskapsanalysen.

Trailingen for regnskapsåret 2014 vil basere seg på følgende formel:

$$2014T = Q1_{2014} + Q2_{2014} + Q3_{2013} + Q4_{2013} \quad \text{Formel 6-1}$$

2014T består følgelig av kvartalsrapportene som er offentliggjort hittil i år. Videre tar vi utgangspunkt i siste halvår av 2013 og justerer disse tallene i forhold til forventet vekst og forventninger til markedsforhold for øvrig.

Vekst justeres på bakgrunn av følgende formel:

$$R_{2014T} = R_{Q1+Q2\ 2014} + (R_{2013} - R_{Q1+Q2\ 2013}) * (1 + g) \quad \text{Formel 6-2}$$

$$g = \frac{R_{Q1+Q2\ 2014} - R_{Q1+Q2\ 2013}}{R_{Q1+Q2\ 2013}} \quad \text{Formel 6-3}$$

Ved vekstjustering kan veksten, g , beregnes på bakgrunn av driftsinntektsvekst eller for hver enkeltpost. Vi har i vår trailing valgt å beregne veksten for hver enkeltpost da driftsinntektene i større grad avhenger av lakseprisene fremfor innsatsfaktorer i produksjonen. Enkeltposter som etter vårt skjønn har hatt en ekstrem vekst hittil i år vil bli overstyrt basert på forventet og historisk utvikling.

Kvartalsregnskapene er underlagt betydelig mindre informasjonskrav enn hva årsregnskapene er. Som en følge av manglende spesifiseringer av samleposter i regnskapet er vi nødt til å ta egne forutsetninger. Poster som inngår som en del av en summert regnskapslinje i kvartalsregnskapet er estimert ved hjelp av prosentandeler fra siste årsregnskap.

Vi vil foreta justering for unormale poster og vekst i vår trailing. Unormale poster er en- eller fågangsposter som ikke forventes å komme igjen. Eksempler på unormale poster er nedskrivning, verdiendring finansielle instrumenter og engangsgevinster. Disse postene opptrer sporadisk i regnskapet og har en ustabil trendutvikling. Fortiden sier lite om framtiden og det er derfor kun unormale poster påløpt i 2014 som inngår i trailingen (Knivsflå, 2014c). Vi kommer tilbake til skillet mellom normale og unormale poster under omgrupperingen.

Verdijustering biomasse er en post som kommer igjen hvert år. Justeringen avhenger av faktorer som laksepris, kvalitet på laks og valutaendringer. Dette er forhold som er vanskelig å predikere og sammenhengen mellom årets og fjorårets rapporterte tall sier lite om framtiden. Videre avhenger posten av dagens laksepriser og det resultatføres dermed en urealisert gevinst hver periode. Dagens laksepriser sier ikke å si noe om hvilken pris laksen vil bli solgt for i

fremtiden. Posten vil videre påvirke lønnsomhetsmålingen i stor grad til tross for at dette er faktorer som er utenfor ledelsens kontroll. Vi har derfor valgt å behandle virkelig verdijusteringer som en unormal post.

Driftsinntektene påvirkes av slaktevolum og laksepris. Vekst i slaktevolum påvirkes igjen av nye konsesjoner og vekst i eksisterende konsesjoner. Optimalt burde driftsinntektsveksten være dekomponert i laksepris og økt produksjonsvolum i nye og gamle konsesjoner.

Årsregnskapene til SalMar inneholder begrenset informasjon knyttet til nye konsesjoner og slaktevolum knyttet til de ulike konsesjonene. Som følge av dette vil en dekomponering av kjøpt og egengenerert vekst bli unøyaktig. På bakgrunn av informasjonsbegrensningen har vi valgt å ikke skille mellom vekst i nye og gamle konsesjoner. SalMar velger en slakteprofil slik at de slakter så mye som mulig ved høye priser. Videre har de gjerne et høyere slaktevolum på høsten sammenlignet med våren (SalMar, 2014a). For å finne et klart skille mellom pris og volum må vi følgelig ha et svært detaljert analysenivå. Som følge av tidsbegrensningen knyttet til oppgaven har vi valgt å ikke dekomponere inntektene i slaktevolum og endringer i laksepris. Dette er en tidskrevende øvelse og presisjonsnivået er usikkert. Vi har i stedet valgt å vurdere utviklingen i driftsinntekter samlet og knytte denne utviklingen opp mot faktorene nevnt i dette avsnittet.

Driftsinntektene viser en vekst på 24 prosent hittil i 2014. Historisk sett har denne veksten variert mye og i rekordåret 2013 var driftsinntektsveksten på 49 prosent. Lakseprisene var høye, stort sett over 40 kr/kg, både for andre halvår i 2013 og første kvartal i 2014 (Fish Pool, 2014a). I andre kvartal falt prisene med syv kroner og hittil i tredje kvartal ligger prisene på rundt 33 kr/kg. SalMar eksporterte i første halvår åtte prosent av sin produksjon til Russland og hadde regnet med ytterligere vekst i dette markedet. Bortfallet av markedet forventes å påvirke selskapet noe på kort sikt (SalMar, 2014c). I tillegg har Kina stanset import av hel norsk laks fra og med september 2014 (Furuset, 2014). Kina er ikke blant SalMar sine hovedmarkeder, men dette kan likevel gi ytterligere utfordringer for SalMar på kort sikt.

Betydelig redusert inntektsvekst forventes likevel ikke å inntreffe. SalMar har per andre kvartal en kontraktsdekning på 55 prosent med priser mellom 37-39 kr/kg, dette vil begrense konsekvensene av overnevnte forhold (Nordea, 2014). Videre forventes det lite tilbudsvekst i markedet og vi ser av figur 5-6 at den norske kronen har svekket seg noe den siste tiden. Dette er faktorer som taler mot en større reduksjon i laksepris og følgelig også salgsinntekter. Basert på tilgjengelig informasjon og en helhetsvurdering velger vi å nedjustere driftsinntektsveksten til 16 prosent.

Varekostnad har hatt en vekst på ni prosent sammenlignet med første halvår i 2013. Selskapet opererer i en bransje med sterkt kostnadspress. SalMar er blant de ledende i Norge på kostnadseffektivitet og har i 2014 hatt høy EBIT per kilo sløyd vekt. I kvartalsregnskapet for andre kvartal påpeker styret stadige utfordringer knyttet til sykdomsutbrudd, spesielt PD. Et eventuelt sykdomsutbrudd vil medføre en merkbar økning i kostnadsnivået. Det har den siste tiden vært sterk økning av lakselus, spesielt for Trøndelag og Møre og Romsdal (NrK, 2014b). Da SalMar har store deler av sin produksjon i dette området finner vi det hensiktsmessig å øke kostnadsveksten for varekostnad til 12 prosent.

Andre driftskostnader har hatt en mindre vekst på syv prosent. Avskrivninger og lønnskostnader har derimot hatt en betydelig høy vekst. Selskapet hadde 177 nyansettelser i 2013, noe som anses som en av årsakene til den høye lønnsveksten. Videre har virksomhetssammenslutninger og større tilganger ført til høyere avskrivninger. Vi antar at brorparten av nyansettelsene og anskaffelsene fant sted andre halvår i 2013 og følgelig vil ikke veksten være like høy i gjenværende periode av 2014. Andre driftskostnader har historisk hatt en høyere kostnadsvekst enn syv prosent og vi velger å overstyre denne også. Vi har satt kostnadsveksten til ti prosent for disse tre postene.

Vår overstyring har ført til at veksten i driftsresultat før unormale poster er redusert fra 69 til 50 prosent. Bransjen forventer ikke at årets vekst skal være like ekstrem som fjorårets og vi anser våre justeringer knyttet til vekst for å være rimelig.

Nettoresultat fra tilknyttet selskap antas å ha om lag samme vekst som SalMar da selskapene opererer i samme bransje (Knivflå, 2014c). SalMar har realisert sine aksjeposter i tre tilknyttede selskap det siste året. Tidligere års inntjening fra disse selskapene er følgelig ikke relevant for prediksjon og presenteres på egen linje, *inntekt fra investering i tidligere TK*. Per andre kvartal 2014 er det kun Norskott Havbruk som er å anse som et tilknyttet selskap. Da inntekten fra Norskott Havbruk har økt med over 200 prosent, velger vi å overstyre denne veksten. Vi velger likevel ikke å legge til grunn SalMar sin vekst i normalisert driftsresultat. Årsaken til dette er at inntekt fra tilknyttet selskap kommer inn som en nettostørrelse i regnskapet og påvirker forholdstall i stor grad. Historisk har inntekt fra tilknyttet selskap samsvart med SalMar sin netto driftsrentabilitet. Vi har følgelig lagt til grunn en vekst som gir samme netto driftsrentabilitet som SalMar i 2014.

Selskapets rentekostnad gjelder rentebærende gjeld, mens renteinntektene gjelder finansielle eiendeler. I kvartalsrapportene er disse to regnskapspostene presentert netto, mens det for analyseformål vil det være mest hensiktsmessig å ha postene separat. Vi har sett på

renteinntekter i prosent av finansielle eiendeler og rentekostnader i prosent av finansiell gjeld de siste fem årene, for så å danne oss en formening om rentesatsen knyttet til postene. Basert på dette er det benyttet en tidsvektet presentsats for å finne fordelingen mellom de to postene. Renteinntektene per andre kvartal 2014 er betydelig høyere enn på samme tidspunkt i fjor. Dette anses rimelig med tanke på endringen i selskapets bankinnskudd.

Øvrige finansposter består av mottatt utbytte, aksjegevinster, verdiendringer og uspesifiserte finansposter. Regnskapslinjen er ustabil og uten en klar trend, noe som gjør det vanskelig å predikere framtiden. Vi har derfor valgt å behandle posten som en unormal post og kun tatt hensyn til årets tall i trailingen.

For skattekostnaden er følgende formler lagt til grunn:

$$SK_t = dss * DR + 0,20 * (RI + UFR) - 0,27 * RK \quad \text{Formel 6-4}$$

$$dss_t = \frac{SK_t - 0,20 * (RI_t + UFR_t) - 0,27 * RK_t}{DR_t + UDR_t} \quad \text{Formel 6-5}$$

<i>SK</i> = Skattesats	<i>dss</i> = Driftsskattesats	<i>DR</i> = Driftsresultat
<i>RI</i> = Renteinntekt	<i>UFR</i> = Unormalt finansresultat	<i>RK</i> = Rentekostnad

Skattesatsen for 2014T tar utgangspunkt i selskapets driftsskattesats i 2013 og 2014. Det forutsettes i modellen at finansinntekter og unormalt finansresultat skattlegges med 20 prosent. Forutsetningen har sin rot i realisasjonsprinsippet og fritaksmodellen.

Realisasjonsprinsippet legger til grunn at det kun er realiserte finansinntekter som skal beskattes. Finansinntektene består blant annet av verdiendringer som følge av måling til virkelig verdi. Disse inntektene er ikke realisert og skal følgelig ikke skattlegges.

Fritaksmodellen innebærer at aksjegevinst og utbytte ikke skal beskattes på selskapsnivå, noe som reduserer skattegrunnlaget for finansinntekter ytterligere. Effektiv skattesats på unormalt finansresultat er vanskelig å identifisere som følge av begrenset noteinformasjon. Knivsflå (2014c) anfører at man i slike tilfeller kan benytte en tommelfingerregel. Skattesatsen på finansinntekter befinner seg et sted mellom 0 og 27 prosent. Som følge av at realisert andel av tidligere års resultatførte resultater også skattlegges har vi lagt til grunn en skattesats på 20 prosent.

SalMar presenterer renteinntekter på egen linje i regnskapet. Det er ikke oppgitt noen noteinformasjon knyttet til denne posten, men det er nærliggende å tro at posten kun

inneholder renteinntekter knyttet til finansielle eiendeler. Legges dette til grunn er hele posten skattepliktig og skal beskattes med 27 prosent. Rentekostnadene skattlegges på lik linje som driftsresultat og renteinntekter ifølge symmetriprinsippet. Driftsskattesatsen for 2013 og 2014 er henholdsvis 23,03 og 22,19 prosent, dette gir driftsskattesats i trailingåret lik 22,5 prosent.

Når det gjelder inntekt fra minoritetsinteresser anfører Knivslå (2014c) at man ved ekstrem vekst kan legge til grunn veksten i SalMar sitt netto driftsresultat. Netto minoritetsresultat har en negativ vekst på 73 prosent i trailingåret. I april 2013 kjøpte SalMar seg opp i Villa Organic og fikk en samlet eierandel på 50,4 prosent. Villa Organic er følgelig konsolidert i SalMar sitt konsernregnskap, men eierandelen har betydelige minoritetsinteresser noe som igjen påvirker minoritetsresultatet. Fra og med 1.juli 2014 er eierandelen redusert og Villa Organic skal ikke lengre være konsolidert. Dette medfører at minoritetsresultatet som gjelder dette selskapet vil falle bort. På bakgrunn av dette har vi lagt til grunn faktisk vekst i trailingen da denne anses å være mest relevant.

Vår trailing gir en EPS lik 10,94. Til sammenligning viser konsensus en EPS lik 11,58 for 2014 (Bloomberg Terminal, 2014). De ulike analytikerestimater som inngår i konsensus varierer mye, eksempelvis har Fondsfinans en EPS nær vårt estimat. Vi mener at bransjens utfordringer den siste tiden, spesielt knyttet til politiske forhold og sykdomsutbrudd, vil påvirke SalMar til en viss grad siste halvår av 2014. På bakgrunn av dette anser vi vår trailing for å være passende basert på tilgjengelig informasjon.

Vi ser at årsresultatet for 2014T viser en forholdsvis stor nedgang sammenlignet med 2013. Hovedårsaken til dette er biomassejusteringene for de to årene. 2013 hadde en høy positiv biomassejustering, mens det hittil i 2014 har vært en negativ biomassejustering. Ser vi i stedet på driftsresultat før unormale poster forventes det vekst sammenlignet med fjoråret. Enkelte av resultatpostene er kommentert under tabell 6-2 og en vurdering av hvorvidt en post er å unormal eller ikke følger i avsnitt 6.4.1.

6.3.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap (i NOK 1000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Salgsinntekter	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 800 204	4 180 414	6 228 305	7 452 006
Annen driftsinntekt	10 014	1 042	29 564	33 299	24 377	17 555	21 287
Sum driftsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 473 294
Varekostnad, inkl. beh.ending	818 172	1 136 878	1 497 069	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 379 470
Lønnskostnad	240 393	265 517	313 290	391 745	483 215	623 053	745 948
Ordinære avskrivninger	55 225	66 578	93 962	132 000	169 621	220 820	272 452
Annen driftskostnad	253 701	311 973	517 067	705 891	885 983	1 086 299	1 181 039
Sum driftskostnader	1 367 491	1 780 946	2 421 388	3 206 904	3 863 578	4 981 367	5 578 910
DR før unormale poster	346 765	596 358	1 008 044	626 599	341 213	1 264 493	1 894 384
Nedskrivning varige DM	-	11 600	1 668	543	547	5 000	-
Verdijustering biomasse	32 996	4 624	178 585	334 950	268 749	529 433	269 400
Annen verdijustering	-	-	2 438	33 148	21 667	1 257	42 700
Merverdier varelager fra oppkjøp	9 303	-	33 587	20 259	-	-	-
Engangsgev. knyttet til oppkjøp	-	-	-	-	62 390	161 755	-
Særskilte biologiske hendelser	-	-	-	60 070	54 614	-	-
Driftsresultat	304 466	580 134	1 153 812	177 629	638 858	1 949 424	1 582 284
Inntekt på investering i TK	12 046	56 928	117 738	13 725	17 605	101 075	113 600
Inntekt på investering i tidl. TK	203	159	29 627	84 274	76 305	56 905	-
Renteinntekt	3 485	330	5 639	5 276	2 956	9 958	23 716
Rentekostnad	72 178	32 078	49 597	98 791	150 224	168 053	138 761
Netto finansinntekt	13 319	28 947	3 564	21 636	23 004	372 761	100
Resultat før skattekostnad	234 703	634 102	1 260 783	160 477	608 504	2 322 070	1 580 739
Skattekostnad - normal	65 874	163 217	302 667	13 106	127 062	418 695	325 060
Skattekostnad - unormal	-	-	-	-	-	-	-
Res. før diskon. og minoritet	168 829	470 885	958 116	147 371	481 442	1 903 375	1 255 678
Nettoreultat fra disk. virksomhet	-	-	-	-	-	-	-
Netto minoritetsandel	249	16	11 300	2 517	14 072	113 335	30 847
Årsresultat	168 580	470 869	946 816	144 854	467 370	1 790 040	1 224 832
OCI	18 051	14 760	33 872	1 121	42 763	74 645	15 200
Fullstendig netto resultat	150 529	456 109	912 944	143 733	424 607	1 864 685	1 240 032

Tabell 6-2: Resultatregnskap, 2008-2014T

Verdijustering biomasse

Levende fisk skal som nevnt vurderes til virkelig verdi. Endringer i virkelig verdi skal føres over resultatet og fremkommer som verdijustering biomasse i resultatregnskapet. Som vi ser av tallene over utgjør verdijusteringen en betydelig del av selskapets driftsresultat. Posten presenteres på egen linje av informasjonshensyn for brukerne av regnskapet. Virkelig verdi vurderingen av biologiske eiendeler avhenger blant annet av laksepris. Det er følelig naturlig at verdijusteringen er stor og positiv i år med høye laksepriser og motsatt ved lave laksepriser.

Annen verdijustering

Annen verdijustering består av endring i avsetning for tapskontrakter og urealiserte verdiendringer for Fish Pool kontrakter og valutaterminkontrakter. Oppdrettsnæringen inngår gjerne salgskontrakter der laksen selges til en bestemt pris. Dersom kontraktsprisen er lavere enn den markedsprisen som ligger til grunn for biomassevurderingen presenteres dette som en forpliktelse i balansen. Endringer i denne forpliktelsen fremkommer som annen verdijustering i resultatregnskapet. Valutaterminkontrakter og Fish Pool kontrakter representerer derivater

som er sikringsinstrument og skal vurderes til virkelig verdi etter IFRS. Endring i virkelig verdi fremkommer i resultatet som en virkelig verdi justering.

Merverdi varelager fra oppkjøp

Ved tidligere virksomhetssammenslutninger har SalMar identifisert merverdier knyttet til varelager. Når disse varene er solgt medfører dette en kostnadsføring av merverdiene som ble identifisert på oppkjøpstidspunktet.

Engangsgevinst knyttet til oppkjøp

Ved virksomhetssammenslutninger skal det foretas en merverdianalyse etter IFRS 3. Selskapet kjøpte i 2012 en virksomhet i Laksefjorden. Identifiserbare eiendeler ble da vurdert til en høyere verdi enn vederlaget SalMar betalte. Differansen, med fratrekk for betinget vederlag, ble inntektsført som en engangsgevinst i 2012. For 2013 gjelder engangsgevinsten kjøp av samtlige aksjer i Atlantic Cod Farms AS og trinnvist oppkjøp av aksjene i Villa Organic AS (SalMar, 2014a).

Særskilte biologiske hendelser

Med særskilte biologiske hendelser menes myndighetspålagt sanering av laks ved utbrudd av PD og enkeltrømminger av et vesentlig antall laks. I 2012 hadde SalMar tre tilfeller av PD-utbrudd der myndighetene påla full sanering. Kostnadsført beløp i 2011 er en avsetning knyttet til sanering foretatt i 2012, men der pålegget kom i 2011 (SalMar, 2014a).

6.3.2 Balanse

Balansen i trailingåret tilsvarende selskapets balanse per andre kvartal 2014. Vi har foretatt en prosentvis fordeling basert på årsregnskapet for 2013 for å finne enkelte poster.

Som nevnt er Villa Organic konsolidert i per andre kvartal 2014. Da selskapet ikke lenger vil være konsolidert fra 01.07.2014 anser vi balansetallene knyttet til selskapet for å være lite relevant for prediksjon. Vi har derfor valgt å trekke ut balansepostene som gjelder Villa Organic i balansen for 2014. I SalMar sitt kvartalsregnskap for andre kvartal er det spesifisert hvor stor andel av verdiene som tilhører Villa Organic. Denne spesifikasjonen er lagt til grunn ved justeringen av balansetallene. Minoritetsinteresser påvirkes i størst grad og reduseres med om lag 90 prosent. Øvrige balanseposter påvirkes kun i mindre grad. Varene til Villa Organic er trukket fra balanselinjen andre varer hos SalMar. Sannsynligvis er disse varene biologiske eiendeler, men da vi ikke vet hvor mye av den virkelige verdijusteringen som skal tilskrives Villa Organic har vi foretatt denne forenklingen. Dette er gjort med hensyn til justering av målefeil som vi skal foreta senere i oppgaven.

Balansen presenteres nedenfor og kommentarer knyttet til enkeltposter følger etter tabellen.

Balanse (i NOK 1000)							
EIENDELER	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
<i>Anleggsmidler</i>							
Konsesjoner	914 116	933 116	1 370 268	1 442 503	1 662 503	1 972 274	2 255 621
Goodwill	196 932	205 458	306 999	433 348	433 348	433 348	433 348
Andre immaterielle eiendeler	-	2 800	36 216	41 249	39 649	58 436	66 831
Sum immaterielle eiendeler	1 111 048	1 141 374	1 713 483	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 755 800
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	66 864	102 624	179 364	206 409	233 732	473 408	502 658
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	319 847	403 979	636 720	845 581	947 824	1 248 820	1 295 311
Skip, transportmidler og lign.	29 374	26 684	55 951	74 455	87 247	137 096	135 331
Sum varige driftsmidler	416 085	533 287	872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	1 933 300
Investeringer i tilknyttet selskap	257 615	268 508	866 809	918 868	948 575	402 338	457 700
Investeringer i aksjer og andeler	975	1 025	1 426	762	15 760	384	419
Pensjonsmidler	1 637	4 904	3 901	2 023	2 492	802	930
Andre fordringer	5 485	12 720	12 276	4 609	4 029	5 225	5 952
Sum finansielle anleggsmidler	265 712	287 157	884 412	926 262	970 856	408 749	465 000
Sum anleggsmidler	1 792 845	1 961 818	3 469 930	3 969 807	4 375 159	4 732 131	5 154 100
<i>Omløpsmidler</i>							
Biologiske eiendeler	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	2 716 800
Andre varer	97 768	103 176	128 973	227 935	303 682	171 539	104 800
Sum varer	1 069 222	1 114 694	1 709 907	1 648 723	2 289 895	3 248 689	2 821 600
Kundefordringer	148 596	252 155	409 707	505 280	660 944	662 149	519 100
Andre fordringer	34 156	73 247	136 266	144 993	245 501	217 584	218 200
Sum fordringer	182 752	325 402	545 973	650 273	906 445	879 733	737 300
Bankinnskudd, kontanter og lign.	23 541	148 424	107 062	47 621	55 336	1 070 998	227 300
Sum omløpsmidler	1 275 515	1 588 520	2 362 942	2 346 617	3 251 676	5 199 420	3 786 200
SUM EIENDELER	3 068 360	3 550 338	5 832 872	6 316 424	7 626 835	9 931 552	8 940 300
EGENKAPITAL OG GJELD	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
<i>Egenkapital</i>							
Aksjekapital	25 750	25 750	25 750	25 750	28 325	28 325	28 325
Eqne aksjer	-	150	-	350	-	325	-
Overkurs	112 880	112 880	112 880	112 880	415 286	415 286	415 286
Annen innskutt egenkapital	15 551	20 454	25 685	38 337	49 957	32 822	33 214
Sum innskutt egenkapital	154 031	158 734	163 965	176 642	493 243	476 108	476 500
Fond	1 160 184	1 540 158	2 187 391	1 915 741	2 338 170	4 246 869	3 815 300
Sum opptjent egenkapital	1 160 184	1 540 158	2 187 391	1 915 741	2 338 170	4 246 869	3 815 300
Minoritetsinteresser	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	36 000
Sum egenkapital	1 315 113	1 699 806	2 469 367	2 214 611	2 967 713	5 060 785	4 327 800
<i>Langsiktig gjeld og forpliktelser</i>							
Pensjonsforpliktelser	5 233	5 784	1 714	1 213	528	-	-
Utsatt skatt	481 813	498 508	787 188	738 475	872 398	1 199 557	1 294 500
Gjeld til kreditinstitusjoner	758 171	746 071	1 760 567	2 028 537	2 098 240	1 974 521	1 822 032
Leasing gjeld	65 764	68 070	108 606	173 460	125 188	471 716	445 368
Sum LG og forpliktelser	1 310 981	1 318 433	2 658 075	2 941 685	3 096 354	3 645 794	3 561 900
<i>Kortsiktig gjeld</i>							
Gjeld til kreditinstitusjoner	183 999	118 073	51 431	501 754	596 288	397 186	355 800
Leverandørgjeld	133 022	204 394	351 042	412 802	762 765	515 856	398 899
Betalbar skatt	46 271	146 293	148 088	66 399	7 008	25 843	24 501
Skyldige offentlige avgifter	19 137	19 710	48 023	52 980	43 192	93 532	88 739
Annen kortsiktig gjeld	59 837	43 627	106 845	126 195	153 515	192 556	182 661
Sum kortsiktig gjeld	442 266	532 097	705 429	1 160 130	1 562 768	1 224 973	1 050 600
Sum gjeld	1 753 247	1 850 530	3 363 504	4 101 815	4 659 122	4 870 767	4 612 500
SUM EK OG GJELD	3 068 360	3 550 338	5 832 871	6 316 424	7 626 835	9 931 552	8 940 300

Tabell 6-3: Balanseoppstilling SalMar med trailing for 2014

Konsesjoner

Konsesjoner kan i hovedsak erverves på tre måter: Tildeling fra myndighetene, erverv som enkeltkjøp eller erverv som del av virksomhetsoverdragelse. De seneste årene har erverv ved virksomhetsoverdragelse vært mest utbredt i Norge (EY, 2014). Konsesjoner skal innregnes til anskaffelseskost ved kjøp og til virkelig verdi ved virksomhetsoverdragelse. Som følge av ulike regler for innregning er det store forskjeller knyttet til balanseført verdi mellom konsesjonene. SalMars konsesjoner i Midt-Norge har hatt lavest anskaffelseskost, mens segment Rauma har hatt høyest anskaffelseskost. Da rettighetene er tidsbegrenset foretas det ingen avskrivning av konsesjonene. I stedet gjennomføres det en årlig test for verdifall for å vurdere et eventuelt nedskrivningsbehov. Selskapet har hatt en økning i balanseførte konsesjoner de senere årene. Nye konsesjoner er i hovedsak knyttet til virksomhetsoverdragelser og tildelinger av grønne konsesjoner fra myndighetene.

Goodwill

Det er ikke adgang til å balanseføre egenutviklet goodwill etter IFRS. SalMar sin goodwill stammer dermed i sin helhet fra virksomhetssammenslutninger. Oppkjøp foretatt i 2012 og 2013 medførte engangsgevinster og følgelig ikke goodwill. Det har ikke vært noen kjøp av aksjeposter i andre selskap hittil i 2014. Videre er det ikke foretatt nedskrivning av goodwill i senere tid og posten har derfor ikke endret seg de seneste årene.

Biologiske eiendeler

Som nevnt skal levende fisk vurderes til virkelig verdi etter IAS 41 og IFRS 13, denne målingen har vært gjeldende siden 2005. Oppdrettsnæringen skiller mellom oppdrettslaks i tidlig vekstfase, ikke-slakteklar oppdrettslaks og slakteklar oppdrettslaks ved verdivurderingen.

Oppdrettslaks i tidlig vekstfase er laks der den biologiske omdanningen ikke er i gang. Dette gjelder laks der arbeidet som er gjort med fisken ikke forventes å ha påvirket eiendelen i vesentlig grad. På dette tidspunktet i produksjonskjeden antas risikoen knyttet til laksen for å være stor, blant annet i forhold til sykdomsutbrudd, dødelighet og framtidig laksepris. Som følge av usikkerheten er det lagt til grunn at historisk kost er den mest representative verdien på fisken. Årsaken er at en ekstern oppdretter lite trolig er villig til å betale mer for laksen enn hva det koster å sette ut smolt og føre den opp selv. Laks under en kilo anses for å være i tidlig vekstfase og skal følgelig vurderes til historisk kost.

Ikke-slakteklar oppdrettslaks er laks der den biologiske omdanningen er i gang, men laksen er ikke slakteklar. Normalt anses laks for å være slakteklar når den er om lag fire kilo, det er

følgelig laks i størrelsen en til fire kilo som havner i denne kategorien. Denne kategorien skal verdsettes til virkelig verdi i henhold til IFRS 13. Ved verdsettelsen må beste estimat knyttet til vekst og dødelighet, fremtidig salgspris, samt gjenstående kostnader og estimert fortjeneste legges til grunn. SalMar (2014a) opplyser i sine noter at de ved vurderingen tar utgangspunkt i markedsverdi for slaktet fisk på balansedagen. Videre justeres det for salgskostnader, samt fiskens størrelse relativt til størrelsen på slakteklar fisk.

Slakteklar oppdrettslaks omfatter laks over fire kilo. Når laksen er på denne størrelsen er en betraktelig del av usikkerheten falt bort og det eksisterer en markedsverdi for slaktet laks som kan legges til grunn. Virkelig verdi utgjør dermed markedspris for slaktet laks fratrukket salgskostnader (EY, 2014). Laks som er slaktet, men ikke solgt klassifiseres som andre varer etter IAS 2 Beholdninger.

Oppdrettsselskapene legger normalisert kost til grunn ved verddivurderingen. Dette innebærer at unormale forhold som større sykdomsutbrudd, høye fôrkostnader, uventede værforhold og lignende normalt holdes utenfor. Som vi ser av regnskapet varierer balanseført verdi forholdsvis mye fra år til år. Dette kommer som nevnt av de sykliske lakseprisene og andre eksterne forhold som påvirker laksen i merdene. Vi kommer tilbake til bruken av virkelig verdi knyttet til levende laks senere i oppgaven.

6.3.3 Egenkapitaloppstilling

Nedenfor presenteres endring i egenkapital for analyseperioden. Det er kun majoritetens andel som inngår i oppstillingen da det er denne som danner grunnlaget for videre analyse. Vi kommer tilbake til forklaring av netto betalt utbytte og nettoresultat til egenkapital under omgruppering.

	Endring egenkapital	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
	Egenkapital 1.1	1 286 678	1 314 217	1 698 892	2 351 365	2 092 392	2 831 424	4 722 987
+	Fullstendig netto resultat til egenkapital	150 529	456 109	912 944	143 733	424 607	1 864 685	468 581
-	Netto betalt utbytte	- 122 993	- 71 434	- 260 480	- 402 716	314 414	26 867	- 899 768
=	Egenkapital 31.12.	1 314 214	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	4 291 800

Tabell 6-4: Endring egenkapital

6.4 Omgruppering

Hensikten med omgruppering er å gjøre årsregnskapet bedre egnet for analyseformål. Som nevnt innledningsvis vil vi i vår analyse ha et investororientert perspektiv. IFRS er mer investororientert enn NGAAP, men har likevel et kreditororientert fokus. Balansen er satt opp på bakgrunn av likviditet og resultatet fokuserer på at verdiskapningen overstiger kostnaden ved bruk av finansiell gjeld. Vi vil i omgrupperingen forsøke å øke fokuset knyttet til

normalisert verdiskapning og verdiutdeling, samt se på kildene til normalisert verdiskapning (Knivsflå, 2014d).

6.4.1 Resultatregnskap

Omgruppering av resultatregnskapet består av fire steg:

- 1) Identifisere fullstendig nettoresultat
- 2) Fordele fullstendig nettoresultat slik at selskapet, kreditorer og eierne får sitt resultat før skatt
- 3) Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt
- 4) Fordele skattekostnaden på alle resultatene

Til slutt vil vi utarbeide et omgruppert årsregnskap som skal ligge til grunn for videre analyse.

Identifisere fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) til egenkapital tilsvarer majoritetens andel av resultatet og kan identifiseres ved hjelp av følgende formel:

$$FNR = \text{Rapportert } \dot{A}RE + OCI + \text{Dirty Surplus} \quad \text{Formel 6-6}$$

Rapportert årsresultat og OCI (Other Comprehensive Income) fremgår direkte av SalMar sin resultatoppstilling. OCI omfatter unntak fra IFRS sin hovedregel om at alle inntekter og kostnader skal føres over resultatet. Postene i OCI reflekterer i all hovedsak revurderinger som følge av endringer i valutakurs, estimater og verdsetting knyttet til ikke realiserte eiendeler (PwC, 2010).

Dirty Surplus oppstår som følge av brudd på kongruensprinsippet som sier at alle inntekter og kostnader skal føres over resultatet. Dirty Surplus omfatter følgelig poster som er ført direkte mot egenkapitalen. For selskap som rapporterer etter IFRS vil de fleste av disse postene være hensyntatt under OCI. Eksempler på poster som kan representere dirty surplus etter IFRS er emisjonskostnader, diverse justeringer og prinsippendringer. I SalMar sine egenkapitaloppstillinger for analyseperioden er det ikke identifisert slike poster. Da vi har foretatt trailing av årsresultatet og benytter egenkapital per 30.06.2014 oppstår det en differanse i egenkapitaloppstillingen. Denne differansen er ført som dirty surplus for 2014T da dette er en føring direkte mot egenkapitalen (Knivsflå, 2014d).

Fullstendig nettoresultat til egenkapital er presentert i tabellen under:

	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
	Årsresultat	168 580	470 869	946 816	144 854	467 370	1 790 040	1 224 832
+	OCI	- 18 051	- 14 760	- 33 872	- 1 121	- 42 763	74 645	15 200
=	Rapportert totalresultat	150 529	456 109	912 944	143 733	424 607	1 864 685	1 240 032
+	Dirty Surplus	-	-	-	-	-	-	- 771 451
=	Fullstendig NRE	150 529	456 109	912 944	143 733	424 607	1 864 685	468 581

Tabell 6-5: Fullstendig nettoresultat til egenkapital

Fordeling av fullstendig nettoresultat

For analyseformål ønsker vi at alle kapitaler har sitt eget resultat før skatt, fullstendig nettoresultat skal derfor fordeles på de ulike kapitalene. For å identifisere fordelingen må vi finne kildene til resultatet og hvordan det blir fordelt. Inntektskildene består av driftsresultat og finansresultat. Disse to resultatene skal videre fordeles på finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapital.

Vi har i tabell 6-6 splittet mellom poster knyttet til drift og finans. Enkelte poster er kommentert under oppsettet.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	
DRIFT								
	Driftsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 473 294
-	Driftskostnader	- 1 409 790	- 1 797 170	- 2 278 058	- 3 622 726	- 3 587 600	- 4 295 179	- 5 848 310
	Endring avsetning tapkontrakter	-	-	3 635	3 635	- 1 805	1 759	-
-	Realisert Fish Pool gevinst(-)/ tap (+)	-	-	-	8 677	6 861	641	-
=	Driftsresultat fra egen virksomhet	304 466	580 134	1 147 739	223 089	622 247	1 948 281	1 624 984
+	Inntekt fra investering i TK	12 249	56 769	147 365	97 999	93 910	157 980	113 600
+	Driftsrelatert DSP	-	-	-	-	-	-	- 771 451
+	Driftsrelatert OCI	- 18 051	- 16 966	- 26 972	- 1 601	- 42 763	74 645	15 200
=	Fullstendig driftsresultat før skatt	298 664	619 937	1 268 132	319 487	673 394	2 180 906	982 333
FINANS								
	Renteinntekt	3 485	330	5 639	5 276	2 956	9 958	23 716
-	Rentekostnad	- 72 178	- 32 078	- 49 597	- 98 791	- 150 224	- 168 053	- 138 761
	Urealisert verdiendring Fish Pool og valutaterminkontrakter	-	-	6 073	- 36 783	23 472	502	- 42 700
+	Realisert Fish-Pool gevinst	-	-	-	- 8 677	- 6 861	641	-
+	Unormalt finansresultat	- 13 319	28 947	3 564	- 21 636	23 004	372 761	- 100
+	Finansrelatert OCI	-	2 205	- 6 899	480	-	-	-
=	Fullstendig finansresultat før skatt	- 82 012	- 596	- 41 220	- 160 131	- 107 653	215 809	- 157 845
-	Minoritetens andel av totalresultat	249	16	11 300	2 517	14 072	113 335	30 847
-	Skatt	65 874	163 217	302 667	13 106	127 062	418 695	325 060
=	Nettoresultat til EK	150 529	456 109	912 944	143 733	424 607	1 864 685	468 581

Tabell 6-6: Fordeling av drift- og finansposter

Inntekt fra investering i TK

Som tidligere nevnt er investeringer i tilknyttet selskap nært knyttet til driften i SalMar.

Norskott Havbruk driver, som SalMar, med oppdrett av laks gjennom Scottish Sea Farms. Vi har på bakgrunn av dette plassert inntekt fra investering i tilknyttet selskap som en del av driftsresultatet. I trailingen skilte vi mellom nåværende og tidligere tilknyttede selskap. Dette ble gjort for å ha med relevante eierandeler i vår forventning om resultatposten i 2014T.

Videre i oppgaven anses det ikke nødvendig å skille mellom disse postene. Inntekt fra

investering i tidligere tilknyttede selskap er derfor også plassert under driftsresultatet. Posten presenteres etter skatt og skal følgelig ikke beskattes i SalMar sitt konsernregnskap.

Other Comprehensive Income

OCI utgjør en blanding av drifts- og finansrelaterte poster. Poster som oppstår i forbindelse med tilknyttet selskap og datterselskap er plassert som en del av driftsresultatet. Disse postene gjelder omregningsdifferanser, egenkapitaltransaksjoner og OCI i nevnte selskap. Videre er reklassifisering av pensjon en del av driftsresultatet da lønn også inngår her. Poster knyttet til valuta og sikring er å anse som finansrelaterte og er derfor inkludert i finansresultatet.

Annen verdijustering

Posten består av endring i avsetning på tapskontrakter og urealisert verdiendring i forbindelse med Fish Pool kontrakter og valutaterminkontrakter.

Endring i avsetning på tapskontraktene beror, som nevnt, på forskjellen mellom kontraktspris i salgsvtaler og lakseprisen som ligger til grunn for biomassejustering. Grunnlaget for resultatposten er følgelig biologiske eiendeler, vi har derfor klassifisert posten under drift.

Fish Pool kontrakter er derivat som er ment for å sikre selskapet mot tap ved nedgang i laksepris. Disse kontraktene har kun finansielt oppgjør og bærer preg av spekulasjon i forbindelse med fremtidig laksepris. På bakgrunn av dette plasseres posten som finans. Selskapet har resultatført realiserte gevinster fra Fish Pool kontrakter i operasjonelt driftsresultat i 2012 og 2013. Disse resultatføringene er i SalMar sitt regnskap en del av driften, men er i vår omgruppering flyttet til finans. Postene er identifisert i notene og det fremgår også hvilke balanseposter som er påvirket av Fish Pool kontraktene. Disse balansepostene er følgelig også plassert som finansrelaterte.

Valutaterminkontrakter er knyttet til endringer i valutakurser. Valutakurser avhenger i stor grad av finansielle forhold og plasseres følgelig under finans. På samme måte som over har vi her benyttet notene for å sikre konsistent behandling av resultat- og balanseposter knyttet til valutaterminkontrakter.

Identifisere normale og unormale poster

Som nevnt under trailingen er ikke alle poster like godt egnet for prediksjon. Da omgruppert årsregnskap danner grunnlaget for prediksjon er det viktig å identifisere den normale verdiskapningen for videre framskrivning. Normale poster kjennetegnes ved at det er permanente poster som forventes å komme igjen periode etter periode, i tillegg har de en

relativt stabil trend. Unormale poster er poster som er representert i regnskapet et fåtall ganger eller poster med en ustabil trend (Knivsflå, 2014d).

Postene som under trailingen er vekstjustert er etter vår vurdering å anse som normale poster. I normalisert driftsresultat inngår salgsinntekter, varekostnad, avskrivninger, annen driftskostnad og inntekt fra tilknyttet selskap. Dette er poster som har en relativt stabil trend og følgelig er egnet til å si noe om framtiden. I normalisert finansresultat er det renteinntekter og rentekostnader som inngår. Dette er poster som oppstår på grunnlag av finansielle eiendeler og gjeld og er egnet for prediksjon.

Unormale driftsrelaterte poster

De fleste postene som er klassifisert som unormale er redegjort for under trailingen. Vi vil derfor begrense dette avsnittet til hvorfor vi mener postene er å anse som unormale.

Verdijustering biomasse er, som nevnt, en ustabil post som spesielt påvirkes av de volatile lakseprisene. Dette gjør posten vanskelig å predikere og vi har derfor valgt å behandle denne som unormal. Under målefeil vil vi komme tilbake til denne regnskapslinjen.

Endring i avsetning på tapskontrakter representerer et hypotetisk tap som følge av at SalMar har solgt til en lavere pris enn hva de ville fått i markedet på et gitt tidspunkt. Dette representerer ikke normalisert verdiskapning og er følgelig klassifisert som en unormal post.

Merverdier i varelager fra oppkjøp, særskilte biologiske hendelser og engangsgevinster knyttet til oppkjøp er poster som opptrer sporadisk. Postene vil muligens opptre i regnskapet i senere perioder, men de har ingen klar trend og er følgelig vanskelig å predikere. De er dermed å anse som en- eller fågangsposter og er klassifisert som unormale.

Når det gjelder driftsrelaterte poster i OCI har vi klassifisert alle disse postene som unormale. OCI er en post som opptrer hvert år, men med liten stabilitet. Posten varierer mye fra år til år noe som gjør den vanskelig å predikere. Dette gjelder både for posten samlet sett og enkeltposter som inngår i OCI. Posten presenteres netto i SalMar sitt regnskap og er ikke gjenstand for beskatning.

DRIFT	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Driftsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 473 294
Varekostnad	818 172	1 136 878	1 497 069	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 379 470
Lønnskostnad	240 393	265 517	313 290	391 745	483 215	623 053	745 948
Avskrivninger	55 225	66 578	93 962	132 000	169 621	220 820	272 452
Annen driftskostnad	253 701	311 973	517 067	705 891	885 983	1 086 299	1 181 039
Realisert Fish-Pool gevinst	-	-	-	8 677	6 861	641	-
Driftsresultat egen virksomhet	346 765	596 358	1 008 044	635 276	348 074	1 263 852	1 894 384
Inntekt fra investering i TK	12 249	56 769	147 365	97 999	93 910	157 980	113 600
Driftsresultat - normalt	359 014	653 127	1 155 409	733 275	441 984	1 421 832	2 007 984
Nedskrivning varige DM	-	- 11 600	- 1 668	- 543	- 547	- 5 000	-
Verdjustering biomasse	- 32 996	- 4 624	178 585	- 334 950	268 749	529 433	- 269 400
Merverdier varelager fra oppkjøp	- 9 303	-	- 33 587	- 20 259	-	-	-
Engangsgevinster knyttet til oppkjøp	-	-	-	-	62 390	161 755	-
Særskilte biologiske hendelser	-	-	-	- 60 070	- 54 614	-	-
Endring avsetning tapskontrakter	-	-	- 3 635	3 635	- 1 805	- 1 759	-
Unormalt driftsresultat før skatt	- 42 299	- 16 224	139 695	- 412 187	274 173	684 429	- 269 400
Omregningsdifferanse i TK	- 15 953	- 20 384	- 27 546	1 544	- 40 197	82 163	15 200
Utvidede resultatposter i TK	-	-	-	-	-	8 811	-
Egenkapitaltransaksjoner i TK	- 3 121	4 076	158	- 3 063	1 847	-	-
Omregningsdifferanse i datterselskap	1 023	658	416	82	719	1 051	-
Reklassifisering pensjoner	-	-	-	-	-	242	-
Unormale driftsrelaterte poster OCI	- 18 051	- 16 966	- 26 972	- 1 601	- 42 763	74 645	15 200

Tabell 6-7: Normale og unormale driftsrelaterte poster

Unormale finansrelaterte poster

Som tidligere nevnt avhenger de urealiserte verdiendringene av laksepris og valutakurser. Dette er poster som er vanskelig å predikere. Videre har postene historisk sett vært ustabile uten en klar trend. Vi anser derfor postene for å være unormale.

Unormalt finansresultat består av verdiendring på finansielle eiendeler, utbytte, gevinst knyttet til TRS-avtale, valutaendringer og andre finansposter. Generelt er det lite informasjon om postene i SalMar sine regnskap og det er kun de siste årsregnskapene som inneholder en spesifisering av postene. Posten avhenger for det meste av eksterne faktorer og er følgelig ikke en del av SalMar sin normaliserte verdiskapning. De siste årene har posten variert mye og den klassifiseres som en unormal post. Utbytte kan være å anse som en normal post, men som følge av manglende opplysninger klassifiseres også denne som unormal.

Finansrelatert OCI gjelder endring i virkelig verdi på sikringsinstrument og valutaendringer. Postene er drevet av faktorer som er vanskelig å predikere og opptrer sjeldent i årsregnskapene. Vi har derfor valgt å klassifisere disse som unormale.

FINANS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Renteinntekter	3 485	330	5 639	5 276	2 956	9 958	23 716
Rentekostnader	- 72 178	- 32 078	- 49 597	- 98 791	- 150 224	- 168 053	- 138 761
Normalisert finansresultat før skatt	- 68 693	- 31 748	- 43 958	- 93 515	- 147 268	- 158 095	- 115 045
Urealisert verdiendring Fish Pool og valutaterminkontrakter	-	-	6 073	- 36 783	23 472	502	- 42 700
Realisert Fish-Pool gevinst	-	-	-	- 8 677	- 6 861	641	-
Urealisert gevinst TRS-avtale	-	-	-	-	50 024	26 683	-
Aksjegevinster	-	-	-	275	-	254 360	-
Verdiendring finansielle eiendeler	-	-	-	-	-	82 781	-
Aksjeutbytte	-	-	-	-	-	4 686	-
Netto valutaendring	- 13 683	28 462	763	- 8 851	-	-	-
Beredskapsprovisjon og etabl. Gebyr	-	-	-	- 8 675	- 18 860	-	-
Andre finansielle poster	364	485	2 801	- 4 385	- 8 160	4 251	- 100
Unormalt finansresultat før skatt	- 13 319	28 947	9 637	- 67 096	39 615	373 904	- 42 800
Endring i virkelig verdi av sikringsinstrument	-	2 205	- 6 899	-	-	-	-
Valutadifferanse på nettoinvestering i utenlandsk enhet	-	-	-	480	-	-	-
Unormale finansrelaterte poster OCI	-	2 205	- 6 899	480	-	-	-

Tabell 6-8: Normale og unormale finansrelaterte poster

Unormal skattekostnad

For prediksjonsformål ønsker vi den normaliserte driftsskattesatsen. Det er kun skattenoten for 2012 og 2013 som inneholder spesifikasjon av permanente forskjeller for SalMar. Som følge av dette er det vanskelig å si noe om unormal skattekostnad tilbake i tid. Vi har derfor foretatt en forenkling og plassert uspesifiserte permanente forskjeller som normal skattekostnad. Skattekostnaden fordeler seg som vist under:

SKATT	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Normal skattekostnad	65 875	163 217	302 667	13 106	127 061	463 268	325 060
Unormal skattekostnad	-	-	-	-	-	-	-
Effekt endret skattesats	-	-	-	-	-	- 44 574	-
Sum unormal skattekostnad	-	-	-	-	-	- 44 574	-
Rapportert skattekostnad	65 875	163 217	302 667	13 106	127 061	418 694	325 060

Tabell 6-9: Normal og unormal skattekostnad

Fordele skattekostnaden på alle resultatene

Avslutningsvis i omgrupperingen skal vi fordele skattekostnaden mellom normalt og unormalt drifts- og finansresultat.

Finansresultat

Vi har valgt å beskatte unormalt finansresultat med 20 prosent. SalMar sine finansinntekter og finanskostnader forutsettes å være knyttet til finansielle eiendeler og gjeld. En skattesats på 27 prosent legges følgelig til grunn for disse postene. For årene 2009-2013 benyttes gammel skattesats på 28 prosent. Tabellen nedenfor viser nettoresultat for de ulike finanspostene i analyseperioden. OCI skal som nevnt ikke beskattes da denne posten er presentert netto.

FINANS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Finanskostnad	- 72 178	- 32 078	- 49 597	- 98 791	- 150 224	- 168 053	- 138 761
Skatt, 27/28 %	20 210	8 982	13 887	27 661	42 063	47 055	37 465
Netto finanskostnad	- 51 968	- 23 096	- 35 710	- 71 130	- 108 161	- 120 998	- 101 295
Finansinntekt	3 485	330	5 639	5 276	2 956	9 958	23 716
Skatt, 27/28 %	- 976	- 92	- 1 579	- 1 477	- 828	- 2 788	- 6 403
Netto finansinntekt	2 509	238	4 060	3 799	2 128	7 170	17 312
Unormalt finansresultat	- 13 319	28 947	9 637	- 67 096	39 615	373 904	- 42 800
Skatt, 20 %	2 664	- 5 789	- 1 927	13 419	- 7 923	- 74 781	8 560
Unormalt finansresultat etter skatt	- 10 655	23 158	7 710	- 53 677	31 692	299 123	- 34 240
Finansrelatert OCI	-	2 205	- 6 899	480	-	-	-
Netto unormalt finansresultat	- 10 655	25 363	811	- 53 197	31 692	299 123	- 34 240
Total skatt finansposter	21 898	3 100	10 381	39 603	33 312	- 30 514	39 622
Samlet resultat finans	- 60 114	2 504	- 30 839	- 120 528	- 74 341	185 295	- 118 223

Tabell 6-10: Nettoresultat for de ulike finanspostene

Driftsresultat

Skatten knyttet til driftsrelaterte poster beregnes på bakgrunn av driftsskattesatsen. Til forskjell fra under trailingen skal vi nå ta utgangspunkt i normal skattekostnad.

Driftsskattesatsen (dss) beregnes på bakgrunn av følgende formel:

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{Fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}} \quad \text{Formel 6-7}$$

Vi har beregnet driftsskattesatsen for alle årene i analyseperioden i tabell 6-11, denne beregningen ligger videre til grunn for normalisert driftsskattesats.

Driftsskattesats	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Normal skattekostnad	65 875	163 217	302 667	13 106	127 061	463 268	325 060
Fordelt finansskatt	21 898	3 100	10 381	39 603	33 312	- 30 514	39 622
Driftsresultat før skatt	304 466	580 134	1 147 739	223 089	622 247	1 948 281	1 624 984
DSS	28,83 %	28,67 %	27,28 %	23,63 %	25,77 %	22,21 %	22,44 %

Tabell 6-11: Driftsskattesatsen for årene 2008-2014T

Vi forventer at driftsskattesatsen skal være rundt selskapsskatten på 27 prosent. Som vi ser av tabellen varierer skattesatsen noe, men ikke markant. Variasjoner i effektiv skattesats kan blant annet skyldes permanente forskjeller og fremførbart underskudd. Vi ser av skattenoten til SalMar at skattereduserende permanente forskjeller har økt de seneste årene. Dette kan følgelig være en av årsakene til at driftsskattesatsen er noe redusert de siste årene.

For å skille mellom skatt på unormalt og normalt driftsresultat må vi finne normalisert driftsskattesats (ndss). Den normaliserte driftsskattesatsen er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden (Knivsflå, 2014d). Alternativt kan man benytte

medianen dersom gjennomsnittet avviker veldig fra forventet skattesats på 27 prosent. Normalisert driftsskattesats for SalMar i perioden 2008-2014T er 25,54 prosent, dersom vi legger gjennomsnittet til grunn. Benytter vi medianen får vi en normalisert driftsskattesats på 23,63 prosent. Gjennomsnittet vil trolig være best egnet som normaliserte driftsskattesatsen i analyseperioden da denne er nærmest 27 prosent. Differansen mellom normalisert driftsskattesats og driftsskattesatsen tilsvarer unormal driftsskattesats.

Skatten knyttet til driftsresultatet fordeles ved hjelp av følgende formler:

$$\text{Driftsrelatert SK} = \text{DR egen virksomhet} * \text{ndss} \quad \text{Formel 6-8}$$

$$\begin{aligned} \text{Unormal SK} &= (\text{Unormalt DR} + \text{dss}) \\ &+ ((\text{dss} - \text{ndss}) * \text{DR egen virksomhet}) + \text{unormal SK} \end{aligned} \quad \text{Formel 6-9}$$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Driftsresultat egen virksomhet	346 765	596 358	1 008 044	635 276	348 074	1 263 852	1 894 384
Driftsrelatert skattekostnad	- 88 587	- 152 350	- 257 522	- 162 292	- 88 921	- 322 873	- 483 953
Netto DR egen virksomhet	258 178	444 008	750 522	472 984	259 153	940 979	1 410 431
Nettoresultat fra TK	12 249	56 769	147 365	97 999	93 910	157 980	113 600
Netto driftsresultat	270 427	500 777	897 887	570 983	353 063	1 098 959	1 524 031
Unormalt driftsresultat før skatt	- 42 299	- 16 224	139 695	- 412 187	274 173	684 429	- 269 400
DSS på unormal	12 194	4 651	- 38 102	97 388	- 70 663	- 152 026	60 459
UDSS på normalt resultat	- 11 380	- 18 618	- 17 424	12 195	788	42 145	58 811
Unormal skattekostnad	-	-	-	-	-	44 574	-
Driftsrelatert OCI	- 18 051	- 16 966	- 26 972	- 1 601	- 42 763	74 645	15 200
Unormalt driftsresultat etter skatt	- 59 536	- 47 157	57 197	- 304 205	159 958	693 767	- 134 930
Driftsrelatert DSP	-	-	-	-	-	-	- 771 451
Unormalt netto driftsresultat	- 59 536	- 47 157	57 197	- 304 205	159 958	693 767	- 906 381
Samlet skatt drift	- 87 773	- 166 317	- 313 048	- 52 709	- 160 373	- 388 180	- 364 683
Samlet resultat drift	210 891	453 620	955 084	266 778	513 021	1 792 726	617 650

Tabell 6-12: Driftsrelaterte poster etter skatt

Som vi ser av tabellen ovenfor inngår dirty surplus som en del av drift. Dette skyldes at posten er knyttet til forventet årsresultat for andre halvår av 2014 og driften vil i størst grad generere dette resultatet.

Normalisere det unormale

Dersom vi har en lang analyseperiode vil unormale poster normaliseres og ikke lengre fremstå som unormale (Knivsflå, 2014d). Da vi har valgt en relativt kort analyseperiode for SalMar kan disse unormale postene være forstyrrende i rentabilitetsmålingen. Hensikten med normaliseringen er å identifisere negative poster selskapet klassifiserer som unormale for å vise et tilsynelatende bedre driftsresultat.

Ved normalisering av unormale poster legges følgende formel til grunn:

$$= \frac{\text{Fordeling unormalt resultat}}{\text{Unormalt netto DR} + \text{Unormalt netto FR}} \quad \text{Formel 6-10}$$

$$= \frac{\text{Unormalt netto DR} + \text{Unormalt netto FR}}{\text{Antall år i analyseperioden}}$$

Vi har tatt utgangspunkt i de postene som opptrer i regnskapet hvert år, men som er vanskelige å predikere. Dette omfatter annen verdijustering og unormalt finansresultat. SalMar har en gevinst på over MNOK 250 i forbindelse med salget av aksjene i Bakkafrost i 2013, denne gevinsten er holdt utenfor ved normaliseringen. Videre har vi ikke tatt hensyn til biomassejusteringene da posten vil bli justert under målefeil. Justert nettoresultat til egenkapital som følge av normalisering av unormale poster er presentert i tabell 6-13.

Normalisering av unormale poster	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Nettoresultat til egenkapital	220 720	477 904	854 936	501 135	232 957	871 795	1 409 202
Fordeling unormalt resultat	1 250	1 250	1 250	1 250	1 250	1 250	1 250
Justert NRE	221 970	479 154	856 186	502 385	234 207	873 045	1 410 452

Tabell 6-13: Normalisering av unormale poster

Normalisering av unormale poster tilsvarer en årlig økning i nettoresultat til egenkapital (NRE) på MNOK 1,25. Dette innebærer en prosentvis endring på under én prosent alle årene i analyseperioden og vil ikke påvirke rentabilitetsmålingene i nevneverdig grad. Hensikten med normalisering er å identifisere poster som påvirker nettoresultat til egenkapital negativt. Vi ser at normalisering derimot vil medføre en minimal økning og vi finner det derfor ikke nødvendig å normalisere tallene.

Omgruppert resultatregnskap er presentert nedenfor. Det normaliserte nettoresultatet er relevant for framskrivning og vil bli benyttet videre i oppgaven da dette er mer stabilt enn fullstendig nettoresultat. Vi ser at unormale poster har en forventningsverdi lik null da disse postene er vanskelig å predikere.

Resultat (NOK 1000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Salgsinntekter	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 800 204	4 180 414	6 228 305	7 452 006
Annen driftsinntekt	10 014	1 042	29 564	33 299	24 377	17 555	21 287
Sum driftsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 473 294
Varekostnad, inkl. behendring	818 172	1 136 878	1 497 069	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 379 470
Lønnskostnad	240 393	265 517	313 290	391 745	483 215	623 053	745 948
Ordinære avskrivninger	55 225	66 578	93 962	132 000	169 621	220 820	272 452
Annen driftskostnad	253 701	311 973	517 067	697 214	879 122	1 086 940	1 181 039
Driftsresultat egen virksomhet	346 765	596 358	1 008 044	635 276	348 074	1 263 852	1 894 384
Driftsrelatert skattekostnad	88 587	152 350	257 522	162 292	88 921	322 873	483 953
Netto DR egen virksomhet	258 178	444 008	750 522	472 984	259 153	940 979	1 410 431
Nettoresultat fra TK	12 249	56 769	147 365	97 999	93 910	157 980	113 600
Netto driftsresultat	270 427	500 777	897 887	570 983	353 063	1 098 959	1 524 031
Netto finansinntekt	2 509	238	4 060	3 799	2 128	7 170	17 312
Nettoresultat til sysselsatt kapital	272 936	501 015	901 947	574 782	355 191	1 106 129	1 541 344
Netto finanskostnad	51 968	23 096	35 710	71 130	108 161	120 998	101 295
Netto minoritetsresultat	248	15	11 301	2 517	14 073	113 336	30 847
Nettoresultat til egenkapital	220 720	477 904	854 936	501 135	232 957	871 795	1 409 202
Unormalt netto driftsresultat	- 59 536	- 47 157	57 197	- 304 205	159 958	693 767	- 906 381
Unormalt netto finansresultat	- 10 655	25 363	811	- 53 197	31 692	299 123	- 34 240
FNR til egenkapital	150 529	456 109	912 944	143 733	424 607	1 864 685	468 581
Netto betalt utbytte	122 993	71 432	260 480	402 706	- 314 423	- 26 879	899 758
Endring i egenkapital	27 536	384 677	652 464	- 258 973	739 030	1 891 564	- 431 177

Tabell 6-14: Omgruppert resultatregnskap

6.4.2 Balanse

Omgruppering av balanse består, på lik linje som resultat, av fire steg:

- 1) Eventuelt avsatt utbytte flyttes til egenkapital
- 2) Skille mellom drift og finansiering i balansen
- 3) Fra total til sysselsatt kapital
- 4) Fra sysselsatt til netto drift

Balansen er oppstilt med fokus på likviditet for eiendeler og forfallstidspunkt for gjeld.

Formålet med omgrupperingen er å gjøre balansen mer egnet for investororientert analyse.

Långivere og investorer tilfører selskapet kapital. Videre sysselsettes denne kapitalen i driften for å skape verdiskaping i selskapet. I moderne regnskapsanalyse og verddivurdering er det normalt fokus på nettodriftskapital eller sysselsatt kapital (Knivsflå, 2014e).

Avsatt utbytte

Hvorvidt avsatt utbytte er å anse som gjeld eller ikke avhenger av om man har et enhetssyn eller et eiersyn. Enhetssynet innebærer at virksomheten er å anse som en separat enhet, mens eiersynet legger til grunn at eierne er virksomheten. Investororientert regnskapsanalyse har et eiersyn. Da eierne ikke kan stå i gjeld til seg selv innebærer dette at avsatt utbytte ikke er å anse som gjeld for selskapet. Avsatt utbytte må omklassifiseres til egenkapital da dette er penger som skal betales tilbake til eierne (Knivsflå, 2014e).

Etter IFRS oppfyller ikke foreslått utbytte gjeldsdefinisjonen og det er ikke adgang til å klassifisere dette som kortsiktig gjeld. Normalt skal det derfor ikke være balanseført foreslått utbytte klassifisert som kortsiktig gjeld i regnskapet. Unntaket er dersom utbytte er vedtatt på generalforsamling. Det er ikke identifisert utbytte klassifisert som kortsiktig gjeld i SalMar sine årsregnskap i analyseperioden. Det er følgelig ikke behov for reklassifisering av utbytte.

Drift kontra finansiering

Balansen skal i dette avsnittet omgrupperes fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse. Fokuset vil, som i resultatet, være å skille mellom drifts- og finansieringsaktiviteter. Det skal være konsistent klassifisering mellom balanseposter og tilhørende resultatposter. Dette innebærer at dersom en eiendel er klassifisert under drift skal tilhørende kostnader og inntekter inngå i driftsresultatet (Knivsflå, 2014e).

Eiendeler

Driftsrelaterte eiendeler er de eiendelene som har med driften å gjøre, mens resterende eiendeler er å anse som finansielle. Når vi skal klassifisere SalMar sine eiendeler må vi se på formålet med eiendelen og hva den benyttes til.

Immaterielle eiendeler består av konsesjoner, goodwill og andre immaterielle eiendeler. Konsesjoner er nødvendig for at selskapet skal kunne drive med oppdrett i Norge og er følgelig en driftsrelatert eiendel. Balanseført goodwill er knyttet til tidligere virksomhetssammenslutninger. Alle datterselskapene driver innenfor samme virksomhetsområde som SalMar. Oppkjøpene er videre av strategisk karakter for å skape videre vekst, følgelig er goodwill plassert under drift. Andre immaterielle eiendeler er ikke spesifisert nærmere. Knivsflå (2014e) anfører at immaterielle eiendeler nesten alltid er driftsrelaterte, følgelig klassifiseres også denne posten under drift.

Det er ikke identifisert opplysninger om at varige driftsmidler er anskaffet for andre formål enn til bruk i den daglige driften. Dermed plasseres disse balansepostene under drift.

Investeringer i tilknyttet selskap er gjerne av langsiktig og strategisk karakter. Inntekt fra tilknyttet selskap er plassert som drift og balanseposten plasseres deretter. Investeringer i aksjer og andeler er av SalMar klassifisert som tilgjengelig for salg og det er naturlig å anta at aksjepostene ikke er knyttet til driften. Historisk har investeringsobjektene variert noe som underbygger at posten bør klassifiseres under finans. Pensjonsmidler oppstår som følge av at selskapet har ansatte i arbeid, altså er posten knyttet til drift. I tillegg inngår pensjonskostnaden som en del av lønnskostnaden som er klassifisert under drift.

Når det gjelder andre langsiktige fordringer har selskapet noe mangelfull informasjon. En del av posten er knyttet til finansielle instrumenter og skal klassifiseres under finans. Når det gjelder utlån som går over mer enn ett år skal disse normalt renteberegnes. På bakgrunn av dette plasserer vi hele posten under finans.

Biologiske eiendeler og andre varer er knyttet til SalMar sin kjernevirksomhet og inngår i drift. Kundefordringer er knyttet til salg og er klassifisert som drift. Andre fordringer er til dels spesifisert i noteopplysningene. Posten består blant annet av til gode merverdiavgift og forskuddsbetalte kostnader. Begge disse postene er driftsrelaterte poster og klassifiseres deretter. Derivater er en del av posten andre fordringer og er klassifisert som finans. Vi har kontrollert at balanseposter knyttet til derivater og valutatermin i sin helhet er klassifisert som finans. Notene inneholder ikke spesifisering av resterende beløp knyttet til andre fordringer. Knivsflå (2014e) legger til grunn at dette gjerne er poster som er tilknyttet drift, på bakgrunn av dette har vi klassifisert resterende fordringer som driftsrelaterte. Balanseposter knyttet til fastpriskontrakter er ikke spesifisert i regnskapet og vi antar at dette inngår i øvrige fordringer som da rettmessig er klassifisert som drift. For årene 2008 og 2009 har SalMar hatt et utlån til mor, noe som er å anse som finans.

Bankinnskudd er en blanding av drift og finans, da det trengs en viss mengde likvider for å opprettholde driften. Eventuell overskuddslikviditet er å anse som finansiell. Da det er vanskelig å skille mellom hva som er overskuddslikviditet og ikke, velger vi å foreta en praktisk forenkling ved å plassere hele posten under finans. Det er da heller ikke nødvendig å dele renteinntektene i drift og finans (Knivsflå, 2014e).

Gjeld

Som nevnt over er pensjonsforpliktelser knyttet til lønnskostnad og klassifiseres under drift. Utsatt skatt oppstår i hovedsak som følge av driftsrelaterte eiendeler og plasseres som drift. Gjeld til kredittinstitusjoner er av finansiell karakter og renteberegnes, posten plasseres dermed som finans. Det samme gjelder for leasinggjeld og annen langsiktig gjeld.

Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner plasseres som finans. Leverandørgjeld er knyttet til varekjøp og er følgelig å anse som en driftsrelatert gjeld. Betalbar skatt inneholder elementer av både drift og finans. Trolig er hovedkilden til betalbar skatt selskapets driftsresultat, så posten klassifiseres som drift. Skyldige offentlige avgifter består av arbeidsgiveravgift, skattetrekk og merverdiavgift. Dette er kostnader selskapet pådrar seg gjennom driften og er dermed å anse som driftsrelatert gjeld.

Annen kortsiktig gjeld består av en blanding av drift og finans. Vi har kategorisert feriepenger, betinget vederlag, avsetning for forpliktelser og andre påløpte kostnader og forpliktelser som drift. Påløpte renter, derivater og opsjonsforpliktelser er plassert under finans. Disse postene er ikke gjenstand for renteberegning, men er likevel av finansiell karakter og inngår i finansiell gjeld.

Konsernbalanse	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Immaterielle eiendeler	1 111 048	1 141 374	1 713 483	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 755 800
Varige driftsmidler	416 085	533 287	872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	1 933 300
Tilknyttet selskap	257 615	268 508	866 809	918 868	948 575	402 338	457 700
Annen driftsrelatert anlegg	1 637	4 904	3 901	2 023	2 492	802	930
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 786 385	1 948 073	3 456 228	3 964 436	4 355 370	4 726 522	5 147 730
Varer	97 768	103 176	128 973	227 935	303 682	171 539	104 800
Biologiske eiendeler	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	2 716 800
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	182 200	317 534	518 618	650 273	841 413	862 097	719 614
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 251 422	1 432 228	2 228 525	2 298 996	3 131 308	4 110 786	3 541 214
DRIFTSEIENDELER	3 037 807	3 380 301	5 684 753	6 263 432	7 486 678	8 837 308	8 688 944
Langsiktig finansielle fordringer	5 485	12 720	12 276	4 609	4 029	5 225	5 952
Finansielle anleggsmidler	5 485	12 720	12 276	4 609	4 029	5 225	5 952
Finansielle fordringer	552	7 868	27 355	-	65 032	17 636	17 686
Investeringer	975	1 025	1 426	762	15 760	384	419
Kontanter, bank og lignende	23 541	148 424	107 062	47 621	55 336	1 070 998	227 300
Finansielle omløpsmidler	25 068	157 317	135 843	48 383	136 128	1 089 018	245 404
FINANSIELLE EIENDELER	30 553	170 037	148 119	52 992	140 157	1 094 243	251 356
TOTALE EIENDELER	3 068 360	3 550 338	5 832 872	6 316 424	7 626 835	9 931 551	8 940 300
Egenkapital (majoritet)	1 314 215	1 698 892	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 977	4 291 800
Minoritetsinteresser	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	36 000
EGENKAPITAL	1 315 113	1 699 806	2 469 367	2 214 611	2 967 713	5 060 785	4 327 800
Avsetning for krav - langsiktig	487 046	504 292	788 902	739 688	872 926	1 199 556	1 294 500
Kortsiktig rentefri gjeld	279 807	414 026	653 999	607 936	937 563	801 879	676 646
DRIFTSRELATERT GJELD	766 853	918 318	1 442 901	1 347 624	1 810 489	2 001 435	1 971 146
Langsiktig rentebærende gjeld	823 935	814 141	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 446 237	2 267 400
Kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	162 459	118 073	51 431	552 192	625 205	423 094	373 954
FINANSIELL GJELD	986 394	932 214	1 920 604	2 754 189	2 848 633	2 869 331	2 641 354
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	3 068 360	3 550 338	5 832 872	6 316 424	7 626 835	9 931 551	8 940 300

Tabell 6-15: Omgruppert konsernbalanse

Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er den kapitalen som er skutt inn av eiere og kreditorer. Driftsrelatert gjeld oppstår som følge av driftssyklusen og er ikke sysselsatt kapital plassert aktivt gjennom kapitalmarkedet. Kostnaden knyttet til gjelden kommer i form av høyere varekostnad fremfor renter. På bakgrunn av dette bør driftsrelatert gjeld sees som en korreksjon av driftsrelaterte eiendeler i stedet for gjeld (Knivsfå, 2014e). Ved å fokusere på sysselsatt kapital vil investert kapital fremgå tydelig av balansen.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Driftsrelatert anlegg	1 786 385	1 948 073	3 456 228	3 964 436	4 355 370	4 726 522	5 147 730
Langsiktig driftsrelatert gjeld	487 046	504 292	788 902	739 688	872 926	1 199 556	1 294 500
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 299 339	1 443 781	2 667 326	3 224 748	3 482 444	3 526 966	3 853 230
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 251 422	1 432 228	2 228 525	2 298 996	3 131 308	4 110 786	3 541 214
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	279 807	414 026	653 999	607 936	937 563	801 879	676 646
Driftsrelatert arbeidskapital	971 615	1 018 202	1 574 526	1 691 060	2 193 745	3 308 907	2 864 568
Netto driftseiendeler	2 270 954	2 461 983	4 241 852	4 915 808	5 676 189	6 835 873	6 717 797
Finansielle eiendeler	30 553	170 037	148 119	52 992	140 157	1 094 243	251 356
Sysselsatte eiendeler	2 301 507	2 632 020	4 389 971	4 968 800	5 816 346	7 930 116	6 969 154
Egenkapital	1 314 215	1 698 892	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 977	4 291 800
Minoritetsinteresser	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	36 000
Finansiell gjeld	986 394	932 214	1 920 604	2 754 189	2 848 633	2 869 331	2 641 354
Sysselsatt kapital	2 301 507	2 632 020	4 389 971	4 968 800	5 816 346	7 930 116	6 969 154

Tabell 6-16: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i selskapets drift. Generelt kan man si at finansielle eiendeler er eiendeler som ikke trengs i selskapets daglige drift. Dette er gjerne likvide eiendeler som kan benyttes til å betale finansiell gjeld. På bakgrunn av dette er det netto finansiell gjeld som er gjenstand for analyse. Finansiell gjeld er presentert netto i tabell 6-17 og det er netto driftskapital som vil være fokus videre i oppgaven.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 299 339	1 443 781	2 667 326	3 224 748	3 482 444	3 526 966	3 853 230
Driftsrelatert arbeidskapital	971 615	1 018 202	1 574 526	1 691 060	2 193 745	3 308 907	2 864 568
Netto driftseiendeler	2 270 954	2 461 983	4 241 852	4 915 808	5 676 189	6 835 873	6 717 797
Egenkapital	1 314 215	1 698 892	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 977	4 291 800
Minoritetsinteresser	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	36 000
Netto finansiell gjeld	955 841	762 177	1 772 485	2 701 197	2 708 476	1 775 088	2 389 997
Netto driftskapital	2 270 954	2 461 983	4 241 852	4 915 808	5 676 189	6 835 873	6 717 797

Tabell 6-17: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

6.5 Målefeil

Årsregnskapet skal gjenspeile underliggende økonomiske forhold i en bedrift. Dersom rapporterte tall avviker fra faktiske forhold omtales dette som målefeil. Målefeil kan oppstå av ulike årsaker og vi skiller mellom tre typer:

- *Målefeil type 1* oppstår som følge av at regnskapet føres til historisk kost. Målefeilen tilsvarer investeringens superrentabilitet, det vil si differansen mellom historisk kost og virkelig verdi.
- *Målefeil type 2* oppstår dersom gjeldende rammeverk legger til grunn uegnet måling, som oftest i form av manglende balanseføring eller feilperiodisering.
- *Målefeil type 3* skyldes manipulasjon av regnskapet fra selskapets side.

Målefeil type 2 og 3 skaper støy i rentabilitetsmålingen og påvirker strategisk fordel. Målefeil av type 1 gir nyttig innsikt da den sier noe om selskapets strategiske fordel (Knivsflå, 2014f).

Da vi ikke ønsker målefeil type 2 og 3 i regnskapet må disse justeres for. Justering innebærer at man endrer på rapporterte tall for at de bedre skal gjenspeile underliggende økonomiske forhold. Det kan diskuteres hvorvidt vi, som eksterne regnskapsbrukere, sitter på informasjon som vil gjenspeile de faktiske forholdene bedre. Selskapet besitter all tilgjengelig informasjon og er best egnet til å si noe om de økonomiske realitetene. Knivsflå (2014f) argumenterer for at vi som eksterne brukere sitter på noe informasjon som kan gi en bedre rentabilitetsmåling, spesielt knyttet til manglende balanseføring. Vi velger derfor å foreta noen justeringer i SalMar sitt konsernregnskap i den tro at det vil gi en bedre rentabilitetsmåling.

Når det gjelder målefeil type 3 må vi anta at denne ikke eksisterer. Som ekstern regnskapsbruker er vi nødt til å stole på revisjonsberetningen og legge til grunn at rapporterte tall ikke er manipulert. Justeringene vil følgelig være knyttet til målefeil type 2.

6.5.1 Forskning og utvikling

Etter IFRS er det ikke tillatt å balanseføre kostnader knyttet forskning og visse kriterier må være oppfylt for å kunne balanseføre utviklingskostnader. SalMar har en rekke FoU-prosjekter og følgelig relativt store kostnadsførte beløp knyttet til dette. Direkte kostnadsføring av FoU medfører undervurderte netto driftseiendeler, noe som kan gi for høy rentabilitet. Videre er dette kunnskap som vil tilføre selskapet verdier i framtiden og direkte kostnadsføring fører til feilperiodisering av kapitalkostnaden. På bakgrunn av dette ønsker vi å balanseføre FoU-utgifter.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Kostnadsført FoU	15 392	9 142	14 323	6 860	3 324	17 708	18 948

Tabell 6-18: Kostnadsførte FoU-utgifter

Tabellen over viser kostnadsførte FoU-utgifter i analyseperioden og vi ser at det er store variasjoner. Foruten 2008 ser det ut til at selskapet har høyere forskningsutgifter de årene lakseprisene er høye, noe som anses fornuftig. Det er ikke oppgitt hvor mye som er kostnadsført hittil i 2014. Vi har derfor traillet dette beløpet med utgangspunkt i opprinnelig vekst for andre driftskostnader (Knivsflå, 2014f). Vår forventning kan virke noe urealistisk med tanke på trenden fra tidligere år. Vi velger likevel å legge dette tallet til grunn da selskapet gir uttrykk for at de stadig satser på forskning og utvikling, spesielt i forhold til sykdomsbekjempelse og havbasert oppdrett. Gjennomsnittlige kostnadsført beløp for perioden er TNOK 12 242.

Vi forutsetter at direkte kostnadsført FoU tilsvarer årlig avskrivning på FoU-kapital. Dette er for å forhindre resultateffekt som følge av vår justering. Videre er det vanskelig å finne korrekt periodisering av FoU-kapitalen (Knivsflå, 2014f). Dette vil være den korrekte periodisering dersom selskapets FoU-kapital er i steady state. For SalMar sin del er det lite som tyder på at FoU-kapitalen er i steady state. Vi velger likevel overnevnte tilnærming som følge av vanskeligheter med å finne en mer korrekt periodisering. Dette innebærer at kostnadsførte FoU-utgifter vil bli flyttet fra andre driftskostnader til avskrivninger.

SalMar opplyser i sine noter at alle utviklingskostnader som oppfyller kravene for balanseføring blir balanseført. FoU-kapital er ikke spesifisert i noten for immaterielle eiendeler og vi antar at posten inngår i andre immaterielle eiendeler. Denne posten avskrives i all hovedsak over fem år og vi legger til grunn tilsvarende levetid for FoU-kapitalen. Dette underbygges av Knivsflå (2014g) som anfører at teknologi er i stadig utvikling, noe som taler for en relativt kort levetid.

Inngående kapital	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212
Balanseføring av utgifter til FoU	15 392	9 142	14 323	6 860	3 324	17 708	18 948
Avskrivninger	15 392	9 142	14 323	6 860	3 324	17 708	18 948
Utgående kapital	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212
Virkning på driftseiendeler	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212
Virkning på utsatt skatt	15 638	15 638	15 638	15 638	15 638	15 638	15 638
Virkning på EK	45 574	45 574	45 574	45 574	45 574	45 574	45 574
Tilbakeføring av FoU-utgifter	15 392	9 142	14 323	6 860	3 324	17 708	18 948
Avskrivning FoU-kapital	15 392	9 142	14 323	6 860	3 324	17 708	18 948
Endring utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
Virkning NDR	-	-	-	-	-	-	-

Tabell 6-19: Balanseføring FoU

Inngående kapital er beregnet ved å ta gjennomsnittlig kapital multiplisert med levetid. Ved beregning av utsatt skatt har vi lagt til grunn normalisert driftsskattesats på 25,54 prosent. Tilsvarende justering er gjort for bransjen, normalisert driftsskattesats er her beregnet til 28,01 prosent.

6.5.2 Biomassejustering

En sentral diskusjon er hvorvidt bruken av virkelig verdi ved måling av levende fisk gir bedre informasjon for beslutningsformål enn hva historisk kost gjør. Det viser seg at brukerne av regnskapet, både interne og eksterne, ser bort fra biomassejusteringen i en beslutningsprosess. Årsaken til dette er at verdijusteringen sier lite om de underliggende realitetene i selskapet.

Videre er biomassejusteringen preget av subjektive vurderinger, noe som påvirker påliteligheten til regnskapet. IFRS legger til grunn at virkelige verdier er mer relevante enn historisk kost. Dersom bruk av virkelig verdi går på bekostning av påliteligheten vil brukernytten derimot bli redusert. Forskning antyder at brukernes reduserte pålitelighet ikke oppveies av relevante tall (Bernhoft & Fardal, 2007).

En annen faktor er at det er opp til selskapene selv å finne parametere som inngår i virkelig verdi vurderingen. Det foreligger en viss metodikk i hvordan beregningene gjøres, men som ekstern regnskapsbruker har vi liten mulighet til å kontrollere hvordan selskapene faktisk utfører målingen. Målingen er preget av ikke-observerbare parametere i tillegg til vurderinger internt i selskapet.

På bakgrunn av overnevnte forhold anser vi måling til historisk kost for å ha en høyere brukernytte enn hva virkelig verdi har. Historisk kost sier trolig mer om selskapets verdiskapning da innslaget av eksterne faktorer og subjektive vurderinger er mindre.

Knivsfå (2014f) legger videre til grunn at historisk kost er bedre egnet for langsiktige investeringer enn hva virkelig verdi er. Årsaken til dette er at virkelig verdi viser alternativrentabiliteten, det vil si den rentabiliteten vi ville fått dersom eiendelen ble solgt i dag. For slakteklar fisk er dette trolig en interessant rentabilitet. For ikke-slakteklar fisk vil alternativrentabiliteten derimot være av mindre interesse.

Vi har valgt å justere regnskapene til SalMar og bransjen slik at biologiske eiendeler måles til historisk kost. Etter vår vurdering gir denne målingen mer rettvise rentabilitet og er av større brukernytte enn virkelig verdi. Historisk kost er identifisert i notene til SalMar og de øvrige selskapene i bransjen.

Justering resultat	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
NRE	220 720	477 904	854 936	501 135	232 957	871 795	1 409 202
Unormalt netto driftsresultat - ujustert	- 59 536	- 47 157	57 197	- 304 205	159 958	693 767	- 906 381
Virkelig verdijustering	32 996	5 280	- 179 242	334 951	- 266 945	- 551 423	269 333
Herav utsatt skatt	- 8 429	- 1 349	45 790	- 85 569	68 196	140 870	- 68 806
Unormalt finansresultat	- 10 655	25 363	811	- 53 197	31 692	299 123	- 34 240
Fullstendig nettoresultat	175 096	460 040	779 492	393 115	225 858	1 454 132	669 108
NBU	122 993	71 432	260 480	402 706	- 314 423	- 26 879	899 758
Endring i EK	52 103	388 608	519 012	- 9 591	540 281	1 481 011	- 230 650

Tabell 6-20: Justering resultat

Justering balanse	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Balanseført verdi	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	2 716 800
Tilbakeføring virkelig verdjustering	- 217 454	- 212 174	- 391 416	- 56 465	- 323 410	- 874 833	- 605 500
Herav utsatt skatt	55 552	54 203	99 994	14 425	82 621	223 491	154 685
Justert balanseført verdi	809 552	853 547	1 289 512	1 378 748	1 745 424	2 425 808	2 265 985
Netto driftseiendeler - ujustert	2 270 954	2 461 983	4 241 852	4 915 808	5 676 189	6 835 873	6 717 797
Netto justering biologiske	- 161 902	- 157 971	- 291 422	- 42 040	- 240 789	- 651 342	- 450 815
Netto driftseiendeler - justert	2 109 052	2 304 012	3 950 430	4 873 768	5 435 400	6 184 531	6 266 982
Egenkapital	1 314 215	1 698 892	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 977	4 291 800
Tilbakeføring netto verdjustering	- 161 902	- 157 971	- 291 422	- 42 040	- 240 789	- 651 342	- 450 815
Justert egenkapital	1 152 313	1 540 921	2 059 934	2 050 343	2 590 624	4 071 635	3 840 985
Minoritet	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	36 000
Netto finansiell gjeld	955 841	762 177	1 772 485	2 701 197	2 708 476	1 775 088	2 389 997
Netto driftskapital - justert	2 109 052	2 304 012	3 950 430	4 873 768	5 435 400	6 184 531	6 266 982

Tabell 6-21: Justering balanse

Totale justeringer som er foretatt fremgår av tabell 6-22 og 6-23. Eventuell badwill knyttet til oppkjøp er her holdt utenfor da dette rapporteres som en unormal post.

Justering resultat	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Driftsresultat egen virksomhet - ujustert	346 765	596 358	1 008 044	635 276	348 074	1 263 852	1 894 384
Avskrivninger	15 392	9 142	14 323	6 860	3 324	17 708	18 948
Andre driftskostnader	- 15 392	- 9 142	- 14 323	- 6 860	- 3 324	- 17 708	- 18 948
Driftsresultat egen virksomhet - justert	346 765	596 358	1 008 044	635 276	348 074	1 263 852	1 894 384
NRE	220 720	477 904	854 936	501 135	232 957	871 795	1 409 202
Unormalt netto driftsresultat - ujustert	- 59 536	- 47 157	57 197	- 304 205	159 958	693 767	- 906 381
Virkelig verdjustering	32 996	5 280	- 179 242	334 951	- 266 945	- 551 423	269 333
Herav utsatt skatt	- 8 429	- 1 349	45 790	- 85 569	68 196	140 870	- 68 806
Unormalt finansresultat	- 10 655	25 363	811	- 53 197	31 692	299 123	- 34 240
Fullstendig nettoresultat	175 096	460 040	779 492	393 115	225 858	1 454 132	669 108
NBU	122 993	71 432	260 480	402 706	- 314 423	- 26 879	899 758
Endring i EK	52 103	388 608	519 012	- 9 591	540 281	1 481 011	- 230 650

Tabell 6-22: Justering av resultat

Justering balanse	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Immaterielle eiendeler - ujustert	1 111 048	1 141 374	1 713 483	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 755 800
Balanseføring FoU	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212	61 212
Immaterielle eiendeler - justert	1 172 260	1 202 586	1 774 695	1 978 312	2 196 712	2 525 270	2 817 012
Biologiske eiendeler - ujustert	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	2 716 800
Tilbakeføring virkelig verdjustering	- 217 454	- 212 174	- 391 416	- 56 465	- 323 410	- 874 833	- 605 500
Biologiske eiendeler - justert	754 000	799 344	1 189 518	1 364 323	1 662 803	2 202 317	2 111 300
Avsetning for krav lansiktig - ujustert	487 046	504 292	788 902	739 688	872 926	1 199 556	1 294 500
Endring utsatt skatt - biologiske	- 55 552	- 54 203	- 99 994	- 14 425	- 82 621	- 223 491	- 154 685
Endring utsatt skatt - FoU	15 638	15 638	15 638	15 638	15 638	15 638	15 638
Avsetning for krav langsiktig - justert	447 131	465 726	704 546	740 901	805 943	991 703	1 155 452
Egenkapital - ujustert	1 314 215	1 698 892	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 977	4 291 800
Tilbakeføring virkelig verdjustering	- 161 902	- 157 971	- 291 422	- 42 040	- 240 789	- 651 342	- 450 815
Balanseføring FoU	45 574	45 574	45 574	45 574	45 574	45 574	45 574
Egenkapital - justert	1 197 888	1 586 496	2 105 508	2 095 917	2 636 198	4 117 209	3 886 560

Tabell 6-23: Justering balanse

6.5.3 Omgrupperte og justerte tall

Vi har nå justert SalMar og bransjen sine omgrupperte regnskapstall. I dette avsnittet presenteres de endelige tallene som vil danne grunnlag for videre analyse.

SalMar

Resultat (NOK 1000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Salgsinntekter	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 800 204	4 180 414	6 228 305	7 452 006
Annen driftsinntekt	10 014	1 042	29 564	33 299	24 377	17 555	21 287
Sum driftsinntekter	1 714 256	2 377 304	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 473 294
Varekostnad, inkl. beh.endring	818 172	1 136 878	1 497 069	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 379 470
Lønnskostnad	240 393	265 517	313 290	391 745	483 215	623 053	745 948
Ordinære avskrivninger	70 617	75 720	108 285	138 860	172 945	238 528	291 400
Annen driftskostnad	238 309	302 831	502 744	690 354	875 798	1 069 232	1 162 091
Driftsresultat egen virksomhet	346 765	596 358	1 008 044	635 276	348 074	1 263 852	1 894 384
Driftsrelatert skattekostnad	88 587	152 350	257 522	162 292	88 921	322 873	483 953
Netto DR egen virksomhet	258 178	444 008	750 522	472 984	259 153	940 979	1 410 431
Nettoresultat fra TK	12 249	56 769	147 365	97 999	93 910	157 980	113 600
Netto driftsresultat	270 427	500 777	897 887	570 983	353 063	1 098 959	1 524 031
Netto finansinntekt	2 509	238	4 060	3 799	2 128	7 170	17 312
Nettoresultat til sysselsatt kapital	272 936	501 015	901 947	574 782	355 191	1 106 129	1 541 344
Netto finanskostnad	51 968	23 096	35 710	71 130	108 161	120 998	101 295
Netto minoritetsresultat	248	15	11 301	2 517	14 073	113 336	30 847
Nettoresultat til egenkapital	220 720	477 904	854 936	501 135	232 957	871 795	1 409 202
Unormalt netto driftsresultat	- 34 969	- 43 226	- 76 254	- 54 823	- 38 791	283 214	- 705 854
Unormalt netto finansresultat	- 10 655	25 363	811	- 53 197	31 692	299 123	- 34 240
FNR til egenkapital	175 096	460 040	779 492	393 115	225 858	1 454 132	669 108
Netto betalt utbytte	122 993	71 432	260 480	402 706	- 314 423	- 26 879	899 758
Endring i egenkapital	52 103	388 608	519 012	- 9 591	540 281	1 481 011	- 230 650

Tabell 6-24: Justert resultat

Vi ser at salgsinntektene har vært økende gjennom hele analyseperioden. Netto driftsresultat varierer noe fra år til år avhengig av lakseprisen, det samme gjelder nettoresultat til egenkapital. Ser vi på de unormale postene er disse klart størst i 2013 og 2014T. I 2013 realiserte SalMar en større aksjepost og i 2014T er det driftsrelatert dirty surplus som i stor grad påvirker tallene. De store endringene påvirker fullstendig nettoresultat og vi mener de normaliserte tallene gir et bedre bilde av verdiskapningen til SalMar. Det er det normaliserte resultatet som ligger til grunn for videre analyse.

Med tanke på at 2013 var et rekordår kan tallene for 2014T virke noe optimistiske. Vi synes likevel tallene virker rimelige med bakgrunn i vår argumentasjon knyttet til utarbeidelse av trailingen. I tillegg er vår EPS lavere enn konsensus hentet fra Bloomberg, noe som tyder på at flere analytikere forventer større vekst.

Konsernbalanse	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Immaterielle eiendeler	1 172 260	1 202 586	1 774 695	1 978 312	2 196 712	2 525 270	2 817 012
Varige driftsmidler	416 085	533 287	872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	1 933 300
Tilknyttet selskap	257 615	268 508	866 809	918 868	948 575	402 338	457 700
Annen driftsrelatert anlegg	1 637	4 904	3 901	2 023	2 492	802	930
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 847 597	2 009 285	3 517 440	4 025 648	4 416 582	4 787 734	5 208 941
Varer	97 768	103 176	128 973	227 935	303 682	171 539	104 800
Biologiske eiendeler	754 000	799 344	1 189 518	1 364 323	1 662 803	2 202 317	2 111 300
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	182 200	317 534	518 618	650 273	841 413	862 097	719 614
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 033 968	1 220 054	1 837 109	2 242 531	2 807 898	3 235 953	2 935 714
DRIFTSEIENDELER	2 881 565	3 229 339	5 354 549	6 268 179	7 224 480	8 023 687	8 144 655
Langsiktig finansielle fordringer	5 485	12 720	12 276	4 609	4 029	5 225	5 952
Finansielle anleggsmidler	5 485	12 720	12 276	4 609	4 029	5 225	5 952
Finansielle fordringer	552	7 868	27 355	-	65 032	17 636	17 686
Investeringer	975	1 025	1 426	762	15 760	384	419
Kontanter, bank og lignende	23 541	148 424	107 062	47 621	55 336	1 070 998	227 300
Finansielle omløpsmidler	25 068	157 317	135 843	48 383	136 128	1 089 018	245 404
FINANSIELLE EIENDELER	30 553	170 037	148 119	52 992	140 157	1 094 243	251 356
TOTALE EIENDELER	2 912 118	3 399 376	5 502 668	6 321 171	7 364 637	9 117 930	8 396 012
Egenkapital (majoritet)	1 197 888	1 586 496	2 105 508	2 095 917	2 636 198	4 117 209	3 886 560
Minoritetsinteresser	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	36 000
EGENKAPITAL	1 198 786	1 587 410	2 223 519	2 218 145	2 772 498	4 455 017	3 922 560
Avsetning for krav - langsiktig	447 131	465 726	704 546	740 901	805 943	991 703	1 155 452
Kortsiktig rentefri gjeld	279 807	414 026	653 999	607 936	937 563	801 879	676 646
DRIFTSRELATERT GJELD	726 938	879 752	1 358 545	1 348 837	1 743 506	1 793 582	1 832 099
Langsiktig rentebærende gjeld	823 935	814 141	1 869 173	2 201 997	2 223 428	2 446 237	2 267 400
Kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	162 459	118 073	51 431	552 192	625 205	423 094	373 954
FINANSIELL GJELD	986 394	932 214	1 920 604	2 754 189	2 848 633	2 869 331	2 641 354
EGENKAPITAL OG GJELD	2 912 118	3 399 376	5 502 668	6 321 171	7 364 637	9 117 930	8 396 012

Tabell 6-25: Justert konsernbalanse

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 400 466	1 543 559	2 812 894	3 284 747	3 610 639	3 796 031	4 053 489
Driftsrelatert arbeidskapital	754 161	806 028	1 183 110	1 634 595	1 870 335	2 434 074	2 259 068
Netto driftseiendeler	2 154 627	2 349 587	3 996 004	4 919 342	5 480 974	6 230 105	6 312 557
Egenkapital	1 197 888	1 586 496	2 105 508	2 095 917	2 636 198	4 117 209	3 886 560
Minoritetsinteresser	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	36 000
Netto finansiell gjeld	955 841	762 177	1 772 485	2 701 197	2 708 476	1 775 088	2 389 997
Netto driftskapital	2 154 627	2 349 587	3 996 004	4 919 342	5 480 974	6 230 105	6 312 557

Tabell 6-26: Utregning av netto driftseiendeler og -driftskapital, SalMar

Selskapet har en økning i netto driftseiendeler alle årene i analyseperioden og vi ser at det er noen år som har en spesielt stor økning. Økningen fra 2009 til 2010 skyldes kjøp av Rauma Gruppen AS og Stettefisk AS, samt investeringer i varige driftsmidler. Økningen fra 2010 til 2011 skyldes i hovedsak kjøp av Bringsvor Laks AS og betydelige investeringer i varige driftsmidler, blant annet InnovaMar. Veksten knyttet til regnskapsårene 2012 og 2013 skyldes i all hovedsak investeringer og mindre oppkjøp.

Bransje

Resultat	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Salgsinntekter	30 950 700	35 043 782	39 561 351	42 102 845	42 230 042	43 929 343	54 653 340
Annen driftsinntekt	10 014	1 042	29 564	408 699	67 577	39 655	47 285
Sum driftsinntekter	30 960 714	35 044 824	39 590 915	42 511 544	42 297 619	43 968 998	54 700 625
Varekostnad, inkl. beh.endring	21 431 340	22 483 348	22 909 856	25 229 994	28 005 845	24 167 247	29 775 012
Lønnskostnad	3 697 907	3 841 581	4 064 273	4 426 557	5 018 648	5 263 325	6 139 449
Ordinære avskrivninger	1 334 519	1 416 350	1 447 919	1 544 096	1 679 492	1 692 083	1 990 847
Annen driftskostnad	3 334 980	3 674 518	3 905 249	5 222 939	5 774 763	6 118 853	7 230 820
Driftsresultat egen virksomhet	1 161 968	3 629 027	7 263 618	6 087 958	1 818 871	6 727 490	9 564 498
Driftsrelatert skattekostnad	325 466	1 016 489	2 034 536	1 705 234	509 437	1 884 368	2 679 012
Netto DR egen virksomhet	836 502	2 612 538	5 229 082	4 382 724	1 309 434	4 843 122	6 885 486
Nettoresultat fra TK	32 558	206 525	522 777	144 468	231 445	611 885	355 329
Netto driftsresultat	869 060	2 819 063	5 751 859	4 527 192	1 540 879	5 455 007	7 240 815
Netto finansinntekt	42 939	24 288	29 220	48 005	29 061	53 125	63 255
Nettoresultat til sysselsatt kapital	911 999	2 843 350	5 781 079	4 575 198	1 569 940	5 508 132	7 304 070
Netto finanskostnad	640 860	465 074	422 632	506 710	561 602	784 207	690 579
Netto minoritetsresultat	4 912	12 677	60 718	4 095	30 159	288 168	81 215
Nettoresultat til egenkapital	266 226	2 365 599	5 297 729	4 064 392	978 179	4 435 757	6 532 276
Unormalt netto driftsresultat	- 476 314	- 1 425 849	148 936	182 141	- 768 859	471 689	- 2 374 841
Unormalt netto finansresultat	- 1 981 972	1 558 880	282 917	317 789	37 307	3 458 215	- 172 834
FNR til egenkapital	- 2 192 060	2 498 630	5 729 582	4 564 323	246 627	8 365 662	3 984 601
Netto betalt utbytte	311 626	- 79 814	2 776 397	4 306 900	- 394 636	- 1 110 930	9 826 920
Endring i egenkapital	- 2 503 686	2 578 444	2 953 185	257 423	641 263	9 476 592	- 5 842 319

Tabell 6-27: Justert resultat bransje

Foruten 2012 har driftsinntektene for bransjen økt gjennom hele analyseperioden. Videre ser vi at driftsresultat og nettoresultat til egenkapital avhenger av syklusene i bransjen. 2008 var et særdeles dårlig år for bransjen. Dette skyldes det nevnte sykdomsutbruddet i Chile som medførte store nedslaktinger, noe som påvirket Cermaq og Marine Harvest i stor grad. Videre preget finanskrisen som inntraff høsten 2008 bransjen. Netto betalt utbytte er uvanlig stort i 2014T. Dette skyldes rekordåret 2013 og de høye utbyttene som er utbetalt som følge av dette. Spesielt Marine Harvest har utbetalt høye utbytter hittil i 2014.

Cermaq sitt regnskap for 2013 inneholder en uforholdsmessig liten varekostnad som følge av salget av EWOS. Som vi så av figur 5-2 utgjør kjøp av fiskefôr den største kostnadskomponenten for oppdrettsselskapene. Da EWOS fram til 31.oktober 2013 har vært konsolidert i Cermaq sitt konsernregnskap er varekostnaden til Cermaq eliminert. Tidligere har denne likevel vært tatt hensyn til gjennom EWOS sine kostnader. Dette er ikke tilfelle i 2013 da EWOS er rapportert som diskontinuerlig virksomhet. Notene til årsregnskapet inneholder informasjon om varekostnad før eliminering. Av dette fremgår det en varekostnad på 2,2 milliarder. Dette er 1,5 milliard høyere enn rapportert varekostnad og vi har følgelig valgt å justere varekostnaden i konsernregnskapet til Cermaq. Korrigeringen har medført at inntekten knyttet til diskontinuerlig virksomhet er blitt større.

Konsermbalanse	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Immaterielle eiendeler	15 725 542	14 885 670	16 517 759	17 005 867	17 383 462	18 411 369	18 839 838
Varige driftsmidler	8 481 560	7 650 563	8 746 499	9 929 108	10 757 847	13 071 915	13 612 428
Tilknyttet selskap	1 249 880	1 303 496	2 181 213	2 115 739	2 192 886	2 226 905	2 271 609
Annen driftsrelatert anlegg	1 637	4 904	3 901	2 023	2 492	802	930
Driftsrelaterte anleggsmidler	25 458 619	23 844 633	27 449 372	29 052 737	30 336 687	33 710 991	34 724 805
Varer	2 807 297	1 688 235	2 114 415	2 479 139	2 838 002	2 645 024	2 887 010
Biologiske eiendeler	8 935 473	8 268 491	10 185 223	11 531 652	11 975 013	14 807 072	14 222 150
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	5 404 595	4 523 229	5 654 241	6 073 708	6 806 243	6 559 080	6 983 701
Driftsrelaterte omløpsmidler	17 147 365	14 479 955	17 953 879	20 084 499	21 619 258	26 011 176	24 092 861
DRIFTSEIENDELER	42 605 984	38 324 588	45 403 251	49 137 236	51 955 945	59 722 167	58 817 666
Langsiktig finansielle fordringer	155 983	105 957	142 787	69 165	102 101	51 687	46 776
Finansielle anleggsmidler	155 983	105 957	142 787	69 165	102 101	51 687	46 776
Finansielle fordringer	44 619	222 637	453 648	263 494	211 223	89 802	80 612
Investeringer	299 461	366 026	262 232	199 017	1 054 942	140 621	156 003
Eiendeler holdt for salg	-	-	-	-	-	1 064 405	43 200
Kontanter, bank og lignende	982 957	1 450 818	2 266 481	2 389 618	1 993 468	7 335 506	2 596 659
Finansielle omløpsmidler	1 327 037	2 039 481	2 982 361	2 852 129	3 259 633	8 630 334	2 876 474
FINANSIELLE EIENDELER	1 483 020	2 145 438	3 125 148	2 921 294	3 361 734	8 682 021	2 923 250
TOTALE EIENDELER	44 089 004	40 470 026	48 528 399	52 058 530	55 317 679	68 404 188	61 740 916
Egenkapital (majoritet)	18 701 476	21 279 920	24 233 105	24 490 527	25 131 790	34 608 382	28 766 063
Minoritetsinteresser	162 609	123 305	802 184	816 041	937 291	1 237 250	896 182
EGENKAPITAL	18 864 085	21 403 225	25 035 289	25 306 568	26 069 081	35 845 632	29 662 245
Avsetning for krav - langsiktig	2 480 866	3 007 463	4 934 725	5 147 612	5 815 424	6 864 528	7 616 744
Kortsiktig rentefri gjeld	6 083 115	4 850 068	6 165 700	6 531 579	6 995 492	8 457 653	7 763 095
DRIFTSRELATERT GJELD	8 563 981	7 857 531	11 100 425	11 679 191	12 810 916	15 322 181	15 379 839
Langsiktig rentebærende gjeld	12 257 079	9 819 887	11 098 763	12 950 197	13 527 533	14 747 676	15 426 555
Kortsiktig rentebærende gjeld	2 955 958	1 110 814	1 104 585	1 739 401	2 409 101	2 158 286	1 148 794
Kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	1 447 901	278 569	189 338	383 173	501 048	330 413	123 483
FINANSIELL GJELD	16 660 938	11 209 270	12 392 686	15 072 771	16 437 682	17 236 375	16 698 832
EGENKAPITAL OG GJELD	44 089 004	40 470 026	48 528 399	52 058 530	55 317 679	68 404 188	61 740 916

Tabell 6-28: Justert bransjebalanse

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	22 977 753	20 837 170	22 514 648	23 905 125	24 521 263	26 846 463	27 108 061
Driftsrelatert arbeidskapital	11 064 250	9 629 887	11 788 179	13 552 920	14 623 766	17 553 523	16 329 766
Netto driftseiendeler	34 042 003	30 467 057	34 302 827	37 458 045	39 145 029	44 399 986	43 437 827
Egenkapital	18 701 476	21 279 920	24 233 105	24 490 527	25 131 790	34 608 382	28 766 063
Minoritetsinteresser	162 609	123 305	802 184	816 041	937 291	1 237 250	896 182
Netto finansiell gjeld	15 177 918	9 063 832	9 267 538	12 151 477	13 075 948	8 554 354	13 775 582
Netto driftskapital	34 042 003	30 467 057	34 302 827	37 458 045	39 145 029	44 399 986	43 437 827

Tabell 6-29: Netto driftseiendeler og –driftskapital, bransje

Netto driftskapital har økt store deler av analyseperioden, men ikke alle årene. Vi ser spesielt at det var en økning fra 2012 til 2013, dette skyldes i hovedsak Marine Harvest sitt kjøp av Morpol. Marine Harvest er av en slik størrelse, sammenlignet med de andre selskapene i bransjen, at bransjetallene i stor grad påvirkes av endringer i dette selskapet.

7 Analyse av risiko

Vi vil i dette kapittelet analysere kredittrisikoen til selskapet og bransjen for så å foreta en syntetisk rating. Kredittrisiko tilsvarer långivers risiko for at utestående lånebeløp, inkludert renter, helt eller delvis blir misligholdt og følgelig påfører långiver et tap. Dette er en ensidig risiko da kreditor aldri vil motta mer enn lånebeløp og renter. Risikoen kan ikke diversifiseres bort og er følgelig systematisk. Kredittrisikoen avhenger av sannsynligheten for konkurs og den tapsprosenten kreditor påføres ved en eventuell konkurs.

Kredittrisikoen vil bli vurdert gjennom analyse av likviditet og soliditet. Sentrale forholdstall vil her være likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Disse fire forholdstallene vil ligge til grunn for den syntetiske ratingen. Syntetisk rating innebærer at vi plasserer SalMar og bransjen i en risikoklasse som indikerer sannsynligheten for konkurs innen ett år (Knivsflå, 2014h).

Finansielle långivere ønsker hovedsakelig en regnskapsføring der eiendeler vurderes til historisk kost og gjeld vurderes til virkelig verdi. Dette er primært for å forhindre overvurdert soliditet og balanseføring av verdier som har en likvidasjonsverdi lik null (Knivsflå, 2014h). Under justering av målefeil balanseførte vi påløpte kostnader knyttet til forskning og justerte biologiske eiendeler slik at de nå er målt til historisk kost. Sistnevnte justering samsvarer med kreditorenes ønske om forsiktig regnskapsføring. Forskning og utvikling har derimot en usikker likvidasjonsverdi. Oppdrettsnæringen er en bransje der selskapene stort sett forsker på de samme områdene. Likvidasjonsverdien til forsknings- og utviklingsaktiviteter vil neppe være lik null da dette er verdier som er av interesse for andre selskap i bransjen. Vi anser derfor ikke balanseføring av forskning for å virke negativt inn på vår analyse av kredittrisiko.

7.1 Likviditetsanalyse

Analyse av likviditet fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, det vil si selskapets evne til å innfri sine krav etter hvert som de forfaller. Likviditetsrisiko er følgelig risikoen for at selskapet kommer i en presset likviditetssituasjon på kort sikt. Vi har valgt å fokusere på likviditetsgrad 1 og 2, samt rentedekningsgraden i vår likviditetsanalyse.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 ser på hvorvidt selskapet har nok likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld. Forholdstallet skrives som følger:

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad \text{Formel 7-1}$$

Knivsflå (2014h) anfører at foreslått utbytte bør tillegges kortsiktig gjeld dersom dette inngår som en del av egenkapitalen. Utbytte betales ut til aksjonærene kort tid etter at det er vedtatt på generalforsamlingen. For å unngå en overvurdering av likviditetsgrad 1 vil det følgelig være hensiktsmessig å justere for foreslått utbytte i nevneren. Foreslått utbytte i SalMar har historisk sett samsvart med faktisk utbetalt utbytte, vi velger derfor å legge til foreslått utbytte i nevneren. Det samme gjøres for selskapene i bransjen.

Likviditetsgrad 1	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
SalMar	1,823	1,775	1,975	1,884	2,039	3,028	2,170
Bransje	2,006	1,850	2,424	2,397	2,373	2,855	2,391

Tabell 7-1: Likviditetsgrad 1 for SalMar og bransje

Som tommelfingerregel kan man si at dersom likviditetsgrad 1 er høyere enn to har selskapet en god likviditet. Vi ser at SalMar i store deler av analyseperioden har en LG1 som er lavere enn to. Som følge av sterk likviditet mot slutten av analyseperioden er likevel det tidsvekta snittet høyere enn to. En mulig forklaring på svak likviditetsgrad i 2010 er de høye utbyttene som ble avsatt dette året. Som nevnt over er disse tillagt i nevneren og reduserer følgelig likviditetsgraden. Videre har vi justert biologiske eiendeler til historisk kost, noe som reduserer omløpsmidlene betydelig og følgelig også LG1. Hadde vi ikke foretatt disse to justeringene ville trolig likviditetsgraden for både SalMar og bransjen vært høyere enn to. Legger vi til grunn en målestokk på to for LG1 er verken SalMar eller bransjen i en presset likviditetssituasjon etter vår vurdering.

Knivsflå (2014h) hevder at bransjegjennomsnittet er en vel så god målestokk som tommelfingerregelen. SalMar har en LG1 som er lavere enn bransjegjennomsnittet alle årene i analyseperioden, foruten 2014T. SalMar sin LG1 avviker mest fra bransjegjennomsnittet i årene 2011-2013. SalMar hadde høy leverandørgjeld disse årene og et relativt lavt bankinnskudd som følge av investeringer og kjøp av virksomheter. Selskapet har bedret sin LG1 betraktelig de to siste årene og vi anser ikke risikoen for at SalMar havner i en presset likviditetssituasjon i nær fremtid for å være stor. Det at LG1 er noe lavere enn bransjegjennomsnittet historisk sett påvirker ikke kredittrisikoen i betydelig grad.

Snittet på Oslo Børs i perioden 1999-2012 har vært 1,527. Både bransjen og SalMar har høyere LG1 enn dette i hele analyseperioden. Dette underbygger vår vurdering om at verken bransjen eller SalMar er i en presset likviditetssituasjon.

7.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 skiller seg fra likviditetsgrad 1 ved at varer trekkes ut fra omløpsmidlene. Dette gjøres da varer ikke er like likvide som for eksempel kontanter. Forholdstallet anses relevant for SalMar da varelager og biologiske eiendeler utgjør en betydelig del av omløpsmidlene. LG2 defineres som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varer}}{\text{Kortsiktig gjeld} + \text{utbytte}} \quad \text{Formel 7-2}$$

Likviditetsgrad 2	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
SalMar	0,628	0,589	0,602	0,626	0,920	0,919	0,750
Bransje	0,797	0,763	0,943	0,970	1,178	1,044	0,986

Tabell 7-2: Likviditetsgrad 2 for SalMar og bransje

Når det gjelder målestokk henviser Knivsflå (2014h) til en tommelfingerregel på minst en, men også her vil bransjegjennomsnittet trolig være den beste målestokken. Som vi ser har både bransjen og SalMar en LG2 på under en mesteparten av analyseperioden.

Biologiske eiendeler representerer store balanseførte verdier og denne justeringen medfører relativt store forskjeller mellom LG1 og LG2. Argumentet for å ekskludere varene er at disse antas å være mindre likvide. Som nevnt under den strategiske analysen er fisk en ferskvarer, slakteklar fisk er følgelig en relativt likvid vare. Når det gjelder ikke-slakteklar fisk kan det diskuteres hvor likvid denne varen er. Det eksisterer sannsynligvis ikke et velfungerende marked for denne fisken i nedgangstider, noe som gjør LG2 til et interessant forholdstall.

Foruten nedgang i LG2 fra 2009 til 2010 har SalMar i de senere årene hatt en positiv trend hva gjelder LG2. Som nevnt over er 2010 påvirket av et høyt utbytte og følgelig lavere likviditetsgrad. Selskapet har en utbyttepolitikk som tilsier at overskuddslikviditet skal deles ut som utbytte såfremt det ikke anses mer hensiktsmessig å foreta investeringer eller nedbetale gjeld. Flere av selskapene i bransjen har en lignende utbyttepolitikk. Dette innebærer at både SalMar og bransjegjennomsnittet sjeldent sitter på mye likvider i lengre perioder, noe som igjen påvirker likviditetsgradene.

Knivsflå (2014h) legger til grunn at jo mindre finansielle eiendeler selskapet har tilgjengelig, dess større er konkursrisikoen. Spesielt SalMar, men også bransjen, har begrenset med finansielle eiendeler i analyseperioden sett i forhold til kortsiktig gjeld. Vi vil i det følgende forklare hvorfor vi mener at dette likevel ikke representerer økt konkursrisiko.

Slaktevolumet har økt alle årene i analyseperioden, både for SalMar og bransjen. Dette tyder på at smolt-utsettet øker for hvert år og at deler av tilgjengelig likviditet investeres i fisken.

Videre har bransjen vært preget av virksomhetssammenslutninger noe som påvirker likviditeten. Dette er en tendens som har vist seg gjeldene i en årrekke, men som nå er i ferd med å avta noe. Virksomhetssammenslutninger er kostbart for selskapene, både selve oppkjøpet og implementeringen av nye selskap i konsernet. Legger vi til grunn at denne trenden vil avta noe i framtiden innebærer dette at næringen vil ha mer likvider tilgjengelig, følgelig også en bedre likviditetsgrad. Ser vi på LG2 for de seneste årene er forholdstallet rundt en for både bransjen og SalMar, noe som er et sunnhetstegn.

En siste faktor er at både bransjen og SalMar har tilgjengelig kassakreditt i analyseperioden. Eksempelvis hadde SalMar i 2011 en driftskredittfasilitet og oppkjøpsramme på 4,5 milliarder kroner. Av denne rammen var om lag halvparten trukket. Dette innebærer at selskapet i perioden hadde ytterligere likvider tilgjengelig.

Tatt i betraktning overnevnte forhold anser vi ikke likviditetssituasjonen i verken SalMar eller bransjen for å være kritisk i analyseperioden. I tillegg har både LG1 og LG2 en positiv utvikling de seneste årene. Sannsynligheten for en kritisk likviditetssituasjon på kort sikt vurderes som lav.

7.1.3 Rentedekningsgrad

Når vi ser på kortsiktig likviditetsrisiko er det også viktig å ta stilling til selskapets evne til å dekke finanskostnader knyttet til finansiell gjeld. Dette kan gjøres ved hjelp av rentedekningsgraden som defineres som følger:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}} \quad \text{Formel 7-3}$$

Forholdstallet sier noe om hvorvidt selskapets resultat dekker rentene knyttet til finansiell gjeld eller ikke (Knivsflå, 2014f). Problemet med forholdstallet er at avdragene knyttet til finansiell gjeld ikke tas hensyn til. Dette innebærer at selv om selskapet har en god rentedekningsgrad kan de likevel ha problemer med å betjene avdragene. For å allokere dette problemet kan vi se på kontantstrømmen med fokus på finansielle eiendeler.

En annen ulempe er at unormale poster er presentert etter nettoresultat til egenkapital. Disse postene er følgelig ikke tatt høyde for ved beregning av rentedekningsgraden og bør tas høyde for i vurderingen.

Rentedekningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
SalMar	21,693	25,258	8,081	3,284	9,142	15,216	12,59
Bransje	6,114	13,679	9,029	2,795	7,024	10,577	8,12

Tabell 7-3: Rentedekningsgrad for SalMar og bransje

Rentedekningsgraden varierer mye gjennom analyseperioden. Dette har sin rot i de volatile prisene og vi ser at rentedekningsgraden følger konjunktorene i næringen. Til tross for store variasjoner har resultat fra sysselsatt kapital dekket netto finanskostnader med god margin alle årene i analyseperioden, både for SalMar og bransjen. Vi anser det derfor tvilsomt at selskapene vil ha problemer med å dekke avdragene sine. For SalMar sin del vil dette bli vurdert nærmere under avsnitt 7.1.4.

I juli 2014 refinansierte og forlenget SalMar eksisterende låneavtale. Denne avtalen medførte en samlet kredittramme på fem milliarder kroner (SalMar, 2014c). Det ble opplyst i pressemelding om at selskapet til enhver tid må ha en egenkapitalprosent større enn 35 prosent. Videre skal forholdet mellom netto rentebærende gjeld og EBITDA ikke overstige 4,5. Dette forholdet kan dog være på opptil 6,0 i inntil tre kvartaler (SalMar, 2014i).

Egenkapitalprosenten har vært over 35 prosent i hele analyseperioden og er per andre kvartal på 47,74 prosent. Ved utregningen av netto rentebærende gjeld i årsregnskapet inkluderer SalMar kun bankinnskudd som finansielle eiendeler. Vi har lagt til grunn at det benyttes rullerende 12 måneders EBITDA ved beregningen. Dette gir et forholdstall for andre kvartal lik 1,21. Vi ser at dette er betydelig lavere enn grensen på 4,5. Dette vurderes likevel rimelig da lånevilkårene er uavhengig av hvordan konjunktur selskapet befinner seg i. Det må følgelig være rom for mindre lønnsomme perioder og høyere gjeldsandel for at lånevilkårene skal være realistiske.

Det er vanskelig å vurdere konsekvensene av brudd på lånevilkårene. Reglene etter IFRS legger til grunn at lånet skal innfris ved brudd på lånevilkårene per 31.12. Likevel er det utbredt praksis at banken godtar bruddet, men krever et høyere rentelement fra selskapet. Dette er mindre katastrofalt enn innfrielse av lånet, men representerer likevel betydelige kostnader. Lånevilkåret har økt fra 4 til 4,5 sammenlignet med tidligere finansieringsordning, SalMar har ikke vært i brudd med lånevilkårene tidligere og avtalen åpner for at grensen på 4,5 kan overstiges i perioder. Vi anser følgelig risikoen for brudd på lånevilkårene for å være liten.

Basert på analysen i dette avsnittet anser vi den kortsiktig likviditetsrisikoen knyttet til SalMar og bransjen for å være liten. Bransjen har de siste årene hatt god inntjening og de siste årene har forholdstallene utviklet seg i en positiv trend.

7.1.4 Fri kontantstrøm til egenkapital

Kontantstrømoppstillingen etter IFRS fokuserer på likviditet og er kreditororientert. Vi ønsker å gjøre kontantstrømoppstillingen mer investororientert og har derfor benyttet Knivsfå (2014h) sitt oppsett. Vi har benyttet de omgrupperte og justerte tallene ved utarbeidelsen av kontantstrømmen. Kontantsstrømoppstillingen for analyseperioden er vist i tabellen nedenfor.

	FKE	2009	2010	2011	2012	2013	2014T
	Netto driftsresultat	501 068	898 379	571 293	353 233	1 099 577	1 524 956
+	Unormalt netto driftsresultat	- 49 185	56 127	- 300 490	157 412	670 715	- 904 738
-	Endring i netto driftseiendeler	191 029	1 779 869	673 956	760 381	1 159 684	- 118 076
=	Fri kontantstrøm fra drift	260 854	- 825 363	- 403 153	- 249 737	610 608	738 294
+	Netto finansinntekt	238	4 060	3 799	2 128	7 170	17 312
+	Unormal netto finansinntekt	27 099	1 389	- 57 223	34 069	321 557	- 36 808
-	Endring i finansielle eiendeler	139 484	- 21 918	- 95 127	87 165	954 086	- 842 887
=	Fri kontantstrøm til SSK	148 707	- 797 996	- 361 449	- 300 705	- 14 751	1 561 685
-	Netto finanskostnad	51 968	23 096	35 710	71 130	108 161	120 998
+	Endring i finansiell gjeld	- 54 180	988 390	833 585	94 444	20 698	- 227 977
-	Netto minoritetsresultat	15	11 301	2 517	14 073	113 336	30 847
+	Endring i minoritetsinteresser	16	117 097	4 217	14 072	201 508	- 301 808
=	Fri kontantstrøm til egenkapital	42 560	273 094	438 126	- 277 391	- 14 042	880 055

Tabell 7-4: Fri kontantstrøm til egenkapital, SalMar

Hensikten med kontantstrømoppstillingen er her å vurdere selskapets evne til å generere kontanter for å dekke sine løpende gjeldsforpliktelser. SalMar har i analyseperioden foretatt betydelige investeringer. I 2010 og 2011 er disse finansiert gjennom driften, samt ved opptak av finansiell gjeld. Vi ser at SalMar genererer frie kontanter til egenkapital alle årene i analyseperioden foruten 2012 og 2013. Begge årene hadde en stor økning i biologiske eiendeler i tillegg til øvrige investeringer. For 2012 er investeringene delvis finansiert gjennom driften, men også gjennom egenkapital og gjeld. I 2013 er investeringene i sin helhet finansiert gjennom driften. Økningen i finansielle eiendeler skyldes en økning i bankinnskudd, som igjen resulterer i en liten negativ kontantstrøm til egenkapital. Vi ser at store deler av denne økningen er utbetalt som utbytte i 2014T. Oppsummert har SalMar store deler av analyseperioden generert kontanter som kan dekke gjeldsforpliktelsene til selskapet. Dette understreker vår antakelse om at selskapet evner å dekke sine gjeldsforpliktelser og har i tillegg mye å gå på i forhold til covenants kravene.

7.2 Soliditetsanalyse

I motsetning til likviditetsanalyse fokuserer soliditetsanalyse på langsiktig risiko. Vi skal her vurdere SalMar sin evne til å stå imot lengre perioder med tap (Knivsflå, 2014h).

7.2.1 Egenkapitalprosent

Tap som SalMar påføres føres mot egenkapitalen. Jo høyere egenkapital selskapet har, desto mer skjermet er kreditorene mot et eventuelt tap. Vi vil ta hensyn til både minoriteten og majoriteten sin egenkapital ved beregning av dette forholdstallet.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \quad \text{Formel 7-4}$$

Egenkapitalprosent	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
SalMar	46,70 %	40,41 %	35,09 %	37,65 %	48,86 %	46,72 %	43,08 %
Bransje	52,89 %	51,59 %	48,61 %	47,13 %	52,40 %	48,04 %	49,88 %

Tabell 7-5: Egenkapitalprosenten til SalMar og bransjen

Den sykliske bransjen forsterker viktigheten av å ha en tilstrekkelig buffer mot perioder med tap. På Oslo Børs er gjennomsnittlig egenkapitalprosent på 40,3 for perioden 1999-2012 (Knivsflå, 2014h). Sammenlignet med børsen har både bransjen og SalMar en sterk egenkapital. I tillegg har våre justeringer av målefeil påvirket egenkapitalen negativt. Faktisk egenkapitalprosent er følgelig noe høyere dersom vi legger virkelig verdi av biologiske eiendeler til grunn. Som vi ser av tabellen over har SalMar en noe lavere egenkapitalprosent enn bransjen for øvrig. Det er årene 2011 og 2012 som skiller seg klart fra det tidsvekta gjennomsnittet. Dette var relativt dårlige år for oppdrettsnæringen og veksten i egenkapital var moderat, til tross for dette foretok SalMar en rekke investeringer disse årene. SalMar sin egenkapitalprosent vurderes som sterk selv om den er noe lavere enn bransjegjennomsnittet.

7.2.2 Finansieringsstruktur

Vi har valgt å foreta en statisk finansieringsanalyse for å se nærmere på hvor risikabel SalMar sin finansiering er. Egenkapitalfinansiering er den minst risikable finansieringsformen, mens kortsiktig gjeld er mest risikabelt (Knivsflå, 2014h). Ved utarbeidelsen av finansieringsanalysen tar man utgangspunkt i et gitt tidspunkt, vi har her valgt å ta utgangspunkt i balansetall per 30.06.2014.

SalMar

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	3 885 748	36 000	1 156 263	130 929			5 208 941
FAM				5 952			5 952
DOM				2 130 519	676 646	128 549	2 935 714
FOM						245 405	245 405
TK	3 885 748	36 000	1 156 263	2 267 400	676 646	373 954	8 396 012

Tabell 7-6: Finansieringsstruktur SalMar

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	74,60 %	0,69 %	22,20 %	2,51 %			62,04 %
FAM				100 %			0,07 %
DOM				72,57 %	23,05 %	4,38 %	34,97 %
FOM						100,00 %	2,92 %
TK	46,28 %	0,43 %	13,77 %	27,01 %	8,06 %	4,45 %	100,00 %

Tabell 7-7: Finansieringsstruktur SalMar, i prosent

Bransje

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	28 736 459	896 182	5 092 164				34 724 805
FAM			46 776				46 776
DOM			2 507 408	15 426 555	6 158 898		24 092 861
FOM					1 604 197	1 272 277	2 876 474
TK	28 736 459	896 182	7 646 348	15 426 555	7 763 095	1 272 277	61 740 916

Tabell 7-8: Finansieringsstruktur bransje

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	82,75 %	2,58 %	14,66 %				56,24 %
FAM			100 %				0,08 %
DOM			10,41 %	64,03 %	25,56 %		39,02 %
FOM					55,77 %	44,23 %	4,66 %
TK	46,54 %	1,45 %	12,38 %	24,99 %	12,57 %	2,06 %	100,00 %

Tabell 7-9: Finansieringsstruktur bransje, i prosent

Knivsflå (2014h) påpeker at jo raskere kurven går til bunns, dess mindre risikabel og mer solid er finansieringa. Vi ser at alle anleggsmidler er langsiktig finansiert både for SalMar og bransjen. Videre er om lag 73 prosent av driftsrelaterte omløpsmidler finansiert langsiktig. Da ikke-slakteklar fisk utgjør en stor del av omløpsmidlene anses det betryggende av store deler av omløpsmidlene er finansiert langsiktig. De resterende driftsrelaterte omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld for SalMar sin del. For bransjen er driftsrelaterte omløpsmidler i sin helhet finansiert gjennom langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld, noe som er naturlig da flere av disse postene inngår i varekretsløpet. Om lag fire prosent av SalMar sine driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert gjennom finansielle omløpsmidler, dette er lite gunstig for selskapet. Vi har her korrigert for verdiene som tilhører Villa Organic. Hadde vi hensyntatt disse verdiene ville

finansieringsstrukturen vært annerledes. Da ville driftsrelaterte omløpsmidler i sin helhet vært finansiert av langsiktig finansiell gjeld og driftsrelatert kortsiktig gjeld. Da andelen som er finansiert av kortsiktig finansiell gjeld er forholdsvis liten velger vi å tillegge dette forholdet lite vekt. Samlet sett har SalMar og bransjen en tilfredsstillende finansieringsstruktur per andre kvartal 2014. SalMar sin kurve faller noe saktere enn bransjen sin, men dette anses ikke å være av vesentlig betydning. Videre kan det understrekes at de fleste selskapene har betalt ut utbytte rett før avslutningen av andre kvartal. Dette innebærer at egenkapitalen ikke har rukket å bygge seg opp igjen og trolig vil denne vokse i perioden framover, noe som gir en enda bedre finansieringsstruktur.

7.2.3 Netto driftsrentabilitet

Avslutningsvis i soliditetsanalysen skal vi se på netto driftsrentabilitet. En svak lønnsomhet vil redusere egenkapitalen og følgelig påvirke selskapets evne til å stå imot tap på lengre sikt. Netto driftsrentabilitet viser avkastningen knyttet til netto driftseiendeler og kan beregnes ved hjelp av følgende formel (Knivsfå, 2014k):

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE - NDR_t}{2}} \quad \text{Formel 7-5}$$

Vi tar her utgangspunkt i de normaliserte regnskapstallene da disse anses å være best egnet ved vurdering av sannsynligheten for konkurs. Dette gir en viss overvurdering av rentabiliteten da unormale poster holdes utenfor. Vi ser av nevneren at netto driftsrentabilitet blir regnet på etterskuddsbasis.

Netto driftsrentabilitet	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
SalMar	25,02 %	32,96 %	13,69 %	7,03 %	20,71 %	27,66 %	20,79 %
Bransje	9,14 %	19,49 %	13,47 %	4,11 %	13,97 %	17,97 %	13,28 %

Tabell 7-10: Netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen

Tabell 7-10 viser at SalMar har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Videre ser vi at driftsrentabiliteten er lavere i perioder med lave laksepriser, spesielt i 2012. Oslo Børs har i perioden 1999-2012 hatt en driftsrentabilitet på 4,7 prosent. Både bransjen og SalMar ligger over dette gjennomsnittet i hele analyseperioden. Vi skal analysere driftsrentabiliteten nærmere under analyse av lønnsomhet og velger derfor ikke å gå nærmere inn på tallene i dette avsnittet.

Vi har nå sett på egenkapital, finansiering og netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen. Basert på disse nøkkeltallene anser vi soliditeten for å være god for SalMar og bransjen, og den langsiktige kredittrisikoen er lav for hele analyseperioden.

7.3 Syntetisk rating

Kredittrisikoen vi har analysert ovenfor skal nå oppsummeres i en karakter, omtalt som syntetisk rating. Karakterene går fra AAA til D, der D innebærer at selskapet er konkurs. Dess høyere karakter man får, dess lavere er risikoen for konkurs innen ett år. Den syntetiske ratingen baserer seg, som nevnt, på fire av forholdstallene vi har regnet ut. Før vi setter en endelig karakter må vi vurdere hvorvidt det er behov for å justere karakteren basert på vår innsikt fra den strategiske analysen (Knivsflå, 2014h).

Vi har lagt til grunn følgende tabell ved kredittratingen:

Rating	Likviditetsgrad 1	Rente- dekningsgrad	Egenkapital- prosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35
	8,9	11,6	0,895	0,308
AA	6,2	6,3	0,85	0,266
	4,6	4,825	0,755	0,216
A	3	3,35	0,66	0,166
	2,35	2,755	0,55	0,131
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096
	1,45	1,69	0,38	0,082
BB	1,2	1,22	0,32	0,068
	1,05	1,06	0,27	0,054
B	0,9	0,9	0,22	0,04
	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	0,6	0,07	0,105	0,012
	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016
	0,45	-1,17	0,03	-0,03
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044
	0,35	-1,995	-0,1	-0,058
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072

Tabell 7-11: Grenseverdier for syntetisk rating (Knivsflå, 2014h)

Syntetisk rating av SalMar og bransjen fremkommer i tabellene nedenfor.

SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	
Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	BBB	BBB	A	A	
Rentedekningsgrad	AAA	AAA	AA	A	AAA	AAA	
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
Netto driftsrentabilitet	AA	AAA	A	BB	AA	AA	Tidsvektet
Gj.snittlig rating	A	A+	A-	BBB	A	A+	A

Tabell 7-12: Syntetisk rating, SalMar

Bransje	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	
Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	A	A	A	A	
Rentedekningsgrad	AA	AAA	AAA	AA	AA	AAA	
Egenkapitalprosent	A	A	BBB	BBB	A	BBB	
Netto driftsrentabilitet	BBB	AA	A	BB	A	AA	Tidsvektet
Gj.snittlig rating	A-	A+	A	BBB+	A	A+	A

Tabell 7-13: Syntetisk rating, bransje

Vi ser at både SalMar og bransjen er ratet til A, SalMar har muligens en noe svakere A enn bransjen. Gjennomsnittet på Oslo Børs er en rating på BBB- (Knivsflå, 2014h), SalMar og bransjen er følgelig ratet over snittet. Dette er ikke overraskende da forholdstallene jevnt over har vært noe høyere enn gjennomsnittet på Oslo Børs. Dette gjaldt likevel ikke for likviditetsgrad 2, men da dette forholdstallet ikke inngår i den syntetiske ratingen påvirker det heller ikke karakteren.

I den strategiske analysen kom vi fram til at oppdrettsnæringen har gode framtidsutsikter og vi forventer videre vekst i bransjen. Selskapene blir stadig bedre på å takle nedgang i laksepriser ved å få høyere EBIT/kg noe tallene for andre kvartal i 2014 viser. Vi ser klare forskjeller i nettoresultat til egenkapital som følge av de volatile prisene, men ikke i form av negative resultater. SalMar og bransjen har en sterk egenkapitalprosent per andre kvartal 2014. Det forventes at egenkapitalprosenten vil øke noe ved utgangen av året da selskapene akkurat har utbetalt store summer i utbytte som følge av de gode resultatene i 2013. Etter vår vurdering er SalMar og bransjen godt rustet til å takle perioder med nedgang i lakseprisen og vi anser overnevnte rating for å være passende. En rating på A innebærer en konkurssannsynlig på 0,08 prosent dersom S&P sin statistikk legges til grunn (Knivsflå, 2014h).

8 Historisk avkastningskrav

Avkastningskravet tilsvarer den beste avkastningen en investor kan oppnå på alternative investeringer med lik risiko. Vi skal i neste kapittel vurdere SalMar sin lønnsomhet og er da avhengig av et fornuftig avkastningskrav. Videre skal vi benytte avkastningskrav i den fundamentale verdsettelsen når vi neddiskonterer framtidige kontantstrømmer.

WACC tilsvarer det vektede gjennomsnittlige avkastningskravet og inkluderer krav fra både investorer og kreditorer, og det er dette kravet vi vil benytte i vår oppgave. Knivsflå (2014i) anfører at netto driftskapital gir det mest realistiske vektede avkastningskravet og på bakgrunn av dette vil vi benytte følgende formel ved utregningen:

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK} \quad \text{Formel 8-1}$$

Der,

ndk = netto driftskrav

EK = egenkapital

ekk = egenkapitalkravet

MI = minoritet

mik = minoritetskrav

NFG = netto finansiell gjeld

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NDK = netto driftskapital

Vi ser av formelen at avkastningskravet avhenger av kravet til egenkapital, minoritet og finansiell gjeld i tillegg til vektingen mellom de ulike kapitalene. Vi skal i de følgende beregne de ulike kapitalkravene før vi avslutningsvis i dette kapittelet kommer frem til SalMar og bransjen sitt avkastningskrav.

8.1 Egenkapitalkrav

Første steg for å beregne netto driftskravet er å beregne egenkapitalkravet. Vi har valgt å gjøre dette ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM) som er den mest anvendte metoden i praksis.

Totalrisikoen til en investering inkluderer både systematisk og usystematisk risiko.

Systematisk risiko er omfatter generell markedsrisiko knyttet til forhold som påvirker alle investeringer, eksempelvis arbeidsledighet, inflasjon, konjunkturutvikling og rentenivå.

Usystematisk risiko er derimot bedriftsspesifikk risiko som kun inkluderer forhold som påvirker det spesifikke selskapet. Usystematisk risiko er risiko investor kan minimere ved å diversifisere sin portefølje, systematisk risiko vil derimot alltid være tilstede. CAPM inkluderer kun systematisk risiko, det er følgelig forutsatt at investor er veldiversifisert

(Kaldestad & Møller, 2011). Modellen forutsetter videre at investor handler rasjonelt og at det eksisterer et perfekt kapitalmarked (Berk & DeMarzo, 2014).

CAPM bestemmer egenkapitalkravet ut i fra risikofri rente, markedsrisikopremien og selskapets beta. Dette kan illustreres i følgende formel:

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * (r_m - r_f * (1 - s)) + ilp \quad \text{Formel 8-2}$$

Der,

$r_f * (1-s)$ = risikofri rente etter skatt

β_{EK} = selskapets egenkapitalbeta (mål på systematisk risiko)

r_m = avkastning på en markedsportefølje eller indeks

$(r_m - r_f*(1-s))$ = markedets risikopremie

ilp = illikviditetspremie

Minoritetskravet tar utgangspunkt i egenkapitalkravet og justeres for en eventuell illikviditetspremie knyttet til minoriteten:

$$mik = ekk + ilp_{MI} \quad \text{Formel 8-3}$$

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den renten investorer kan få risikofritt et annet sted, med risikofritt menes en plassering uten konkurs- eller misligholdsrisiko. Investering i aksjer må derfor som et minimum tilfredsstillende denne renten. Ofte blir renten på langsiktige statsobligasjoner brukt som grunnlag, alternativt kan man benytte tremåneders NIBOR. Vi vil benytte 10-årig statsobligasjoner i vår beregning da denne varierer mindre enn en kortsiktig rente, og dermed gir et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011). I tillegg er det 10-årig statsobligasjoner som i størst grad benyttes som risikofri rente i det norske markedet (PwC, 2014). Da egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt vil også den nominelle risikofrie renten bli kalkulert etter skatt.

Risikofri rente	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gj.snitt
Gjennomsnittlig bankrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
10-årig statsobligasjoner	0,040	0,035	0,031	0,021	0,026	0,027	0,030
Kreditrisikopremie før skatt	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Risikofri rente før skatt	0,032	0,027	0,023	0,013	0,017	0,019	0,022
28% / 27% skatt	0,009	0,008	0,006	0,004	0,005	0,005	0,006
Risikofri rente etter skatt	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,014	0,016

Tabell 8-1: Risikofri rente

8.1.2 Beta

Selskapets beta måler hvordan aksjen og det totale markedet samvarierer og driver ifølge CAPM aksjens forventede avkastning. Beta kan dermed sies å være et mål på systematisk risiko. En betaverdi lik én vil innebære at aksjen beveger seg i takt med markedet. En betaverdi over én indikerer at aksjen beveger seg mer enn markedet målt i prosent og vil være en mer risikofull investering. Motsatt vil en aksje med betaverdi under én bevege seg mindre enn markedet og være mindre risikofull (Koller, et al., 2010). En betaverdi lik null indikerer en risikofri plassering.

For å beregne egenkapitalbetaen til selskapet må man dividere kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen på variansen til markedsporteføljen (Knivsflå, 2014i).

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{Var}(r_m)} = \rho * \frac{\sigma_r}{\sigma_m} \quad \text{Formel 8-4}$$

Der,

ρ = korrelasjonskoeffisient/samvariasjon mellom avkastningen til markedet og aksjen

σ_r = standardavviket til aksjen

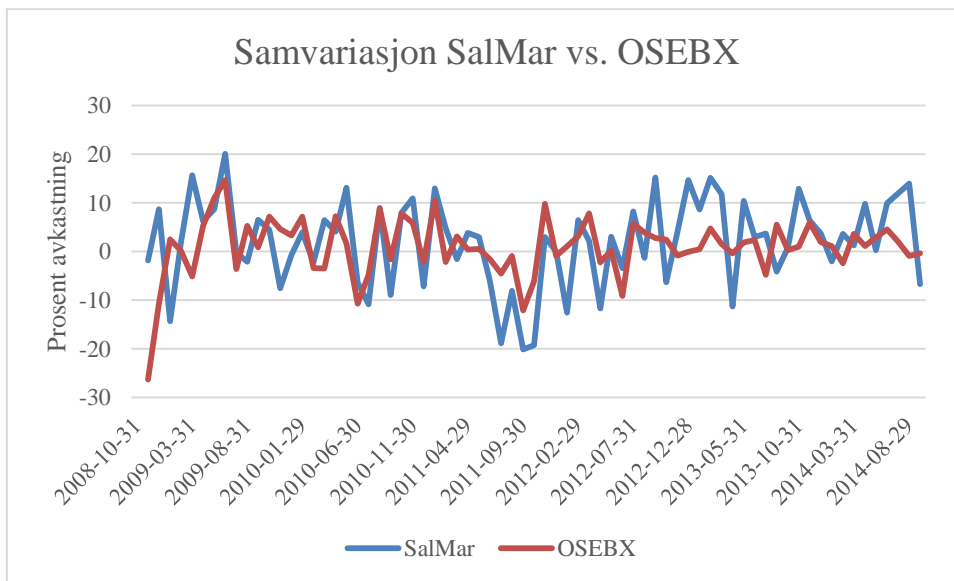
σ_m = standardavviket til markedet

Dersom egenkapitalbetaen til selskapet ikke er tilgjengelig, kan man finne betaverdien ved hjelp av en regresjonsanalyse. Betaen til børsnoterte selskaper beregnes ofte av ulike nyhetstjenester, men det er vanskelig å stadfeste hvilken indeks og tidsperiode som ligger til grunn i beregningen (Kaldestad & Møller, 2011). På bakgrunn av dette vil vi foreta en regresjon av SalMars historiske kursdata mot OSEBX. OSEBX er en indeks som er sterkt av oljerelaterte virksomheter, noe som kan virke forstyrrende i vår regresjonsanalyse. Alternativt kunne vi valgt MSCI World Index, da dette er en verdi-vektet vel-diversifisert markedsportefølge. Da SalMar er notert på Oslo Børs velger vi likevel å benytte OSEBX. Vi vil i analysen velge en analyseperiode på seks år med månedlige kursendringer, da regresjonen minimum bør inneholde 60 punkt. Samtidig kan det sies at det ved en slik tidshorisont er lettere å se strukturelle endringer og kortsiktige avvik (Koller, et al., 2010). Tilsvarende foretar vi regresjonsanalyse for selskapene i bransjen for å finne bransjebetaen. Egenkapitalbetaene vil bli justert basert på en vekting mellom den kalkulerte betaverdien til selskapene og markedsbetaen. Hensikten med dette er å gjøre estimatet mindre ekstremt. Betaverdien til selskapet vil da bevege seg mot markedsbetaen, β_M , som i uttrykket under er lik én (Knivsflå, 2014i).

$$\beta_{justert} = \frac{2}{3} * \beta_{EK} + \frac{1}{3} * \beta_M$$

Formel 8-5

Basert på overnevnte metode kommer vi frem til en justert beta på 0,86 for SalMar. Dagens Næringsliv opererer med en betaverdi lik 0,82 for SalMar per 1. oktober 2014. Dette er en betaverdi beregnet for de siste 24 månedene, altså en noe kortere tidshorisont enn den vi har lagt til grunn. Vår estimerte beta samsvarer bra med Dagens Næringsliv sin og vi anser vårt estimat for å være rimelig. Samvariasjonen mellom SalMar og OSEBX fremgår av figuren nedenfor.



Figur 8-1: Månedlig samvariasjon mellom aksjeavkastningen til SalMar og OSEBX, 2008-2014

Videre har vi regnet ut betaverdier for de komparative selskapene. Marine Harvest har en justert betaverdi lik 0,86. Dette er noe lavere enn hva Dagens Næringsliv legger til grunn og historisk har denne betaverdien vært høyere. Imidlertid ser vi at e24 opererer med en betaverdi for Marine Harvest på 0,84, på bakgrunn av dette velger vi å benytte overnevnte beta. For Cermaq har vi kommet fram til en justert beta lik 0,83, til sammenligning benytter Dagens Næringsliv 0,64. Lerøy sin justerte betaverdi er beregnet til 0,87 mot 0,79 i Dagens Næringsliv. For Norway Royal Salmon er beregnet justert beta lik 0,89 mot 0,45 i Dagens Næringsliv. Som vi ser avviker våre betaverdier fra Dagens Næringsliv sine. En mulig forklaring er antall år som ligger til grunn for beregningen. Vi har benyttet historiske kursdata seks år tilbake i motsetning til Dagens Næringsliv som benytter 24 måneder. Videre har vi tatt utgangspunkt i kursen den siste dagen i måneden, mens Dagens Næringsliv beregner på ukentlig basis. Betaverdiene som oppgis av de ulike nyhetstjenestene avviker også fra hverandre. På bakgrunn av dette finner vi våre estimat fornuftig og velger å benytte

overnevnte betaer. Når vi vekter selskapsbetaene med selskapets netto driftskapital får vi en bransjebeta lik 0,86. Dette innebærer at SalMar og bransjen har tilnærmet lik betaverdi.

8.1.3 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente etter skatt. Dette er dermed den meravkastningen en investor kan forvente å få ved å holde en aksje i motsetning til et risikofritt aktivum. For å finne denne premien vil vi bruke en historisk tilnærming som sammenligner avkastningen på OSEBX med avkastningen på 10-årig statsobligasjoner over tid (Kaldestad & Møller, 2011). Vi vil videre vekte kortsiktig risikopremie med 25 prosent og langsiktig risikopremie med 75 prosent. Tabellen nedenfor er utarbeidet av Knivsflå (2014i) og vi har lagt denne til grunn ved beregning av markedsrisikopremien. Da Knivsflå benytter tre måneders NIBOR har vi justert slik at vi benytter 10-årig statsobligasjoner i stedet. For 2014 har vi lagt til grunn tilsvarende tall som for 2013. Dette gjøres på bakgrunn av PWC sin undersøkelse knyttet til risikopremien i det norske markedet (PwC, 2014). Rapporten konkluderer med at markedsrisikopremien er uendret sammenlignet med fjoråret, det vil si en implisitt markedsrisikopremie lik 5,6 prosent.

	Risikopremie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
	Årlig risikopremie 1995-T	0,030	0,040	0,041	0,046	0,043	0,043	0,040
x	Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
+	Årlig risikopremie 1958-T	0,054	0,062	0,062	0,066	0,063	0,063	0,062
x	Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
=	Løpende risikopremie	0,048	0,056	0,056	0,061	0,058	0,058	0,056

Tabell 8-2: Løpende risikopremie

8.1.4 Likviditetspremie, ilp

Hensikten med illikviditetspremien er å kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering. Bakgrunnen er at det kan være relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av en aksje (Kaldestad & Møller, 2011). Størrelsen på premien vil variere basert på graden av markedssvikt, innlåsing i aksjen og selskaps-spesifikk risiko. Dette er ofte en skjønsmessig vurdering (Knivsflå, 2014i).

Kverva AS er hovedaksjonær i SalMar med en eierpost på 53,4 prosent og SalMar antas å være et forholdsvis lite selskap i børssammenheng. SalMar er ikke blant de aksjene som omsettes i størst grad på Oslo Børs og det er en viss risiko for at aksjonærene ikke klarer å selge seg ut til riktig tid. Risikoen anses derimot ikke for å være stor og vi velger å benytte en illikviditetspremie på 1,5 prosent. For minoritetsaksjonærene er risikoen for innlåsing større og det benyttes gjerne et tillegg for illikviditet knyttet til minoriteten (Knivsflå, 2014i). Vi har

her valgt å sette dette tillegg til 1,5 prosent, slik at total illikviditetspremie for minoritetsinteressene er 3 prosent.

Basert på tallmaterialet over har vi nå informasjon nok til å kalkulere et egenkapitalkrav og minoritetskrav, som vist i tabell 8-3.

ekk + mik - SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gj.snitt
10-årig statsobligasjoner	0,040	0,035	0,031	0,021	0,026	0,027	0,030
- Kredittrisikopremie før skatt	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
= Risikofri rente før skatt	0,032	0,027	0,023	0,013	0,017	0,019	0,022
- 28% / 27% skatt	0,009	0,008	0,006	0,004	0,005	0,005	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,014	0,016
+ Justert beta	0,811	0,867	0,990	0,982	0,799	0,746	0,856
x Risikopremie etter skatt	0,048	0,056	0,056	0,061	0,058	0,058	0,056
+ Illikviditetspremie	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
= Egenkapitalkrav	0,077	0,083	0,087	0,084	0,074	0,072	0,079
+ Illikviditetspremie minoritet	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
= Minoritetskrav	0,092	0,098	0,102	0,099	0,089	0,087	0,094

Tabell 8-3: Egenkapitalkrav og minoritetskrav

8.2 Finansielle krav og beta

Det neste steget i prosessen er å beregne netto finansielt gjeldskrav (nfgk) og netto finansiell gjeldsbeta. Kravet kan dekomponeres gjennom vektning, som vist under:

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG} \quad \text{Formel 8-6}$$

Der,

fgk = finansielt gjeldskrav

FE = finansielle eiendeler

fek = finansielt eiendelskrav

NFG = netto finansiell gjeld

FG = finansiell gjeld

8.2.1 Finansielt gjeldskrav, fgk

Finansielt gjeldskrav kan beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$fgk = r_f * (1 - s) + krp \quad \text{Formel 8-7}$$

Der,

krp = kredittrisikopremie

Kredittrisikopremien fastsettes basert på syntetisk rating, og er et mål på den systematiske risikopremien kreditor krever for den utstedte gjelden. Da det meste av SalMar sin gjeld er

langsiktig benytter vi her en langsiktig kredittrisikopremie. Finansielt gjeldskrav innebærer kreditors risiko for at utestående beløp helt eller delvis blir misligholdt (Knivsflå, 2014i).

<i>FGK - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
Syntetisk rating	A	A+	A-	BBB	A	A+	A
Risikofri rente etter skatt	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,014	0,016
+ Lang kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,014	0,010	0,010	0,011
Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,033	0,029	0,026	0,023	0,023	0,024	0,026

Tabell 8-4: Finansielt gjeldskrav etter skatt

Vi ser at finansielt gjeldskrav påvirkes av hvordan den risikofrie renten endrer seg, mens kredittrisikopremien er forholdsvis konstant i analyseperioden.

Senere i oppgaven vil vi ha behov for finansiell gjeldsbeta og har beregnet denne basert på følgende formel:

$$\beta_{FG} = \frac{krp * mrd}{mrp} \quad \text{Formel 8-8}$$

Knivsflå (2014i) anfører at markedsandelen kan estimeres på bakgrunn av regresjonsanalysen. Vi har benyttet justert R² for SalMar som representerer forklaringsgraden i analysen. Tallet kan finnes igjen i appendix 1.

<i>Finansiell gjeldsbeta - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
Markedsrisikoandel	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186
* Lang kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,014	0,010	0,010	0,011
/ Markedspremie	0,048	0,056	0,056	0,061	0,058	0,058	0,056
= Finansiell gjeldsbeta	0,039	0,033	0,033	0,043	0,032	0,032	0,035

Tabell 8-5: Finansiell gjeldsbeta

8.2.2 Finansielt eiendelskrav, fek

Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer. Finansielt eiendelskrav kan følgelig uttrykkes som er det vektete kravet mellom kontant-, fordrings- og investeringskravet.

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) + krp) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE} \quad \text{Formel 8-9}$$

Kontanter er risikofrie eiendeler med en betaverdi lik null og det eksisterer ingen kredittrisikopremie. For fordringer benytter vi en kortsiktig kredittrisikopremie da det i all hovedsak er kortsiktige fordringer. Videre forutsetter vi en rating lik BBB- da dette er

gjennomsnittet på Oslo Børs. For investeringene forutsetter vi at SalMar har en vel diversifisert portefølje med en betaverdi tilnærmet lik en (Knivsflå, 2014i). Basert på disse forutsetningene får vi følgende finansielt eiendelskrav i analyseperioden:

<i>FEK - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
Kontantkrav	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,014	0,016
* Kontantvekt	0,857	0,800	0,765	0,528	0,912	0,963	0,804
+ Fordringkrav	0,033	0,029	0,026	0,019	0,023	0,024	0,026
* Fodringsvekt	0,133	0,192	0,224	0,386	0,075	0,035	0,174
+ Investeringskrav	0,071	0,076	0,073	0,070	0,071	0,072	0,072
* Investeringsvekt	0,010	0,008	0,011	0,086	0,013	0,001	0,022
= Finansielt eiendelskrav	0,025	0,022	0,019	0,018	0,014	0,014	0,019

Tabell 8-6: Finansielt eiendelskrav

Vi er også avhengig av finansiell eiendelsbeta senere i oppgaven. Vi har i beregningen lagt til grunn de samme forutsetningene som ved beregning av eiendelskravet. Betaverdien kan uttrykkes ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{INV} * INV + \beta_{FOR} * FOR}{FE} \quad \text{Formel 8-10}$$

Der,

$$\beta_{FOR} = \frac{krp \text{ for fordringer} * mrd}{mrp} \quad \text{Formel 8-11}$$

<i>Finansiell eiendelsbeta - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt	0,857	0,800	0,765	0,528	0,912	0,963	0,804
+ Fordringsbeta	0,039	0,033	0,033	0,031	0,032	0,032	0,033
* Fordringsvekt	0,133	0,192	0,224	0,386	0,075	0,035	0,174
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
* Investeringsvekt	0,010	0,008	0,011	0,086	0,013	0,001	0,022
= Finansiell eiendelsbeta	0,015	0,014	0,018	0,098	0,016	0,002	0,027

Tabell 8-7: Finansiell eiendelsbeta

8.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

I oppgaven benytter vi netto driftskapital noe som innebærer at finansielle eiendeler og gjeld uttrykkes netto. Vi må følgelig beregne netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsbeta. Kravet er beregnet ved hjelp av formelen presentert i avsnitt 8.2.

	<i>Netto finansielt gjeldskrav - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
	Krav til finansiell gjeld	0,033	0,029	0,026	0,023	0,023	0,024	0,026
*	Finansiell gjeldsvekt	1,118	1,125	1,045	1,036	1,281	1,325	1,155
-	Krav til finansielle eiendeler	0,025	0,022	0,019	0,018	0,014	0,014	0,019
*	Finansiell eiendelsvekt	0,118	0,125	0,045	0,036	0,281	0,325	0,155
=	Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,030	0,027	0,023	0,025	0,027	0,028

Tabell 8-8: Netto finansielt gjeldskrav

Ved beregningen av netto finansiell gjeldsbeta er følgende formel lagt til grunn:

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG} \quad \text{Formel 8-12}$$

	<i>Netto finansiell gjeldsbeta - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
	Finansiell gjeldsbeta	0,039	0,033	0,033	0,043	0,032	0,032	0,035
*	Finansiell gjeldsvekt	1,118	1,125	1,045	1,036	1,281	1,325	1,155
-	Finansiell eiendelsbeta	0,015	0,014	0,018	0,098	0,016	0,002	0,027
*	Finansiell eiendelsvekt	0,118	0,125	0,045	0,036	0,281	0,325	0,155
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,041	0,035	0,034	0,041	0,036	0,042	0,036

Tabell 8-9: Netto finansiell gjeldsbeta

8.3 Driftskrav og beta

Vi har nå regnet ut de kravene som er nødvendig for å finne netto driftskrav. Som det fremgår av formel 7-1 vil kravene til de ulike kapitalene vil bli vektet slik at vi får et gjennomsnittlig driftskrav. Beregningen av avkastningskravet fremgår av tabell 8-10.

	<i>Netto driftskrav - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
	Egenkapitalkrav	0,077	0,083	0,087	0,084	0,074	0,072	0,080
*	Egenkapitalvekt	0,576	0,521	0,443	0,448	0,554	0,598	0,523
+	Minoritetskrav	0,092	0,098	0,102	0,099	0,089	0,087	0,095
*	Minoritetsvekt	0,000	0,020	0,028	0,024	0,034	0,031	0,023
+	Netto finansiell gjeldskrav	0,034	0,030	0,027	0,023	0,025	0,027	0,028
*	Netto finansiell gjeldsvekt	0,424	0,460	0,528	0,528	0,412	0,370	0,454
=	Netto dritskrav	0,059	0,059	0,056	0,052	0,054	0,056	0,056

Tabell 8-10: Netto driftskrav

Videre kan betaverdien til netto driftskrav (β_{NDK}), også kalt selskapsbetaen, beregnes slik:

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} \quad \text{Formel 8-13}$$

Basert på Miller og Modigliani sin proposisjon 1 legger vi til grunn at selskapsverdien er uavhengig av finanseringen. Dette innebærer at selskapsbetaen vil være konstant alle årene i analyseperioden. Knivsflå (2014i) anfører at dette ikke gjelder i situasjoner hvor det eksisterer finansielle krisekostnader. Under analyse av risiko kom vi frem til at SalMar har en sterk

økonomisk stilling, noe som innebærer at det ikke eksisterer finansielle krisekostnader. Basert på oversikten nedenfor ser vi at selskapets driftsbeta er 0,485 alle årene i analyseperioden.

	<i>Netto driftsbeta - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
	Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	0,856
*	EK/NDK	0,576	0,540	0,472	0,472	0,588	0,630	0,546
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,041	0,035	0,034	0,041	0,036	0,042	0,038
*	NFG /NDK	0,424	0,460	0,528	0,528	0,412	0,370	0,454
=	Netto driftsbeta	?	?	?	?	?	?	0,485

Tabell 8-11: Netto driftsbeta

Avslutningsvis i dette kapitlet beregner vi SalMar sin egenkapitalbeta i analyseperioden. Vi benytter følgende formel ved beregningen:

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI} \quad \text{Formel 8-14}$$

	<i>Egenkapitalbeta - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
	Netto driftsbeta	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485
+	Netto driftsbeta	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485
-	Netto finansiell gjeldsbeta	0,041	0,035	0,034	0,041	0,036	0,042	0,038
*	NFG/ (EK + MI)	0,735	0,850	1,119	1,118	0,700	0,589	0,852
=	Egenkapitalbeta	0,811	0,867	0,990	0,982	0,799	0,746	0,856

Tabell 8-12: Egenkapitalbeta

Selskapsbetaen fremkommer da som følger i analyseperioden:

	<i>Netto driftsbeta - SalMar</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Snitt
	Egenkapitalbeta	0,811	0,867	0,990	0,982	0,799	0,746	0,856
*	EK/NDK	0,577	0,541	0,472	0,472	0,588	0,630	0,547
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,041	0,035	0,034	0,041	0,036	0,042	0,038
*	NFG /NDK	0,423	0,459	0,528	0,528	0,412	0,370	0,453
=	Netto driftsbeta	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485

Tabell 8-13: Netto driftsbeta

9 Analyse av lønnsomhet

En kapital sin rentabilitet sier noe om kapitalens avkastning og gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og på tvers av virksomheter. Et selskap anses for å være lønnsomt dersom de har en egenkapitalrentabilitet som er større enn kravet. Forskjellen mellom rentabiliteten og kravet omtales som superrentabilitet eller strategisk fordel.

Vi skal i dette kapitlet foreta en strategisk rentabilitetsanalyse hvor målet er å avdekke en eventuell strategisk fordel, både for bransjen og for SalMar. Vi har valgt å foreta rentabilitetsberegning ved å bruke etterskuddsrente. Dette samsvarer med beregningene som ligger til grunn for kravene og tallene er følgelig sammenlignbare. Rentabiliteten blir beregnet på bakgrunn av følgende formel (Knivsfå, 2014j):

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta\text{kapital} - \text{nettoresultat}}{2}} \quad \text{Formel 9-1}$$

Vi har valgt å benytte normaliserte tall ved rentabilitetsmålingen da disse anses å være mest relevant for framskrivning. Videre vil vi benytte Tabell 6-1 ved tidsvekting av tallene.

9.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på eiernes avkastning på investert kapital. Vi vil her sammenligne SalMar sin egenkapitalrentabilitet med egenkapitalkravet og bransjen.

Rentabiliteten beregnes på bakgrunn av følgende formel:

$$\text{ekr}_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE_t}{2}} \quad \text{Formel 9-2}$$

Formelen forutsetter her at NBU utbetales midt i året. Egenkapitalrentabiliteten for analyseperioden er presentert i Tabell 9-1.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
ekr - SalMar	0,414	0,603	0,271	0,104	0,296	0,427	0,338
ekr - bransje	0,126	0,263	0,182	0,040	0,160	0,230	0,168

Tabell 9-1: Egenkapitalrentabiliteten for SalMar og bransjen

Vi ser av tabellen ovenfor at SalMar har hatt en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Marine Harvest og Cermaq har operasjon i Chile og egenkapitalrentabiliteten for 2009 er trolig påvirket av sykdomsutbruddet i 2008. Utover dette

ser vi at egenkapitalrentabiliteten er svært god i perioder med høye laksepriser. I nedgangstider er derimot egenkapitalrentabiliteten på et kritisk lavt nivå, spesielt i 2012.

9.2 Strategisk fordel

Som nevnt over oppnår selskapet en strategisk fordel dersom de har en egenkapitalrentabilitet høyere enn kravet. Vi har beregnet strategisk fordel for SalMar og bransjen nedenfor.

SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
ekr	0,414	0,603	0,271	0,104	0,296	0,427	0,338
ekk	0,077	0,083	0,087	0,084	0,074	0,071	0,079
SF	0,337	0,519	0,183	0,019	0,222	0,356	0,260

Tabell 9-2: Strategisk fordel, SalMar

Bransje	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
ekr	0,126	0,263	0,182	0,040	0,160	0,230	0,168
ekk	0,070	0,068	0,066	0,065	0,063	0,063	0,065
SF	0,056	0,195	0,116	-0,025	0,098	0,167	0,103

Tabell 9-3: Strategisk fordel, bransje

Som vi ser av tallene har SalMar en strategisk fordel alle årene i analyseperioden. Bransjen har en liten ulempe i 2012, men de øvrige årene genererer også de en strategisk fordel. Dette underbygger påstanden om at bransjen har hatt et økt fokus på produksjons- og kostnadseffektivitet de seneste årene. SalMar sin superrentabilitet er betydelig mye høyere enn bransjen sin, noe som tyder på at det foreligger en internbasert ressursfordel i tillegg til en bransjefordel. Dette samsvarer med vår strategiske analyse. Vi vil i det neste dekomponere superrentabiliteten for å finne kildene til den strategiske fordelen.

Strategisk fordel består av følgende komponenter:

$$SF = BFD + RFD + GFD + FFNFG + FFMI \quad \text{Formel 9-3}$$

$$\begin{aligned} ekr - ekk = & (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndk) + (ndk_B - ndk) \\ & + (ndr - ndk)(nfgg + mig) + (nfgk - nfggr) \\ & * nfgg + (mik - mir) * mig \end{aligned} \quad \text{Formel 9-4}$$

BFD = bransjefordel drift

RFD = ressursfordel drift

GFD = gearingfordel drift

FFNFG = finansieringsfordel netto finansiell gjeld

FFMI = finansieringsfordel minoritetsinteresse

De tre første komponentene er knyttet til driften, mens de to siste gjelder finansieringen. Som vi ser av formelen ovenfor vil en netto driftsrentabilitet høyere enn kravet medføre en driftsfordel og gearingfordel. Vi har beregnet de ulike komponentene i tabellen nedenfor:

SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
BFD	0,034	0,137	0,080	-0,009	0,088	0,127	0,079
RFD	0,158	0,134	0,001	0,027	0,065	0,094	0,073
GFD	0,141	0,249	0,102	0,022	0,123	0,148	0,125
FFNFG	0,005	0,004	-0,004	-0,020	-0,020	-0,009	-0,010
FFMI	0,000	-0,004	0,005	-0,001	-0,033	-0,005	-0,008
SF	0,338	0,520	0,184	0,020	0,222	0,355	0,260

Tabell 9-4: Dekomponering av strategisk fordel

SalMar har en tidsvektet driftsfordel på 15,2 prosent dersom vi ser bransjefordelen og ressursfordelen under ett. Videre gir den høye netto driftsfordelen en relativt stor gearingfordel. Selskapet har en finansieringsulempe på 1,8 prosent. Vi skal i det følgende dekomponere drifts- og finansieringsfordelen ytterligere.

9.2.1 Driftsfordel

Vi vil i dette avsnittet se nærmere på bransjefordel-, ressursfordel- og gearingfordel drift. Knivsfå (2014j) legger til grunn at gearingfordelen bør inngå i driftsfordelen da det er driften som generer fordelene, til tross for at komponenten inneholder visse finansieringselementer.

Ekstern bransjeorientert strategisk fordel

Bransjefordelen vokser dersom det er muligheter i bransjen og minker ved trusler (Knivsfå, 2014k). Basert på vår strategiske analyse gjennomført i kapittel fem forventer vi at det eksisterer en superprofitt i bransjen. Bransjen sitter på mye kunnskap, norsk atlantisk laks er en internasjonal merkevare og bransjen er stadig i utvikling. Vi ser at bransjen har hatt en superprofitt alle årene i analyseperioden foruten 2012. Bransjefordelen varierer med syklusene i laksepris, spesielt hadde 2012 lave laksepriser. I tillegg er bransjetallene sterkt påvirket av sykdomsutbruddet i Chile i 2008. Tidsvekta bransjefordel er 7,9 prosent.

Vekstbegrensede faktorer i bransjen er blant annet fôrmangel, tildeling av konsesjoner fra myndighetene og sykdomsutbrudd. Vi mener dette er begrensninger som vil bli løst på med tiden og at det er grunn til å tro at bransjen vil ha en varig bransjefordel. Vi kommer tilbake til diskusjonen rundt vedvarende bransjefordel i slutten av dette kapittelet.

Intern ressursbasert strategisk fordel

En intern ressursbasert strategisk fordel innebærer at selskapet besitter ressurser som de øvrige selskapene i bransjen ikke har. For å avgjøre om SalMar besitter slike ressurser må vi vurdere SalMar sine ressurser relativt til ressursene til gjennomsnittsselskapet i bransjen (Knivsflå, 2014k). Som vi ser av Tabell 9-4 besitter SalMar en ressursfordel alle årene i analyseperioden. For å finne kildene til denne ressursfordelen ønsker vi å dekomponere ressursfordelen i en marginfordel og en omløpsfordel. Ved dekomponeringen ser vi kun på netto driftsrentabilitet, ressursfordelen som skyldes ulikt avkastningskrav holdes følgelig utenfor. SalMar har et avkastningskrav som er litt høyere enn bransjen sitt gjennom hele analyseperioden, dette resulterer i at ressursfordelen blir noe lavere. Den tidsvekta reduksjonen er 0,3 prosent og anses minimal, vi vil derfor ikke se nærmere på forskjellen i avkastningskrav.

For å finne margin- og omløpsfordelen må vi først beregne netto driftsmargin (ndm) og omløpshastigheten til netto finansielle eiendeler (onde). Netto driftsmargin måler selskapets evne til å skape netto driftsresultat per krone driftsinntekt og er følgelig et lønnsomhetsmål. Omløpet til netto driftseiendeler er et effektivitetsmål og sier noe om evnen til å skape driftsinntekter per krone investert i driften (Knivsflå, 2014k). Beregningen av ndm og onde for SalMar fremgår av tabellen nedenfor:

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
	Netto driftsmargin	0,211	0,262	0,149	0,084	0,176	0,204	0,176
*	Omløpet til NDE	1,188	1,259	0,919	0,837	1,177	1,356	1,131
=	ndr	0,250	0,330	0,137	0,070	0,207	0,277	0,208

Tabell 9-5: Netto driftsrentabilitet

Som vi ser av tabellen tilsvarende netto driftsmargin multiplisert med omløpet til NDE SalMar sin netto driftsrentabilitet. På bakgrunn av tallene ovenfor og tilsvarende tall for bransjen, har vi funnet omløpsfordelen og marginfordelen til SalMar.

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
	ndm-ndmB	0,130	0,117	0,042	0,048	0,052	0,072	0,070
*	onde	1,188	1,259	0,919	0,837	1,177	1,356	1,131
=	Marginfordel	0,155	0,147	0,039	0,040	0,061	0,097	0,082
	ndmB	0,080	0,145	0,106	0,036	0,124	0,132	0,106
*	onde-ondeB	0,051	-0,083	-0,346	-0,290	0,051	-0,001	-0,097
=	Omløpsfordel	0,004	-0,012	-0,037	-0,011	0,006	0,000	-0,007
	RFD	0,159	0,135	0,002	0,029	0,067	0,097	0,075

Tabell 9-6: Ressursfordel drift basert på marginfordel og omløpsfordel

Vi ser av tabell 9-6 at SalMar har en tidsvektet marginfordel på 8,2 prosent og en omløpsulempe på 0,7 prosent. Samlet sett gir dette en ressursfordel lik 7,5 prosent sammenlignet med bransjen. Avviket på 0,2 prosent fra tabell 9-4 skyldes forskjell i avkastningskravene til SalMar og bransjen. Dette innebærer at SalMar evner å generere en superrentabilitet utover det bransjen genererer. Vi skal videre analysere marginfordelen og omløpsulempen nærmere.

Marginfordel

En marginfordel innebærer at selskapet besitter ressurser som gir kostnadsfordeler sammenlignet med bransjen for øvrig. For å finne kildene til SalMar sine kostnadsfordeler foretar vi en common-size analyse. Analysen innebærer at vi ser på postene som inngår i netto driftsresultat relativt til driftsinntektene. På denne måten er det mulig å se hvordan de ulike kostnadene endrer seg relativt til driftsinntekter over tid og vi kan sammenligne med bransjen.

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet	Bransje
	Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1	1
-	Varekostnad	0,478	0,437	0,516	0,553	0,489	0,452	0,488	0,588
-	Lønnskostnad	0,112	0,091	0,102	0,115	0,100	0,100	0,103	0,112
-	Ordinære avskrivninger	0,032	0,032	0,036	0,041	0,038	0,039	0,037	0,038
-	Annen driftskostnad	0,127	0,147	0,180	0,208	0,171	0,155	0,168	0,126
=	DR egen virksomhet	0,251	0,294	0,166	0,083	0,202	0,253	0,204	0,136
-	Driftsrelatert skattekostnad	0,064	0,075	0,042	0,021	0,052	0,065	0,052	0,038
=	Netto DR egen virksomhet	0,187	0,219	0,123	0,062	0,151	0,189	0,152	0,098
+	Nettoresultat fra TK	0,024	0,043	0,026	0,022	0,025	0,015	0,025	0,008
=	Netto driftsresultat	0,211	0,262	0,149	0,084	0,176	0,204	0,176	0,106

Tabell 9-7: Netto driftsresultat, SalMar

For å tydeliggjøre forskjellene mellom SalMar og bransjen har vi nedenfor sammenlignet common-size analysen til SalMar med bransjegjennomsnittet. For å se hvilke poster som generer marginfordelen har vi tatt SalMar sine tall og trukket fra bransjen sine.

	Samlet	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet	Vekt	MF
	Driftsinntekter	0	0	0	0	0	0	0,000	1,227	0,000
-	Varekostnad	-0,163	-0,142	-0,078	-0,109	-0,061	-0,092	-0,099	1,227	-0,122
-	Lønnskostnad	0,002	-0,011	-0,002	-0,004	-0,020	-0,012	-0,009	1,227	-0,012
-	Ordinære avskrivninger	-0,009	-0,005	0,000	0,001	0,000	0,003	-0,001	1,227	-0,001
-	Annen driftskostnad	0,023	0,048	0,057	0,072	0,032	0,023	0,042	1,227	0,051
=	DR egen virksomhet	0,147	0,110	0,023	0,040	0,049	0,079	0,068	1,227	0,083
-	Driftsrelatert skattekostnad	0,035	0,024	0,002	0,009	0,009	0,016	0,014	1,227	0,017
=	Netto DR egen virksomhet	0,112	0,087	0,020	0,031	0,041	0,063	0,054	1,227	0,066
+	Nettoresultat fra TK	0,018	0,030	0,022	0,017	0,011	0,009	0,016	1,227	0,020
=	Netto driftsresultat	0,130	0,117	0,042	0,048	0,052	0,072	0,070	1,227	0,086

Tabell 9-8: Netto driftsresultat bransje

Vi har i utregningen vektet tallene med bransjen sin tidsvekta omløpshastighet. SalMar går for å være ledende i bransjen på kostnadseffektivitet, noe som gjenspeiler seg i tallene ovenfor. Vi ser at SalMar en lavere varekostnad sammenlignet med bransjen og det er denne posten som er hovedkilden til ressursfordelen. Fordelen minker gradvis gjennom hele analyseperioden og er på sitt laveste i 2013. Som nevnt under presentasjon av bransjetall er varekostnaden til Cermaq lite representativ dette året og vi har foretatt en korrigerings basert på noteopplysninger. Det kommer ikke klart frem av noteopplysningene hvorvidt dette er den reelle varekostnaden. Nedgangen i SalMar sin fordel dette året tillegges følgelig ikke betydelig vekt. Når det gjelder 2014T har vi traillet både varekostnad og salgssinntekter. Sammenlignet med faktisk vekst er driftsinntektene nedjustert og varekostnaden oppjustert. Vi anser derfor en forskjell på 9,2 prosent for å være rimelig. Grunnen til at SalMar har en lave varekostnadsandel er vanskelig å fastsette. Det har i lengre tid vært et mål for selskapet å være ledende på kostnadseffektivitet, i tillegg opererer SalMar kun i Norge og de driver bare med laks. Hvis vi ser på Cermaq og Marine Harvest sin EBIT/kg knyttet til anlegg i utlandet er dette tallet lavere enn hva det er i Norge. Dette kan tyde på at bransjetallene er påvirket av et noe dårligere marginer som en følge av drift utenlands.

Vi ser videre at SalMar har høyere andel andre driftskostnader sammenlignet med bransjen. Denne posten utviklet seg negativt sammenlignet med bransjen i starten av analyseperioden, de siste årene har derimot trenden snudd og forskjellene er blitt mindre. Vi ser av SalMar sin noteinformasjon at leveringskostnader utgjør om lag 40 prosent av andre driftskostnader i analyseperioden. En mulig forklaring på høyere andre driftskostnader er at de øvrige selskapene i bransjen har lavere leveringskostnader. SalMar har videre operasjonell leasing som inngår i andre driftskostnader. Både Vikenco og InnovaMar sine leieavtaler er behandlet som operasjonell leasing deler av leieperioden. Leasingavtalen knyttet til InnovaMar er fra 1. Oktober 2013 behandlet som finansiell leasing, noe som reduserer andre driftskostnader. Utover dette er det vanskelig å finne årsaken til at SalMar har høyere andre driftskostnader enn bransjen da selskapet oppgir begrenset med noteinformasjon. Videre vet vi fra trailingen at andre driftskostnader hadde en minimal vekst sammenlignet med fjoråret. Dette tyder på at SalMar er i ferd med å jevne ut denne ulempen.

SalMar betaler en høyere andel skatt enn hva gjennomsnittsbransjen gjør. Både Cermaq og Marine Harvest har betydelig deler av sin virksomhet i utlandet hvor skattesatsen avviker fra den norske selskapsskatten. Dette antas å være årsaken til SalMar sin ulempe knyttet til

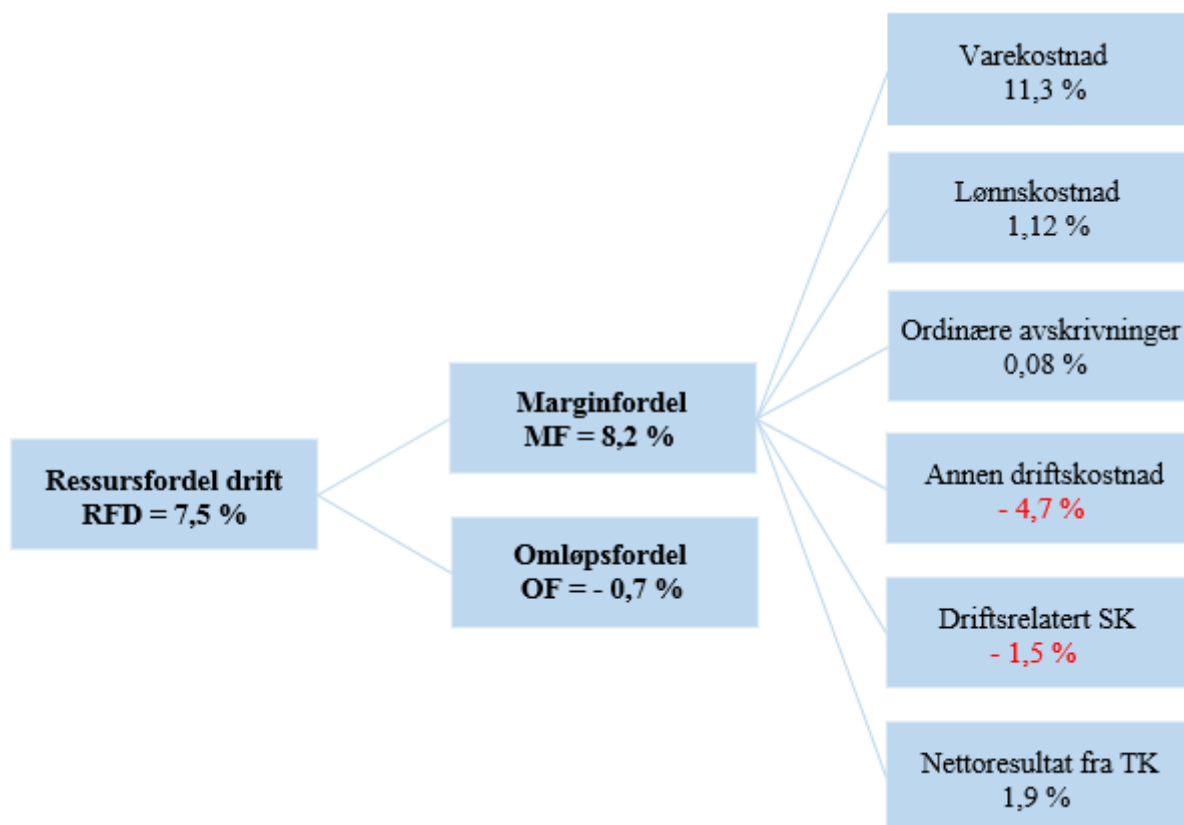
driftsrelatert skattekostnad. Ulempen veies videre opp av at SalMar har større andel inntjening fra tilknyttede selskap enn hva gjennomsnittsselskapet i bransjen har.

Det er vanskelig å peke på konkrete årsaker knyttet til SalMar sin marginfordel. Selskapene i bransjen operer innenfor ulike segment og på tvers av landegrenser, noe som påvirker tallene i analysen. Da vi ikke har nok informasjon på segmentnivå er det vanskelig å si hvorvidt det er disse forskjellene som er kilden til marginfordelen. SalMar sin marginfordel stammer som nevnt hovedsakelig fra lavere varekostnad sammenlignet med bransjen, noe som er forventet da selskapet har stort fokus på dette området. Da SalMar har en fordel knyttet til varekostnad og en ulempe knyttet til andre driftskostnader kan det være en klassifiseringsproblemer knyttet til disse postene. Samlet sett vil ikke dette ha noen konsekvens for marginfordelen og vi velger ikke å gå nærmere inn på dette.

Omløpsfordel

En omløpsfordel innebærer at selskapets ressurser evner å skape driftsinntekter i større grad enn bransjen sine ressurser (Knivsflå, 2014k). Tabell 9-6 viser at SalMar har en tidsvekta omløpsulempe på 0,7 prosent noe som tyder på at de er noe mindre effektive enn bransjen. Omløpsulempen er av uvesentlig størrelse og vi vil ikke vektlegge denne i betydelig grad. Dog hadde selskapet en omløpsulempe lik 3,8 prosent i 2011. Dette skyldes trolig oppstartsproblemer og lav kapasitetsutnyttelse knyttet til InnovaMar, som startet opp dette året (SalMar, 2012).

Knivsflå (2014k) hevder at selskap som besitter en marginfordel ofte har stor kapitalbinding, eller med andre ord lav onde. SalMar besitter som nevnt en marginfordel og det kan virke rimelig at de har en liten omløpsulempe. For å analysere omløpsulempen nærmere kan man foreta en per-unit analyse. Dette innebærer at man ser på driftsinntekter per enhet dividert på netto driftseiendeler per enhet. For SalMar innebærer dette at vi må se på inntekter og netto driftseiendeler i forhold til antall tonn solgt laks. Den tidsvekta omløpsulempen er påvirket av en unormal stor omløpsulempe i 2011 og er for øvrig uvesentlig. Vi anser det ikke nødvendig å foreta en per unit analyse. Figur 9-1 viser kildene til ressursfordel for SalMar.



Figur 9-1: Dekomponering ressursfordel drift

I kapittel fem konkluderte vi med at SalMar har en ressursfordel og funnene i dette avsnittet samsvarer med dette. Ressursfordelen stammer i all hovedsak fra en marginfordel som følge av lav varekostnad. SalMar har en marginal omløpsulempe og et høyere avkastningskrav enn bransjen, disse to faktorene reduserer den tidsvekta ressursfordelen med 0,9 prosent.

Gearingfordel

SalMar har en tidsvektet gearingfordel på 12,5 prosent og oppstår som følge av at selskapet har en driftsfordel. Tabellen nedenfor viser utregningen av gearingfordelen:

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
	ndr-ndk	0,192	0,271	0,081	0,018	0,153	0,221	0,152
*	nfgg + mig	0,736	0,920	1,255	1,233	0,804	0,671	0,925
=	GFD	0,141	0,249	0,102	0,022	0,123	0,148	0,125

Tabell 9-9: Gearingfordel drift

I situasjoner der rentabiliteten er større enn krav kan gjeldsfinansiering være gunstig for selskapet da dette øker gearingfordelen. Det kan likevel diskuteres hvorvidt gearingfordelen faktisk tilfører eierne verdier. Miller og Modigliani legger til grunn at selskapsverdien er uavhengig av finansieringen. Videre vil økt finansiell gearing øke egenkapitalbetaen og kravet

slik at samlet effekt blir minimal (Knivsflå, 2014k). Dette innebærer at selskapet ikke bør øke gjeldsfinansieringen i alle situasjoner der de har en rentabilitet større enn kravet.

9.2.2 Finansieringsfordel

Vi har valgt å ikke splitte finansieringsfordelen i bransjefordel og ressursfordel. Årsaken til dette er at vi forventer en minimal finansieringsfordel eller finansieringsulempe. Dette kommer av den harde konkurransen i finansmarkedet, noe som driver rentabiliteten mot kravet. Følgelig vil en oppdeling mellom bransje og ressurs gi oss relativt liten informasjonsverdi (Knivsflå, 2014j).

Finansieringsfordelen finner vi ved hjelp av følgende formel:

$$FF = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig \quad \text{Formel 9-5}$$

Første delen av formelen er knyttet til netto finansiell gjeld mens andre ledd gjelder minoriteten. Til forskjell fra driften er det her en fordel å ha en rentabilitet lavere enn kravet.

Utregningen er vist i tabellen nedenfor:

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
	nfgk	0,034	0,030	0,027	0,023	0,025	0,027	0,027
-	nfgr	0,027	0,025	0,031	0,040	0,052	0,041	0,038
*	nfgg	0,735	0,883	1,191	1,179	0,743	0,619	0,875
+	mik	0,092	0,098	0,102	0,099	0,089	0,086	0,094
-	mir	0,017	0,210	0,021	0,115	0,628	0,180	0,233
*	mig	0,001	0,038	0,064	0,054	0,061	0,052	0,049
=	FF	0,005	0,000	0,001	-0,021	-0,053	-0,014	-0,017

Tabell 9-10: Finansieringsfordel

Vi ser at SalMar har en tidsvekta finansieringsulempe. Dette innebærer at de betaler en rente høyere enn kravet og ulempen vokser i takt med gjeldsfinansieringen. I starten av analyseperioden hadde selskapet en finansieringsfordel. Fra og med 2012 har selskapet derimot hatt en ulempe og den var på hele 5,3 prosent i 2013. Ulempen stammer fra både netto finansiell gjeld og minoriteten, vi må følgelig se nærmere på disse postene.

Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld splittes i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. For netto finansiell gjeld er det en fordel for eierne å ha en rentabilitet lavere enn kravet, mens det er motsatt for finansielle eiendeler.

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
	fgk	0,033	0,029	0,026	0,023	0,023	0,024	0,025
-	fgr	0,024	0,025	0,031	0,039	0,043	0,037	0,035
*	fgg	0,822	0,993	1,244	1,221	0,952	0,821	1,006
=	FFFG	0,007	0,004	-0,006	-0,020	-0,020	-0,011	-0,010

Tabell 9-11: Finansieringsfordel til finansiell gjeld

Tidsvektet finansieringsulempe er på en prosent og er dermed forholdsvis liten. Det er finansieringsulempen fra 2012 og 2013 som i hovedsak medfører at vi samlet sett får en finansieringsulempe. Selskapet hadde en refinansiering av sine lånefasiliteter i 2011. Dette var en periode med lave laksepriser, noe som øker usikkerheten knyttet til selskapet og det er naturlig at kreditorene øker rentene noe. Videre foretok SalMar flere virksomhetskjøp og kjøp av grønne konsesjoner i perioden 2011 til 2013. Sistnevnte økte behovet for kapital og vi ser av gearingen at selskapet hadde en relativt høy gjeldsandel i 2011 og 2012 noe som øker finansieringsulempen.

Selskapet betalte ned store deler av gjelden fra 2012 til 2013. Da det ikke fremkommer når på året denne nedbetalingen skjedde er det vanskelig å finne en kapital som reflekterer de faktiske forholdene. Vi regner som nevnt med en gjennomsnittlig kapital, men dersom nedbetalingen skjedde mot slutten av året ville det vært mer rettvise med en høyere kapital og da ville rentabiliteten vært lavere. Rentabiliteten kan følgelig være noe misvisende.

I juni 2014 refinansierte SalMar sine lånefasiliteter og opplyser om at lånebetingelsene er bedre enn tidligere. Dette kan tyde på at rentabiliteten knyttet til finansiell gjeld vil reduseres noe og nærme seg kravet, noe som igjen vil minke finansieringsulempen. Vi forventer følgelig ikke noen større finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld i fremtiden.

Finansieringsfordelen til finansielle eiendeler fremkommer nedenfor.

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
	fër	0,002	0,026	0,039	0,022	0,012	0,026	0,022
-	fek	0,025	0,022	0,019	0,018	0,014	0,014	0,018
*	feg	0,087	0,111	0,053	0,042	0,209	0,202	0,130
=	FFFE	-0,002	0,000	0,001	0,000	-0,001	0,002	0,000

Tabell 9-12: Finansieringsfordel til finansielle eiendeler

Foruten 2009 og 2013 har selskapet en liten finansieringsfordel alle årene i analyseperioden. Vi ser her at finansieringsfordelen knyttet til finansielle eiendeler samsvarer i større grad med vår forventning om en finansieringsfordel tilnærmet lik null. Tidsvektet finansieringsfordel er lik null og de finansielle eiendelene er verken lønnsomme eller ulønnsomme for eierne.

En stor minoritet er en fordel fra majoriteten såfremt kravet er større enn rentabiliteten, majoriteten vil da ha noen å dele tap i datterselskapene med. Er derimot rentabiliteten høyere enn kravet er dette en ulempe for majoriteten (Knivsflå, 2014j). Finansieringsfordelen knyttet til minoritetsinteressen er vist i tabell 9-13.

	SalMar	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
	mik	0,092	0,098	0,102	0,099	0,089	0,086	0,094
-	mir	0,02	0,21	0,02	0,12	0,63	0,18	0,233
*	mig	0,001	0,038	0,064	0,054	0,061	0,052	0,049
=	FFMI	0,000	-0,004	0,005	-0,001	-0,033	-0,005	-0,008

Tabell 9-13: Finansieringsfordel minoritet

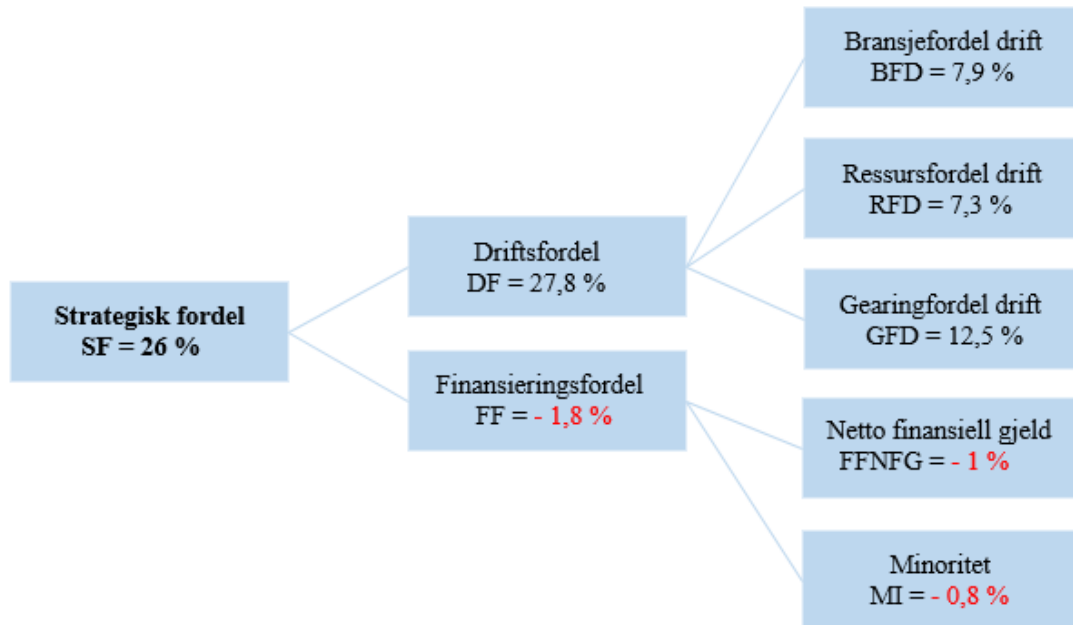
Vi ser av tabellen ovenfor at finansieringsfordelen knyttet til minoriteten er forholdsvis liten store deler av analyseperioden. Ser vi derimot på 2013 har vi en betydelig ulempe.

Minoriteten oppstår som følge av at SalMar ikke eier 100 prosent av konsoliderte selskap. I regnskapet til SalMar for 2013 ser vi at konsolideringen inneholder selskaper der SalMar har en eierprosent som akkurat gir kontroll. SalMar kjøpte i 2013 50,4 prosent av Villa Organic, dette kjøpet har påvirket både balanseførte minoritetsinteresser og netto minoritetsresultat i vesentlig grad. I vår rentabilitetsberegning forutsatte vi at større endringer i kapitalen skjer jevnt gjennom året. Oppkjøpet i Villa Organic skjedde i april 2013, minoritetskapitalen skulle følgelig vært høyere ved rentabilitetsberegningen for 2013. Dette innebærer at minoritetsrentabiliteten er noe overvurdert i 2013. Videre vet vi at 2013 var et spesielt godt år for oppdrettsnæringen, noe som ga spesielt høyt minoritetsresultat. Minoritetsrentabiliteten i 2014T er lavere som følge av at Villa Organic ikke lenger er konsolidert.

Det tidsvekta gjennomsnittet viser en finansieringsulempe knyttet til minoriteten på 0,8 prosent. Dette er forholdsvis lavt med tanke på den høye vektingen av finansieringsulempen i 2013. For fremtiden regner vi ikke med at minoriteten vil være kilde til en større finansieringsulempe da minoriteten utgjør en mindre del av egenkapitalen og at 2013 var et uvanlig år for minoriteten. Basert på overnevnte argumentasjon vil vi i framtidsregnskapet legge til grunn en finansieringsfordel lik null.

9.3 Oppsummering strategisk fordel

SalMar sin strategiske fordel fordeler seg som følger:



Figur 9-2: Dekomponering av strategisk fordel

Bransjefordelen utgjør 7,9 prosent og er en viktig kilde til SalMar sin strategiske fordel. Fôrmangel, miljøkrav og et fåtall nye konsesjoner er vekstutfordringer bransjen står ovenfor. I den strategiske analysen ble tunikat nevnt som en mulig løsning på fôrproblematikken. Videre er flere av selskapene i gang med å utforme utretninger for å effektivisere produksjon. Dette vil trolig løse deler av problemene knyttet til miljøkrav og mangel på nye konsesjoner. Dette tyder på at de vekstbegrensende faktorene i bransjen vil bli løst på sikt. Videre påvirker prissvingninger bransjefordelen, noe vi ser av årene 2011 og 2012. Det var kun i 2012 bransjen ikke evnet å generere en fordel, det har følgelig et flertall gode år i analyseperioden. Vi forventer at bransjefordelen vil variere i framtiden som følge av variasjoner i laksepris. Basert på bransjen sin evne til å generere superprofitt historisk sett og forventning om ytterligere vekst, legger vi til grunn en mindre bransjefordel i framtiden.

SalMar har en intern ressursbasert fordel på 7,4 prosent. I vår strategiske analyse kom vi frem til at InnoMar og havbasert oppdrett representerer midlertidige konkurransefortrinn for SalMar. Havbasert oppdrett er en del av SalMar sin forskning og utvikling og gjenspeiler seg ikke i rentabilitetsmålingen på nåværende tidspunkt. Utretningen for havbasert oppdrett har vært gjennom en rekke tester og foreløpig har det kun vært gode resultater (Sintef, 2014). Utfordringen i forbindelse med havbasert oppdrett er de høye investeringskostnadene, men vi antar at de gode testresultatene vil medføre at eksterne investorer er villige til å satse på

prosjektet. Følgelig har vi grunn til å tro at prosjektet vil bli vellykket slik at SalMar kan starte oppdrett til havs på sikt og følgelig få økt produksjon. Som vi så i dekomponering av ressursfordelen ble omløpsulempen betraktelig redusert allerede første året InnovaMar var operativt. Dette taler for at anlegget fungerer effektivt og vi forventer at SalMar vil ha en omløpsfordel tilnærmet lik null i årene som kommer. Dette anses bra da selskapet har en marginfordel og dette normalt medfører økt kapitalbinding (Knivsflå, 2014k).

SalMar har en tidsvekta marginfordel på 8,3 prosent da de er mer kostnadseffektive enn bransjen for øvrig. Dette samsvarer med vår strategiske analyse der vi forventet at selskapets bedriftskultur, herunder kompetanse og tilhørighet, representerer en ressursfordel for SalMar. Selskapet har som mål å være ledende i bransjen på kostnadseffektivitet, noe som gjenspeiler seg i høyere marginer sammenlignet med bransjen. Marine Harvest og Cermaq har i analyseperioden hatt problemer med sykdomsutbrudd i Chile og derfor hatt høye kostnader med å bygge opp laksestammen igjen. Dette påvirker trolig SalMar sin marginfordel relativt til bransjen og vi ser at fordelene er blitt mindre de senere årene. Tar vi utgangspunkt i selskapene i bransjen sin EBIT/kg er det minimal sammenheng mellom størrelse og forholdstall. Det er heller oppdrettslokasjonene som utgjør en forskjell. Eksempelvis har Marine Harvest slitt med lønnsomheten i Canada det siste året noe som har redusert deres totale EBIT/kg. Det norske segmentet gjør det derimot vel så bra som for eksempel Lerøy. Gearingfordelen vil vedvare så lenge selskapet har en rentabilitet høyere enn kravet. Da vi forventer både bransje- og ressursfordel i framtiden forventer vi også en gearingfordel.

SalMar har en finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld og minoriteten. Finansieringsulempen knyttet til minoriteten er preget av konsolideringen av Villa Organic i 2013 og deler av 2014. Villa Organic er ikke lengre en del av konsolideringen til SalMar og vi forventer at finansieringsulempen knyttet til minoriteten vil være tilnærmet lik null i fremtiden. I tillegg ser vi at finansieringsfordelen knyttet til minoriteten avhenger av syklusene og på sikt vil denne jevne seg ut. Selskapet har videre en tidsvektet finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld på en prosent. Som følge av hard konkurranse i finansmarkedet forventer vi en finansieringsfordel tilnærmet lik null. SalMar refinansierte sine lånefasiliteter i juli 2014 og vi forventer at lånevilkårene er noe bedre enn i den tidligere finansieringsavtalen. På bakgrunn av dette forventer vi også at finansieringsulempen knyttet til netto finansiell gjeld vil være tilnærmet lik null i fremtiden. Oppsummert innebærer dette at bransje-, ressurs- og gearingfordelen er relevant for framskrivning. Videre legger vi til grunn en finansieringsfordel lik null i fremtidsregnskapet.

10 Framtidsregnskap

Vi skal i denne delen av oppgaven benytte vår innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen for å utarbeide et framtidsregnskap. Framtidsregnskapet vil videre danne grunnlag for SalMar sine kontantstrømmer for framskrivingsperioden og det endelige verdiestimatet.

10.1 Rammeverk

Hittil i oppgaven har vi forutsatt at alle kontantstrømmer tilfaller selskapet i midten av året. For framtidsregnskapet legger vi derimot til grunn at dette skjer per 31.12 og følgelig vil vi her benytte inngående kapital ved beregning av rentabilitet (Knivsflå, 2014).

10.1.1 Valg av budsjettthorison

Budsjettthorisonen, T , er det året alle budsjettdriverne er konstante og selskapet er i konstant vekst, også kalt steady state. Budsjettthorisonen avhenger av tiden til det tidspunktet vi med rimelighet kan anta at selskapet er i steady state og kvaliteten på regnskapsføringen. På det tidspunktet det er naturlig å sette selskapets vekst maksimalt lik den langsiktige veksten i økonomien generelt antas selskapet å være i konstant vekst. SalMar sin resultatvekst drives av driftsinntektsveksten og bremses av kostnadsveksten. Den framtidige størrelsen på selskapet avhenger følgelig av driftsinntektsveksten. På bakgrunn av dette har vi tatt utgangspunkt i driftsinntektsveksten for å avgjøre hvor i driftssyklusen SalMar befinner seg.

Driftsinntektsvekst	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
SalMar	0,387	0,443	0,118	0,097	0,485	0,197	0,282
Bransje	0,132	0,130	0,074	-0,005	0,040	0,244	0,103

Tabell 10-1: SalMar og bransjens driftsinntektsvekst

SalMar har hatt en positiv driftsinntektsvekst gjennom hele analyseperioden. Bransjen hadde negativ driftsinntektsvekst i 2012 og vi ser at veksten i 2013 er lav sammenlignet med SalMar sin. Dette skyldes et markant fall i Cermaq sine driftsinntekter etter salget av EWOS. Da driftsinntektsveksten ikke direkte påvirker vårt framtidsregnskap har vi ikke korrigert inntektene slik vi gjorde med varekostnaden. Dette har heller ikke påvirket våre forholdstall i regnskapsanalysen da EWOS sine balanseverdier er klassifisert som holdt for salg og ikke inngår i driften.

Det er lite som tyder på at SalMar eller bransjen er i nærheten av steady state. I den strategiske regnskapsanalysen forventet vi videre vekst i oppdrettsnæringen og vi må velge en tidshorison som tar hensyn til dette vekstpotensialet. Det er kun egengenerert vekst som skal inngå i steady state. Bransjen har foretatt en rekke virksomhetssammenslutninger de siste årene og vi forventer at denne trenden vil avta på lengre sikt.

Knivsflå (2014) påpeker at utbredt bruk av virkelig verdi i regnskapet taler for en kortere tidshorisont, da faktiske verdier er enklere å identifisere. Vi har justert biologiske eiendeler fra måling til virkelig verdi til måling til historisk kost. Regnskapet til SalMar inneholder dermed en blanding av virkelige verdier og historisk kost. Vi har også balanseført SalMar og bransjen sine utviklingsaktiviteter noe som får frem underliggende verdier i selskapene. Det er likevel sannsynlig at det eksisterer ytterligere verdier som ikke framkommer av regnskapstallene og vi tar høyde for disse verdiene ved å velge en lang analyseperiode.

Basert på overnevnte faktorer velger vi en budsjetthorisont på ti år. Vår budsjettperiode omfatter dermed årene 2015-2024 og steady state inntreffer fra og med 2025.

10.1.2 Budsjettmodell

Usikkerhet gjør det vanskelig å ha en formening om enkeltposter i regnskapet langt frem i tid. Da vi har valgt en forholdsvis lang budsjetthorisont anser vi det mest hensiktsmessig å fokusere på sentrale drivere fremfor enkeltposter, framskrivningen vil derfor skje på aggregert nivå.

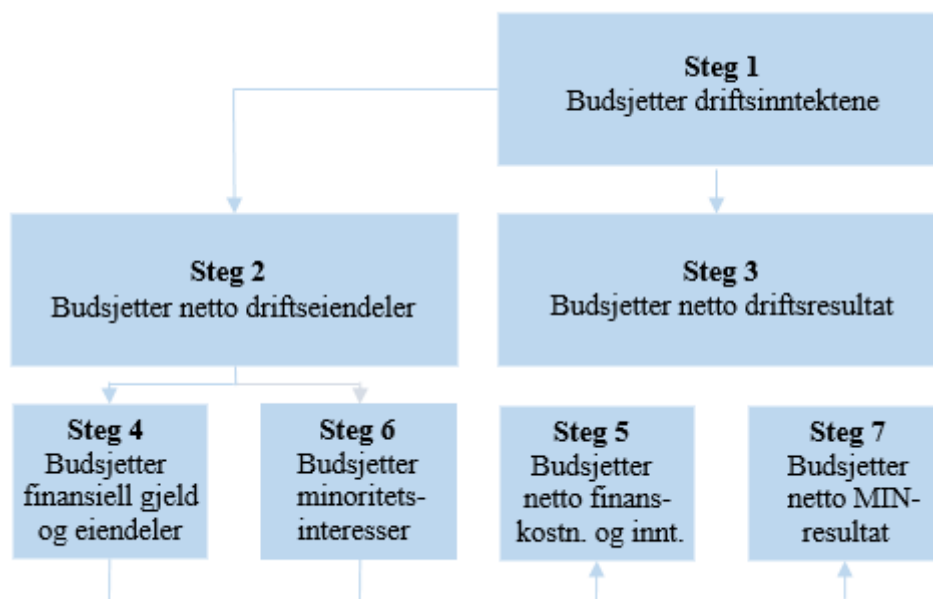
Vi benytter den historiske utviklingen for de aktuelle budsjettdriverne for å si noe om framtiden. Basert på vår innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen er det mulig å danne seg en formening på kort sikt, men ved en lengre tidshorisont er det naturlig å legge til grunn at regnskapstallene er tilbakevendende til gjennomsnittet. Med dette menes at konkurransen i bransjen vil føre til at driverne konvergerer mot gjennomsnittet og at selskapets vekst vil gå mot den langsiktige veksten i økonomien. Dersom vi får et historisk snitt som etter vårt skjønn er lite passende vil vi overstyre dette snittet basert på vår innsikt.

Framtiden er preget av usikkerhet. For å allokere denne usikkerheten vil vi i slutten av dette kapitlet gjennomføre sensitivitets- og simuleringsanalyser. På bakgrunn av disse analysene kan vi gjøre oss opp en mening om hvilke drivere som er mest kritiske for vårt endelige verdierestimater.

Knivsflå (2014) påpeker at konkursscenarioet har en tendens til å bli tillagt lite vekt ved utarbeidelsen av framtidig budsjett. Vi har derfor valgt å håndtere dette scenarioet separat og vil senere i oppgaven foreta en justering av vårt verdierestimater for å ta hensyn til dette

10.1.3 Budsjettdriverne

Vi vil ta utgangspunkt i sentrale budsjettdriverne ved utarbeidelsen av framtidsregnskapet. Budsjettdriverne som ligger til grunn er visst i tabellen nedenfor:



Figur 10-1: Rammeverk for enkel budsjettering (Knivslå, 2014)

Vi ser av figuren at det er driftsinntektsveksten som danner grunnlaget for de ulike budsjettdriverne, dette er naturlig da driftsinntektsveksten bestemmer veksten i selskapet.

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten kan finnes ved hjelp av følgende formel:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} \quad \text{Formel 10-1}$$

Vi tar utgangspunkt i driftsinntektsveksten som er regnet ut i tabell 10-1 ved budsjetteringen. Basert på dette må vi gjøre oss opp en mening om hvilke faktorer som har generert denne veksten og hva vi tror om disse faktorene i framtiden. Som vi var inne på i den strategiske regnskapsanalysen burde vi optimalt sett skilt mellom kjøpt vekst og egengenerert vekst. Dette er dog vanskelig som følge av informasjonsbegrensninger.

Det er naturlig at selskapets inntekter øker noe fra år til år da selskapet stadig forbedrer seg. I den strategiske analysen skrev vi om konsesjonssystemet i Norge og miljøkrav oppdrettsselskapene pålegges. Utstedelse av nye konsesjoner og lemping av miljøkrav fra myndighetens side gir muligheter for vekst i produksjonsvolum. Myndighetene har i det senere uttalt at andelen nye konsesjoner vil være minimal de neste årene. Videre er det stor fokus på lusebekjempelse og sykdomsutbrudd i oppdrettsnæringen. Forskingen i bransjen fokuserer i stor grad på vekstbegrensende faktorer. SalMar forsker på havbasert oppdrett. Disse merdene er sikrere da de tåler større påkjenninger og vil redusere risikoen for rømminger (Sintef, 2014). Videre forskes det på tette merder med inntak av dypvann for å

forhindre spredning av spesielt lakselus (Aquaculture Innovation, 2014). Etter vårt skjønn vil havbasert oppdrett og tette merder bidra til å løse vekstbegrensninger knyttet til miljøkrav og konsesjoner. SalMar er også blant de oppdrettsselskapene som er tildelt grønne konsesjoner, slik at det er rom for ytterligere vekst i form av nye konsesjoner. På bakgrunn av dette mener vi at det er realistisk med vekst i produksjonsvolum på lengre sikt.

Driftsinntektene avhenger også av lakseprisen. Som nevnt i den strategiske analysen er tilbud og etterspørsel blant de viktigste faktorene som påvirker lakseprisen. Figur 2-1 i den strategiske analysen viser en jevn tilbudsvekst av atlantisk laks. Både SalMar (SalMar, 2014c) og Fondsfinans (Fondsfinans, 2014) skriver etter endt andre kvartal at det forventes en moderat tilbudsvekst i nærmeste framtid. Fondsfinans (2014) forventer en etterspørselskurve som er høyere enn tilbudskurven de neste årene, noe som taler mot et markant prisfall i nærmeste framtid. Dette underbygges av Fish Pool sine forwardpriser som indikerer priser i sjiktet 40-48 kroner kiloen de to neste årene (Fish Pool, 2014b). SalMar har historisk vært dyktige på å tilpasse slakteprofilen etter prisnivået, noe som medfører at de får spesielt gode resultatet i perioder med høye priser.

I regnskapsanalysen så vi at InnoMar har medført en effektivisering av slakteprosessen og at samarbeidet med Lerøy medfører god kapasitetsutnyttelse. SalMar opplyser i årsregnskapet for 2013 at oppstart av havbasert oppdrett tidligst finner sted i 2016. Fordelene som følge av prosjektet vil følgelig ikke tilfalle selskapet før om noen år. Historisk sett har sykdomsutbrudd begrenset produksjonsvolumet til SalMar. Selskapet opplyser i siste årsregnskap at fisken som nå befinner seg i merdene har hatt større overlevelsesrate enn tidligere og det forventes at eventuelle sykdomsutbrudd vil påvirke tilbudet i noe mindre grad (SalMar, 2014a).

Inneværende år har vært preget av fall i lakseprisen og store deler av andre og tredje kvartal har hatt laksepriser på mellom 30 og 35 kroner kiloen (Fish Pool, 2014a). Sammenlignet med Fish Pool sine estimat for de to neste årene forventer vi dermed vekst i lakseprisen. SalMar har videre mulighet til å sikre inntektene sine gjennom en gunstig slakteprofil og fastpriskontrakter. Videre legger vi til grunn moderat tilbudsvekst. På bakgrunn av dette har vi satt driftsinntektsveksten til 7,1 prosent og seks prosent for henholdsvis 2015 og 2016.

I forkant av Mitsubishi sitt oppkjøp av Cermaq uttalte SalMar at de vurderte å bli med på mulige konstellasjoner dersom dette dukket opp (Finans & Ekseth, 2014). Videre har SalMar sett på investeringsmuligheter på Island (Hegnar, 2014). Vi tolker dette som at SalMar er på jakt etter nye oppkjøpsobjekter. På bakgrunn av dette mener vi at det er grunn for å tro at SalMar vil foreta ytterligere virksomhetssammenslutninger de neste årene, noe som igjen vil

føre til vekst i form av økte markedsandeler. I tillegg forventer vi at Ocean Farming vil gi økt produksjonsvolum, noe som vil gi en høyere driftsinntektsvekst når denne fisken er slakteklar. På bakgrunn av disse to overnevnte forholdene velger vi å legge inn en veksthendelse i 2019 og setter driftsinntektsvekst til elleve prosent dette året.

Knivsfå (2014) legger til grunn at veksten på lang sikt ikke kan være høyere enn veksten i den samlede økonomien. Dette innebærer at selskap som opplever høy vekst før eller senere vil møte en stagnasjon. Veksten på lang sikt kan ikke være større enn den forventede realveksten i verdensøkonomien samt global inflasjon i dag. Knivsfå (2014) legger til grunn en forventet realvekst på 3,5 prosent og en global inflasjon på 2,5 prosent, samlet utgjør dette en maksimal vekst på seks prosent. Dette innebærer at driftsinntektsveksten til SalMar ikke kan overstige seks prosent i steady state.

Vi har argumentert for at vekstbegrensningene i forhold til tildeling av konsesjoner, fôrproblematikk og miljømessige konsekvenser vil bli løst på lengre sikt. En løsning av disse problemene vil medføre et økt tilbud av norsk atlantisk laks. Videre forventer vi at en velstandsøkning i eksportland vil øke konsumet av norsk atlantisk laks. Det er spesielt BRICS-landene som forventes å få en økt middelklasse i framtiden. Dette er ikke blant SalMar sine hovedmarkeder i dag, men vi antar at selskapet eksporterer vesentlig mer til disse landene i framtiden og følgelig vil dra nytte av det økte konsumet. Vi forventer at SalMar i steady state vil ha en vekst på 4,5 prosent. Av dette er 2,5 prosent knyttet til global inflasjon og to prosent er knyttet til forventet realvekst. Da SalMar selger matvarer mener vi at en konstant realvekst er rimelig å legge til grunn.

Vi har forutsatt lineær utvikling mellom budsjettpunktene våre. Da SalMar ikke har spesifisert andre driftsinntekter i notene sine har vi valgt å la denne posten inngå i ordinære driftsinntekter. Driftsinntektene i budsjettperioden fremgår av tabellen nedenfor:

DI	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DI t-1	7 473 294	8 003 897	8 484 131	9 134 581	9 987 142	11 085 728	12 161 044	13 182 571	14 118 534	14 937 409	15 609 592
(1+div)	1,071	1,060	1,077	1,093	1,110	1,097	1,084	1,071	1,058	1,045	1,045
DI	8 003 897	8 484 131	9 134 581	9 987 142	11 085 728	12 161 044	13 182 571	14 118 534	14 937 409	15 609 592	16 312 024

Tabell 10-2: Driftsinntektene i budsjettperioden

Netto driftseiendeler

Framskrivning av netto driftseiendeler skjer ved hjelp av omløpshastigheten. Netto driftseiendeler vil i budsjettperioden bli funnet ved hjelp av følgende formel:

$$NDE_t = \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}} \quad \text{Formel 10-2}$$

Som nevnt innledningsvis i dette kapittelet vil vi her benytte inngående kapital ved våre beregninger. Dette skiller seg fra regnskapsanalysen og vi har derfor regnet ut omløpet til netto driftseiendeler på nytt for både SalMar og bransjen, tallene er presentert nedenfor:

Netto driftseiendeler	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
onde - SalMar	1,103	1,460	0,959	0,855	1,140	1,200	1,113
onde - bransje	1,029	1,299	1,239	1,129	1,123	1,232	1,179

Tabell 10-3: Omløpet til netto driftseiendeler

Den tidsvekta omløpshastigheten til SalMar og bransjen er forholdsvis lik, dog har bransjen en noe høyere omløpshastighet. Vi ser at omløpshastigheten varierer med svingningene i laksepris noe som er naturlig da driftsinntekter påvirker dette forholdstallet. Vi husker fra den strategiske regnskapsanalysen at SalMar hadde en betydelig omløpsulempe i 2011, noe vi ser av tallene i tabellen ovenfor. Omløpsulempen ble redusert etter InnovaMar sitt første driftsår med god kapasitetsutnyttelse i 2012. Videre forventet vi en omløpsfordel tilnærmet lik null i tiden fremover. Vi velger å benytte den tidsvekta omløpshastigheten til SalMar i steady state. Vi mener det tidsvekta snittet er representativt da kostnader knyttet til oppstart av nye anlegg også vil komme i framtiden.

Vi har beregnet omløpshastigheten for SalMar i 2015 og fant at denne ble 1,268. Videre velger vi å ikke legge inn et budsjett punkt for 2016 da vi i stedet har tatt hensyn til veksthendelsen i 2019. Et oppkjøp vil øke netto driftseiendeler, mens økt produksjonsvolum gir høyere driftsinntekter. Det antas at oppkjøp medfører strukturelle endringer som påvirker omløpshastigheten. Vi forventer at økningen i driftsinntekter ikke veier helt opp for denne kostnaden og setter omløpshastigheten til en for 2018. På bakgrunn av dette kan vi budsjettere netto driftseiendeler som vist under.

NDE	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DI t+1	8 484 131	9 134 581	9 987 142	11 085 728	12 161 044	13 182 571	14 118 534	14 937 409	15 609 592	16 312 024	17 046 065
onde t+1	1,201	1,134	1,067	1,000	1,023	1,045	1,06754	1,090	1,113	1,113	1,113
NDE	7 064 519	8 055 425	9 360 168	11 085 728	11 893 298	12 614 604	13 225 336	13 703 427	14 030 319	14 661 684	15 321 460

Tabell 10-4: Netto driftseiendeler

Netto driftsresultat

Budsjettering av netto driftsresultat skjer ved hjelp av netto driftsmargin og beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$NDR_t = DI_t * ndm \quad \text{Formel 10-3}$$

Netto driftsmargin for SalMar og bransjen er presentert i tabell 10-5.

Netto driftsmargin	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
ndm - SalMar	0,211	0,262	0,149	0,084	0,176	0,204	0,176
ndm - bransje	0,080	0,145	0,106	0,036	0,124	0,132	0,106

Tabell 10-5: Netto driftsmargin for SalMar og bransjen

Generelt avhenger netto driftsmargin av konkurransen i bransjen, sterk konkurranse vil drive driftsmarginen mot gjennomsnittet i bransjen (Knivsflå, 2014m). I den strategiske analysen kom vi frem til at konkurransen i markedet på nåværende tidspunkt er moderat. Bransjen har et stort vekstpotensial, spesielt i forhold til forskning knyttet til vekstbegrensende faktorer. I steady state antar vi at dette vekstpotensialet er utnyttet og konkurransekraftene vil være sterkere. Videre kom vi i den strategiske analysen frem til at konsesjonssystemet, streng lovgivning og høye investeringskostnader medfører visse inngangsbarrierer. Trusselen fra nye aktører i Norge er følgelig minimal, dog er trusselen fra land som Chile høyere. Chile har lavere lønnsnivå enn Norge og kan ta lavere pris på laksen. Da det meste av oppdrettslaksen eksporteres er land som Chile direkte konkurrenter til de norske oppdrettsselskapene og vi antar at konkurransen i bransjen vil øke.

I regnskapsanalysen identifiserte vi en bransjefordel på 7,9 prosent og en i ressursfordel på 7,3 prosent. Vi antar at den strategiske fordel vil vedvare de nærmeste årene og i steady state forventer vi en strategisk fordel lik tre prosent. Vi velger å ikke budsjettere med en fordel knyttet til innovasjon i steady state. Oppdrettsnæringen er i stor grad teknologidrevet og når en teknologi er kjent vil dette være teknologi som er tilgjengelig for alle i bransjen. Vi legger til grunn at SalMar klarer å utnytte sin kompetanse og beholde sin posisjon som kostnadsledende i bransjen. Marginene vil være betydelig mye lavere enn hva vi har sett i analyseperioden, men vi tror likevel at SalMar evner å generere noe bedre marginer enn bransjen. Basert på dette venter vi at SalMar vil ha en varig ressursfordel på 1,5 prosent.

Det har eksistert en bransjefordel alle årene bortsett fra 2012 og vi anser det rimelig med en varig strategisk bransjefordel på 1,5 prosent. Den norske næringen er ledende innen utvikling av lakseoppdrett og vi finner det nærliggende å tro at denne trenden vil fortsette. Videre er det visse inngangsbarrierer som begrenser konkurransen til en viss grad og næringen blir stadig bedre på kostnadseffektivitet ved pressede laksepriser.

For å beregne netto driftsmargin i steady state benytter vi følgende formler (Knivsflå, 2014m):

$$ndr_t = \frac{ndr_t}{onde_t} \quad \text{Formel 10-4}$$

Der,

$$ndr_t = ndk_t + \text{strategisk fordel}$$

Formel 10-5

For å regne ut netto driftsrentabilitet trenger vi netto driftskapitalkravet i steady state. Vi har funnet at netto driftskravet er 7,2 prosent i steady state, utregningen vises i Tabell 11-11.

Legger vi dette kravet til grunn får vi følgende beregning:

$$ndm_t = \frac{0,072 + 0,03}{1,113} = 0,092$$

Dette gir oss en netto driftsmargin på 9,2 prosent i steady state. Dette er betydelig lavere enn det tidsvekta gjennomsnittet til SalMar og bransjen, som er henholdsvis 17,6 og 12,3 prosent. Vi har allerede nevnt at vi regner med mer pressede marginer i steady state, spesielt som følge av økt konkurranse.

Strukturelle endringer ved oppkjøp medfører gjerne økte kostnader, det er derfor naturlig å anta at netto driftsmargin vil være noe lavere i 2019. Vi setter netto driftsmargin lik 15 prosent dette året. Dette er lavere enn det tidsvekta gjennomsnittet, men driftsmarginen var tilnærmet det samme i 2011 og lavere i 2012. Den lave driftsmarginen i 2012 skyldtes svært lave laksepriser kombinert med en periode med større investeringer. Da vi her kun ser på strukturelle endringer anses det rimelig at driftsmarginen i veksthendelsen er høyere enn hva den var i 2012.

I den strategiske rentabilitetsanalysen la vi til grunn at SalMar sin kostnadsfordel vil vedvare de nærmeste årene. Vi lager derfor budsjettpunkt for netto driftsmargin i 2015 og 2016.

Lakseprisene forventes å være på rundt 40-48 kroner kiloen de to neste årene, noe som er høyere enn dagens nivå. Høye laksepriser har historisk drevet driftsmarginen opp. Likevel ser vi at SalMar har en høyere driftsmargin i 2014 sammenlignet med 2013, til tross for høyere priser i deler av 2013. Dette kommer av at SalMar er kostnadseffektive også ved lave priser. Følgelig forventer vi kun en minimal økning i netto driftsmargin for 2015 og 2016. Vi anser en driftsmargin på henholdsvis 20,4 og 21,4 prosent for å være rimelig. Netto driftsresultat i budsjettperioden blir dermed som følger:

NDR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Dit	8 003 897	8 484 131	9 134 581	9 987 142	11 085 728	12 161 044	13 182 571	14 118 534	14 937 409	15 609 592	16 312 024
ndm	0,204	0,214	0,193	0,171	0,15	0,138	0,127	0,115	0,104	0,092	0,092
NDR	1 632 795	1 815 604	1 759 929	1 711 130	1 662 859	1 682 845	1 671 023	1 625 608	1 546 321	1 434 522	1 499 075

Tabell 10-6: Netto driftsresultat

Netto finansiell gjeld

Vi har valgt å budsjettere finansielle eiendeler og finansiell gjeld hver for seg. Vi benytter finansiell eiendelsdel og finansiell gjeldsdel for å budsjettere baansepostene. Budsjetteringen tar utgangspunkt i følgende formler:

$$FG_t = fgd_t * NDE_t \quad \text{Formel 10-6}$$

$$FE_t = fed_t * NDE_t \quad \text{Formel 10-7}$$

Knivsflå (2014m) legger til grunn at et optimalt mål på netto finansiell gjeldsdel er bransjesnittet eller det tidsvekta snittet til selskapet. Han henviser også til kapitalstrukturen i næringslivet som en god målestokk. Finansiell gjeldsdel er regnet ut i Tabell 10-7:

Finansiell gjeldsdel	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
fgd - SalMar	0,397	0,481	0,560	0,520	0,461	0,418	0,472
fgd - Bransje	0,368	0,361	0,402	0,420	0,388	0,384	0,390

Tabell 10-7: Finansiell gjeldsdel for SalMar og bransjen

Vi ser at SalMar har en betydelig høyere tidsvektet finansiell gjeldsdel enn bransjen. Vi ser at SalMar sin finansielle gjeldsdel endrer seg mye over analyseperioden, mens bransjen sin holder seg forholdsvis stabil. Spesielt i perioder med lave laksepriser er gjeldsdelen høy. I tillegg er dette perioder der SalMar har foretatt en rekke investeringer og hatt behov for kapital. Den finansielle gjeldsdelen har blitt betydelig lavere de seneste årene og differansen mellom SalMar og bransjen er forholdsvis liten i 2014. Vi finner det hensiktsmessig å benytte en gjeldsdel mellom SalMar og bransjen sitt tidsvekta gjennomsnitt. Bransjesnittet ser her ut til å være noe lavt, mens SalMar sitt snitt bærer preg av årene 2011 og 2012. Vi har valgt å legge til grunn en finansiell gjeldsdel på 42 prosent. Dette er lavere enn gjennomsnittet på Oslo Børs som er 48 prosent, men anses likevel fornuftig.

Finansiell eiendelsdel i analyseperioden fremkommer som følger:

Finansiell eiendelsdel	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvektet
fed - SalMar	0,072	0,037	0,011	0,026	0,176	0,040	0,066
fed - bransje	0,070	0,091	0,078	0,086	0,196	0,067	0,104

Tabell 10-8: Finansiell eiendelsdel for SalMar og bransjen

Bransjen har en høyere finansiell eiendelsdel i hele analyseperioden og vi mener at bransjens tidsvekta snitt et lite representativt. SalMar hadde en høy finansiell eiendelsdel i 2013 som følge av historisk høyt bankinnskudd dette året. Store deler av bankinnskuddet har gått med til utbyttebetalinger i 2014 og det tidsvekta snittet til SalMar anses også for å være noe høyt. Vi velger her å sette finansiell eiendelsdel til fire prosent for hele analyseperioden. Dette anses

rimelig da selskapet har en utbyttepolitikk som sier at overskuddslikviditet skal deles ut som utbytte, alternativt investeres.

Netto finansiell gjeld for budsjettperioden blir da som følger:

NFG	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NDE	7 064 519	8 055 425	9 360 168	11 085 728	11 893 298	12 614 604	13 225 336	13 703 427	14 030 319	14 661 684	15 321 460
fgd	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
FG	2 957 582	3 374 236	3 922 865	4 648 539	4 989 845	5 295 302	5 554 641	5 755 439	5 892 734	6 157 907	6 435 013
NDE	7 064 519	8 055 425	9 360 168	11 085 728	11 893 298	12 614 604	13 225 336	13 703 427	14 030 319	14 661 684	15 321 460
fed	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,04	0,04	0,04	0,04
FE	281 482	321 173	373 436	442 567	475 115	504 257	529 013	548 137	561 213	586 467	612 858
NFG	2 676 100	3 053 064	3 549 429	4 205 973	4 514 730	4 791 045	5 025 628	5 207 302	5 331 521	5 571 440	5 822 155

Tabell 10-9: Netto finansiell gjeld i budsjettperioden

Netto finanskostnad og netto finansinntekt

Netto finansinntekt og netto finanskostnad finner vi ved hjelp av rentabiliteten til postene som vist nedenfor:

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1} \quad \text{Formel 10-8}$$

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1} \quad \text{Formel 10-9}$$

Knivsflå (2014m) hevder at en rimelig forutsetning ved framskrivning av finansielle kostnader og inntekter er å forutsette en rentabilitet lik kravet. Dette innebærer at vi i budsjettperioden forutsetter en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld lik null. I den strategiske rentabilitetsanalysen fant vi ut at SalMar har en finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld på 1,1 prosent i 2014. I forhold til overnevnte forutsetning kan denne finansieringsulempen tyde på at SalMar sin gjeld er undervurdert. Vi har i regnskapsanalysen omgruppert tallene og tatt forutsetninger knyttet til finanskostnader. Dette innebærer at tallene ikke nødvendigvis gjenspeiler de faktiske forholdene og da finansieringsulempen er liten anser vi sannsynligheten for undervurdert gjeld for å være liten. Selskapet hadde en refinansiering av sine lånefasiliteter i juli 2014 og vi forventer en noe lavere rentabilitet i framtiden. Vi mener derfor at forutsetningen om en rentabilitet lik kravet er rimelig.

Vi hadde videre en finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler på 0,2 prosent i 2014. En finansieringsfordel kan tyde på at finansielle eiendeler er undervurdert, fordelen er her minimal og vi har liten tro på at finansielle eiendeler er undervurdert. Som nevnt over kan dette skyldes unøyaktighet i forutsetningene som er tatt i vår regnskapsanalyse. Den tidsvekta finansieringsfordelen i analyseperioden lik null og vi finner det rimelig å forutsette at rentabiliteten vil være lik kravet for finansielle eiendeler i budsjettperioden. Med denne forutsetningen får vi følgende netto finansinntekter og finanskostnader i budsjettperioden:

NFK og NFI	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FG t-1	2 641 354	2 957 582	3 374 236	3 922 865	4 648 539	4 989 845	5 295 302	5 554 641	5 755 439	5 892 734	6 157 907
fgr t	0,027	0,029	0,030	0,031	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041	0,042	0,042
NFK t	71 435	84 294	101 083	123 232	162 095	181 263	200 071	217 959	234 220	248 390	259 567
FE t-1	251 356	281 482	321 173	373 436	442 567	475 115	504 257	529 013	548 137	561 213	586 467
fer t	0,016	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,029	0,030	0,030
NFI t	3 923	4 853	6 062	7 659	9 800	11 297	12 813	14 307	15 720	17 011	17 777
NFK - NFI	67 511	79 441	95 021	115 573	152 295	169 967	187 258	203 653	218 501	231 378	241 790

Tabell 10-10: Netto finanskostnader og – finansinntekter

Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene budsjetteres ved hjelp av minoritetsdelen.

$$MI_t = mid_t * NDE_t \quad \text{Formel 10-10}$$

Vi har regnet ut minoritetsdelen for analyseperioden i Tabell 10-11.

Minoritetsdel	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Tidsvekt
mid - SalMar	0,000	0,030	0,025	0,025	0,054	0,006	0,025
mid - bransje	0,004	0,023	0,022	0,024	0,028	0,021	0,022

Tabell 10-11: Minoritetsdel for SalMar og bransjen

Knivsflå (2014m) mener at bransjegjennomsnittet eller det tidsvekta gjennomsnittet til selskapet er egnede mål for minoritetsdelen. Som nevnt i den strategiske regnskapsanalysen er SalMar sin minoritetsinteresse sterkt preget av konsolideringen av Villa Organic i 2013.

Videre har selskapet hatt høye minoritetsandeler historisk sett da oppkjøpene i stor grad er foretatt trinnvist. Per andre kvartal 2014 utgjør SalMar sin minoritetsdel kun 0,6 prosent. Vi mener at minoritetsdelen for 2014 bør tillegges større vekt enn den tidsvekta minoritetsdelen, og anser både SalMar og bransjen sin tidsvekta minoritetsdel for å være for høy. Vi forventer at framtidige oppkjøp vil foretas trinnvist da dette er gjort historisk sett. Da vi har lagt inn en veksthendelse i 2019 knyttet til oppkjøp velger vi å sette minoritetsandelen lik en prosent dette året. I steady state anser vi en minoritetsdel på 0,6 prosent for å være passende.

Man kan argumentere for at SalMar ønsker å skvise ut minoriteten. Minoritetsinteressene per andre kvartal representerer eierandeler som er uforandret de siste årene. Vi vil komme tilbake til en diskusjon rundt dette i avsnitt 12.3.1. Basert på overnevnte argumentasjon vil vi få følgende minoritet i budsjettperioden:

MIR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NDE	7 064 519	8 055 425	9 360 168	11 085 728	11 893 298	12 614 604	13 225 336	13 703 427	14 030 319	14 661 684	15 321 460
mid	0,006	0,006	0,006	0,006	0,010	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
MI	40 288	45 939	53 380	63 221	118 933	75 688	79 352	82 221	84 182	87 970	91 929

Tabell 10-12: Minoritetsinteresser over budsjettperioden

Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat finner vi ved hjelp av følgende formel:

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1} \quad \text{Formel 10-11}$$

Dersom majoriteten klarer å skvise ut minoriteten eller minoriteten sin balanseførte verdi er tilnærmet lik virkelig verdi vil en rimelig forutsetning være å sette rentabiliteten lik kravet (Knivsflå, 2014m). I den strategiske regnskapsanalysen fant vi at den tidsvekta finansieringsulempen knyttet til minoriteten var 0,8 prosent. Dette tallet bærer sterkt preg av en stor finansieringsulempe i 2013 som følge av Villa Organic og svært gode resultater. I 2014 er finansieringsulempen betraktelig redusert og vi forventer at finansieringsulempen vil forsvinne i framtiden. Vi setter her minoritetsrentabiliteten lik kravet og vil, som nevnt, komme tilbake til verdsettelse av minoriteten i avsnitt 12.3.1.

NMR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MI t-1	36 000	40 288	45 939	53 380	63 221	118 933	75 688	79 352	82 221	84 182	87 970
mir t	0,091	0,092	0,094	0,095	0,097	0,098	0,100	0,101	0,103	0,104	0,104
NMR	3 266	3 717	4 307	5 086	6 103	11 662	7 536	8 021	8 435	8 762	9 157

Tabell 10-13: Netto minoritetsresultat over budsjetperioden

10.2 Framtidsregnskap

På bakgrunn av driverne har vi utarbeidet resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling for budsjetperioden og første året i steady state.

10.2.1 Resultatregnskap

Resultat	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
DI	7 473 294	8 003 897	8 484 131	9 134 581	9 987 142	11 085 728	12 161 044	13 182 571	14 118 534	14 937 409	15 609 592	16 312 024	17 046 065
NDR	1 524 031	1 632 795	1 815 604	1 759 929	1 711 130	1 662 859	1 682 845	1 671 023	1 625 608	1 546 321	1 434 522	1 499 075	1 566 533
NFI	17 312	3 923	4 853	6 062	7 659	9 800	11 297	12 813	14 307	15 720	17 011	17 777	18 577
NRS	1 541 344	1 636 718	1 820 457	1 765 992	1 718 789	1 672 659	1 694 142	1 683 836	1 639 915	1 562 040	1 451 533	1 516 852	1 585 110
NFK	101 295	71 435	84 294	101 083	123 232	162 095	181 263	200 071	217 959	234 220	248 390	259 567	271 248
NMR	30 847	3 266	3 717	4 307	5 086	6 103	11 662	7 536	8 021	8 435	8 762	9 157	9 569
NRE	1 409 202	1 562 017	1 732 447	1 660 601	1 590 471	1 504 461	1 501 217	1 476 229	1 413 934	1 319 385	1 194 381	1 248 128	1 304 294
UNDR	- 705 854	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UNFR	- 34 240	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ENR	669 108	1 562 017	1 732 447	1 660 601	1 590 471	1 504 461	1 501 217	1 476 229	1 413 934	1 319 385	1 194 381	1 248 128	1 304 294
NBU	899 758	1 100 446	1 124 155	859 664	531 296	1 061 360	1 012 980	1 103 744	1 120 387	1 118 673	806 723	843 026	880 962
Endring EK	- 230 650	461 571	608 292	800 937	1 059 176	443 101	488 237	372 485	293 548	200 712	387 658	405 102	423 332

Tabell 10-14: Resultatregnskap

Vi ser av tabellen ovenfor at unormale poster er budsjettert til å være lik null i budsjetperioden. Dette skyldes, som vi har vært inne på tidligere, vanskeligheter med å predikere framtiden for disse postene. Netto betalt utbytte er fastsatt residualt og utgjør differansen mellom endring i egenkapital og fullstendig netto resultat.

Knivsflå (2014l) understreker viktigheten av å kontrollere framtidsregnskapet mot analytikerestimat. Det beste sammenligningsgrunnlaget er snittet av flere ulike analytikerestimat, da dette sannsynligvis inneholder minst prediksjonsfeil. Earnings per share (EPS) er blant de mest sentrale forholdstallene og vi har valgt å se på dette tallet.

Vi har sammenlignet med konsensus hentet fra Bloomberg i desember 2014.

EPS	2015	2016	2017
Vår EPS	13,95	15,47	14,83
Konsensus	13,96	15,44	15,53
Differanse	-0,02	0,03	-0,70

Tabell 10-15: Estimat EPS og konsensus Bloomberg

I de to første årene samsvarer vårt estimat med konsensus. I 2017 er det derimot et avvik, dette tyder på at vi har vært mer forsiktig enn konsensus i framskriving. Totalt er det elleve analytikere som inngår i konsensus dette året og det er store forskjeller i deres estimat. Videre er det usikkerhet knyttet til driverne i 2017, vi finner det derfor ikke nødvendig å endre vårt estimat.

10.2.2 Balanse

Balanse	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NDE	6 312 557	7 064 519	8 055 425	9 360 168	11 085 728	11 893 298	12 614 604	13 225 336	13 703 427	14 030 319	14 661 684	15 321 460	16 010 925
FE	251 356	281 482	321 173	373 436	442 567	475 115	504 257	529 013	548 137	561 213	586 467	612 858	640 437
SSE	6 563 913	7 346 001	8 376 598	9 733 604	11 528 295	12 368 413	13 118 861	13 754 350	14 251 564	14 591 532	15 248 151	15 934 318	16 651 362
EK	3 886 560	4 348 130	4 956 422	5 757 359	6 816 534	7 259 635	7 747 872	8 120 356	8 413 904	8 614 616	9 002 274	9 407 376	9 830 708
MI	36 000	40 288	45 939	53 380	63 221	118 933	75 688	79 352	82 221	84 182	87 970	91 929	96 066
FG	2 641 354	2 957 582	3 374 236	3 922 865	4 648 539	4 989 845	5 295 302	5 554 641	5 755 439	5 892 734	6 157 907	6 435 013	6 724 589
SSK	6 563 913	7 346 001	8 376 598	9 733 604	11 528 295	12 368 413	13 118 861	13 754 350	14 251 564	14 591 532	15 248 151	15 934 318	16 651 362

Tabell 10-16: Balanse

Egenkapitalen er fastsatt residualt ved å trekke minoriteten og finansiell gjeld fra sysselsatt kapital. Vi vil benytte de budsjetterte balansetallene som vektning ved utarbeidelsen av første verdiestimat i kapittel 12. Videre vil vi foreta en konvergeringsprosess for å komme frem til virkelig verdi på SalMar sin egenkapital.

10.2.3 Kontantstrøm

Kontantstrøm	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NDR	1 524 031	1 632 795	1 815 604	1 759 929	1 711 130	1 662 859	1 682 845	1 671 023	1 625 608	1 546 321	1 434 522	1 499 075	1 566 533
+ UNDR	- 705 854	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring NDE	82 451	751 962	990 906	1 304 743	1 725 560	807 570	721 306	610 732	478 091	326 892	631 364	659 776	689 466
= FKD	735 726	880 833	824 698	455 186	- 14 429	855 289	961 539	1 060 291	1 147 517	1 219 428	803 157	839 299	877 068
+ NFI	17 312	3 923	4 853	6 062	7 659	9 800	11 297	12 813	14 307	15 720	17 011	17 777	18 577
+ UNFR	- 34 240	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring FE	- 842 887	30 125	39 691	52 263	69 131	32 548	29 142	24 756	19 124	13 076	25 255	26 391	27 579
= FKS	1 561 685	854 631	789 860	408 985	- 75 901	832 540	943 694	1 048 348	1 142 700	1 222 072	794 914	830 685	868 066
- NFK	101 295	71 435	84 294	101 083	123 232	162 095	181 263	200 071	217 959	234 220	248 390	259 567	271 248
+ Endring FG	- 227 977	316 229	416 654	548 629	725 674	341 306	305 457	259 339	200 798	137 295	265 173	277 106	289 576
- NMR	30 847	3 266	3 717	4 307	5 086	6 103	11 662	7 536	8 021	8 435	8 762	9 157	9 569
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Endring MI	- 301 808	4 288	5 651	7 441	9 841	55 712	- 43 245	3 664	2 869	1 961	3 788	3 959	4 137
= FKE	899 758	1 100 446	1 124 155	859 664	531 296	1 061 360	1 012 980	1 103 744	1 120 387	1 118 673	806 723	843 026	880 962

Tabell 10-17: Kontantstrøm

Vi ser at SalMar sin frie kontantstrøm til egenkapitalen er positiv alle årene i budsjetperioden.

11 Framtidskrav

Framtidskravet som vi kommer fram til i dette kapittelet skal benyttes som diskonteringsrente ved verdivurderingen i kapittel 12. Vi har vært inne på teorien knyttet til avkastningskrav i kapittel åtte, dette kapittelet vil følgelig kun inneholde utregninger.

Framtidskravene skal vektet med virkelige verdi vekter (Knivsflå, 2014m). Vi kommer ikke frem til disse verdiene før i kapittel 12 og må følgelig foreta en forenkling. Vi har benyttet de budsjetterte balansetallene som vi fant i kapittel ti. Fordelen med å benytte disse er at SalMar sin rentabilitet og kravene er direkte sammenlignbare.

11.1 Krav til egenkapital

Egenkapitalkravet beregnes, i likhet med i kapittel åtte, ved hjelp av følgende formel:

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * (r_m - r_f * (1 - s)) + ilp \quad \text{Formel 7-3}$$

11.1.1 Utbytteskatt

Eierne må betale utbytteskatt tilsvarende 27 prosent på den delen av utbyttet som overstiger skjermingsgrunnlaget. Videre er det ikke alle investeringer som resulterer i utbytteskatt, og det oppstår visse vridningseffekter som bør tas hensyn til i egenkapitalkravet. Som følge av fritaksmetoden er selskaper fritatt for utbyttebeskatning, videre er det vanlig med visse skattetilpasninger for å forhindre en større beskatning av mottatt utbytte. Som følge av dette er den effektive skattesatsen på utbytte betydelig lavere enn 27 prosent. Knivsflå (2014n) antyder at et passende estimat for utbytteskatt er 2,5 prosent. Vi har valgt å legge til grunn denne skattesatsen ved utregningen av egenkapitalkravet.

11.1.2 Risikofri rente

Dagens risikofrie rente er lav, sett i et historisk perspektiv. Ved framskrivning legger vi til grunn at risikofri rente vil være tilbakevende til gjennomsnittet og følgelig vil renten være høyere i steady state. Vi har beregnet gjennomsnittlig tiårig statsobligasjonsrente for perioden 1996-2013, dette ga et gjennomsnitt på 4,7 prosent (Norges Bank, 2014d). Vi legger til grunn at tiårig statsobligasjoner vil være på dette nivået i steady state. Det er lagt til grunn en lineær utvikling fra dagens rentesats til rentesatsen i steady state. For 2014 har vi benyttet gjennomsnittlig rente hittil i år (Norges Bank, 2014e). Videre tar vi hensyn til langsiktig kredittrisikopremie og skatt for å beregne risikofri rente etter skatt. Risikofri rente etter skatt fremkommer som følger i budsjettperioden:

Risikofri rente	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rating Norge	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
10 - årig statsobligasjon	0,026	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,047
Lang krp	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Risikofri rente før skatt	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,037	0,039	0,039
Skatt	0,005	0,005	0,006	0,006	0,007	0,007	0,008	0,008	0,009	0,009	0,010	0,010	0,010
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,015	0,017	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,028

Tabell 11-1: Risikofri rente

11.1.3 Markedsrisikopremie

Knivsflå (2014m) legger til grunn at det beste estimatet for markedsverdi i framtiden er dagens nivå. Dette innebærer at vi tar utgangspunkt i dagens nivå og forutsetter at markedsrenten vil holde seg konstant i hele budsjettperioden og i steady state. Vi har beregnet markedsrisikopremie etter skatt i Tabell 8-2 og vil benytte 5,8 prosent i framtiden.

11.1.4 Egenkapitalbeta

På bakgrunn av Miller og Modigliani sin proporsjon 2 vet vi at netto driftsbeta vil være konstant i hele budsjettperioden. Vi regnet ut netto driftsbeta i Tabell 8-11 og fant at denne er 0,485. Videre må vi finne finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta.

For å finne finansiell gjeldsbeta er vi avhengig av kredittrisikopremien, vi har derfor foretatt en syntetisk rating for budsjettperioden. Det er kun netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosenten som her inngår i den syntetiske ratingen. Vi har ikke mulighet til å regne ut likviditetsgrad 1 da den framskrevne balansen ikke er tilstrekkelig detaljert. Videre vil rentedekningsgraden avhenge finanskostnader som igjen avhenger av netto finansielt gjeldskrav. Vi kan følgelig ikke ta hensyn til rentedekningsgraden da dette vil påvirke betaen som igjen ligger til grunn for gjeldskravet. Den syntetiske ratingen i analyseperioden gir, som vist i Tabell 11-2, en noe lavere rating enn hva SalMar hadde i analyseperioden. En trippel B rating i steady state anses rimelig da dette er gjennomsnittsratingen på Oslo Børs.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EKP	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475	0,475
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
NDR	0,2616	0,2272	0,1785	0,1331	0,0910	0,0925	0,0939	0,0954	0,0969	0,0984	0,0984
Rating	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Snitt	A/BBB	A/BBB	A/BBB	A/BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 11-2: Syntetisk rating

På bakgrunn av den syntetiske ratingen har vi funnet finansiell gjeldsbeta.

Kredittrisikopremien er hentet fra Tabell 8-4.

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Rating	A/BBB	A/BBB	A/BBB	A/BBB	A/BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	Kreditrisikopremie	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
*	Markedsrisikodel	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186	0,186
/	Markedspremie	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058
=	Finansiell gjeldsbeta	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045

Tabell 11-3: Finansiell gjeldsbeta

Videre må vi regne ut finansiell eiendelsbeta. Vi foretar de samme forutsetningene som vi gjorde i kapittel åtte. Skillet mellom kontanter, investeringer og fordringer fremgår ikke av balansen for budsjettperioden. Vi har foretatt en skjønnsmessig vurdering av hvordan vi tror disse postene vil fordele seg basert på det tidsvekta snittet og fordelingen i balansen per andre kvartal. Finansiell eiendelsbeta i budsjettperioden er vist i Tabell 11-4.

	FE - beta	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Kontantbeta												
*	Kontantvekt	0,964	0,956	0,947	0,939	0,931	0,922	0,914	0,905	0,897	0,888	0,880	0,880
+	Fordringsbeta	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
*	Fordringsvekt	0,035	0,042	0,048	0,055	0,061	0,068	0,074	0,081	0,087	0,094	0,100	0,100
+	Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
*	Investeringsvekt	0,001	0,003	0,004	0,006	0,008	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,020
=	Finansiell eiendelsbeta	0,002	0,004	0,006	0,008	0,010	0,012	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,023

Tabell 11-4: Finansiell eiendelsbeta

På bakgrunn av dette kan vi finne netto finansiell gjeldsbeta.

	NFG - beta	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Finansiell gjeldsbeta	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
*	Finansiell gjeldsvekt	1,616	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105
-	Finansiell eiendelsbeta	0,002	0,004	0,006	0,008	0,010	0,012	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,023
*	Finansiell eiendelsvekt	0,616	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,061	0,042	0,042	0,042	0,041	0,048	0,048	0,048	0,048	0,047	0,047	0,047

Tabell 11-5: Netto finansiell gjeldsbeta

Egenkapitalbetaen kan nå regnes ut på bakgrunn av de betaverdiene vi nå har funnet.

	EK - beta	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Netto driftsbeta	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485
+	Netto driftsbeta	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485	0,485
-	Netto finansiell gjeldsbeta	0,061	0,042	0,042	0,042	0,041	0,048	0,048	0,048	0,048	0,047	0,047	0,047
*	NFG/ (EK + MI)	0,398	0,609	0,610	0,610	0,611	0,611	0,612	0,612	0,613	0,613	0,613	0,613
=	Egenkapitalbeta	0,654	0,755	0,755	0,756	0,756	0,752	0,753	0,753	0,753	0,753	0,754	0,754

Tabell 11-6: Egenkapitalbeta

Videre finner vi egenkapitalkravet og minoritetskravet som vist nedenfor:

	EKK og MIK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Risikofri rente etter skatt	0,015	0,017	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,028	0,028
+	Egenkapitabeta	0,755	0,755	0,756	0,756	0,752	0,753	0,753	0,753	0,753	0,754	0,754	0,754
*	Markedspremie	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058
+	Illikviditetspremie	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
=	Egenkapitalkrav før utbytte	0,074	0,075	0,077	0,078	0,079	0,081	0,082	0,084	0,085	0,087	0,087	0,087
/	1- effektiv utbytteskatt	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975
=	Egenkapitalkrav	0,076	0,077	0,079	0,080	0,082	0,083	0,085	0,086	0,088	0,089	0,089	0,089
+	Illikviditetspremie minoritet	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
=	Minoritetskrav	0,091	0,092	0,094	0,095	0,097	0,098	0,100	0,101	0,103	0,104	0,104	0,104

Tabell 11-7: Egenkapital- og minoritetskrav

11.2 Finansielle krav

For å finne netto finansielt gjeldskrav må vi regne ut finansielt eiendelskrav og finansielt gjeldskrav. For finansielt gjeldskrav bygger vi på den syntetiske ratingen vi fant under avsnitt 11.1.4. Dette gir oss følgende gjeldskrav for budsjettperioden:

	Finansiell gjeldskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Rating	A/BBB	A/BBB	A/BBB	A/BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	Risikofri rente	0,015	0,017	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,028
+	kredittisikopremie	0,012	0,012	0,012	0,012	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
=	fgk	0,027	0,029	0,030	0,031	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041	0,042	0,042

Tabell 11-8: Finansiell gjeldskrav

Forutsetningene som ligger til grunn for finansielt eiendelskrav er gjennomgått ved beregningen av kravet i avsnitt 8.2.2. Vi benytter samme vekting som ved utregningen av eiendelsbetaen ovenfor. Beregningen fremkommer i Tabell 11-9.

	Finansielt eiendelskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Kontantkrav	0,015	0,017	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,028
*	Kontantvekt	0,956	0,947	0,939	0,931	0,922	0,914	0,905	0,897	0,888	0,880	0,880
+	Fordringskrav	0,025	0,027	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,035	0,037	0,038	0,038
*	Fordringsvekt	0,042	0,048	0,055	0,061	0,068	0,074	0,081	0,087	0,094	0,100	0,100
+	Investeringskrav	0,073	0,075	0,076	0,077	0,079	0,080	0,082	0,083	0,085	0,086	0,086
*	Investeringsvekt	0,003	0,004	0,006	0,008	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,020
=	fek	0,016	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,029	0,030	0,030

Tabell 11-9: Finansiell eiendelskrav

På bakgrunn av dette kan vi regne ut netto finansielt gjeldskrav.

	NFG krav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	fgk	0,027	0,029	0,030	0,031	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041	0,042	0,042
*	FG/NFG	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105
-	fek	0,016	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,029	0,030	0,030
*	FE/NFG	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105
=	NFGK	0,028	0,030	0,031	0,033	0,036	0,038	0,039	0,041	0,042	0,043	0,043

Tabell 11-10: Netto finansiell gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav øker i budsjettperioden og er 4,3 prosent i steady state. Dette skyldes hovedsakelig en økning i finansielt gjeldskrav da dette øker mer enn hva eiendelskravet gjør.

11.3 Netto driftskrav

Netto driftskrav fremgår av Formel 8-1 og vi har nå beregnet alle komponentene som er nødvendig for å finne driftskravet i budsjettthorisonen.

	Netto driftskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Egenkapitalkrav	0,076	0,077	0,079	0,080	0,082	0,083	0,085	0,086	0,088	0,089	0,089	0,089
*	EK/NDK	0,616	0,615	0,615	0,615	0,615	0,610	0,614	0,614	0,614	0,614	0,614	0,614
+	Minoritetskrav	0,091	0,092	0,094	0,095	0,097	0,098	0,100	0,101	0,103	0,104	0,104	0,104
*	MI/NDK	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,010	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
+	NFG krav	0,028	0,030	0,031	0,033	0,036	0,038	0,039	0,041	0,042	0,043	0,043	0,043
*	NFG/NDK	0,379	0,379	0,379	0,379	0,379	0,380	0,380	0,380	0,380	0,380	0,380	0,380
=	ndk	0,058	0,059	0,061	0,062	0,064	0,066	0,067	0,069	0,070	0,072	0,072	0,072

Tabell 11-11: Netto driftskrav

SalMar har et netto driftskrav på 7,2 prosent i steady state. Kravet øker over analyseperioden, noe som er naturlig da de øvrige kravene også øker.

Vi har nå regnet ut framtidskravene som skal benyttes ved første verdiestimat i den fundamentale verdsettelsen. Kravene vil senere bli oppdatert basert på virkelig verdivekter i konvergeringsprosessen vi gjennomfører i kapittel elleve.

11.4 Analyse av strategisk fordel i framtidsregnskapet

Vi har forutsatt at minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav er lik tilhørende rentabilitet i budsjettperioden. Følgelig vil vi ikke ha noen finansieringsfordel i framtidsregnskapet. Det er, som vist under, kun driftsfordelen som genererer en superrentabilitet i budsjett perioden.

	Driftsfordel	2014T	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	ndr	0,275	0,259	0,257	0,218	0,183	0,150	0,141	0,132	0,123	0,113	0,102	0,102
-	ndk	0,056	0,058	0,059	0,061	0,062	0,064	0,066	0,067	0,069	0,070	0,072	0,072
=	SFD	0,220	0,201	0,198	0,158	0,121	0,086	0,076	0,065	0,054	0,043	0,030	0,030
+	GFD	0,147	0,125	0,123	0,099	0,075	0,054	0,048	0,041	0,034	0,027	0,019	0,019
=	Driftsfordel	0,367	0,326	0,321	0,256	0,196	0,139	0,124	0,106	0,088	0,069	0,050	0,050

Tabell 11-12: Driftsfordel

Vi ser at driftsfordelen har en nedadgående trend og stabiliserer seg på fem prosent i steady state. Som tidligere nevnt har vi lagt inn en varig driftsfordel på tre prosent som følge av en sterk bransje og SalMar sin kompetanse. Inkludert gearingfordelen medfører dette en samlet driftsfordel på fem prosent. Dette strider mot nullhypotesen som legger til grunn at det ikke vil eksistere noen superrentabilitet i steady state. Vi mener likevel at en varig strategisk fordel

anses sannsynlig så lenge den ikke er knyttet til finansiering. Det kan argumenteres for at gearingfordelen er knyttet til finansiering, men da det er driften som driver denne fordel er den likevel å anse som driftsrelatert. Dersom de vekstbegrensende faktorene løses, spesielt i forhold til miljøkrav og fôr, er det gode muligheter for vekst. Vi anser det lite sannsynlig at det vil komme nye store aktører på linje med de som dominerer i dag. Vi forventer økt konkurranse i steady state, men likevel ikke så hard konkurranse at rentabiliteten er lik kravet. Videre understrekes det at den strategiske fordel er likt fordelt mellom bransjen og SalMar.

12 Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal vi komme frem til et verdiestimat på SalMar sin egenkapital basert på framtidsregnskapet og framtidskravene vi har beregnet i de to foregående kapitlene. Vi skiller her mellom egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Førstnevnte metode verdsetter egenkapitalen direkte gjennom framtidig kontantstrøm til egenkapital. Selskapsmetoden verdsetter derimot egenkapitalen indirekte ved hjelp av netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld. For hver av metodene er det flere undermodeller som vil bli forklart nærmere. For å forsikre oss om at selskapet er i steady state har vi valgt å benytte T+2 i horisontleddet, det vil si det siste leddet i formlene.

De to metodene vil gi oss det samme verdiestimatet dersom vi benytter verdivekter. Som nevnt har vi benyttet budsjetterte vekter for framtidskravene da vi ikke vet de virkelige verdivektene på nåværende tidspunkt. Dette innebærer at estimatet etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden vil avvike fra hverandre ved første verdiestimat. Etter hvert som oppdaterer vektene i konvergeringsprosessen vil derimot estimatene gå mot hverandre og til slutt være sammenfallende (Knivsflå, 2014o).

Ved beregning av verdi per aksjer har vi justert for de aksjene SalMar eier selv per andre kvartal 2014. Av totalt antall utstedte aksjer på 113,3 millioner eier SalMar 1,3 millioner aksjer selv.

12.1 Egenkapitalmetoden

Innenfor egenkapitalmetoden skiller vi mellom fire modeller, modellene skiller seg ved at vi benytter ulike verdistrømmer som vi neddiskonterer for å få finne et verdiestimat på egenkapitalen. I framtidsregnskapet budsjetterte vi netto betalt utbytte lik fri kontantstrøm til egenkapital. Dette utgjør to ulike modeller, men da tallene i realiteten blir de samme gjennomgås disse to modellene som en modell (Knivsflå, 2014o). Ved verdsettelse er det normalt å benytte seg av flere modeller, vi har valgt å fokusere på utbyttmodellen og superprofittmodellen innenfor egenkapitalmetoden. Utbyttmodellen er den mest anvendte modellen i praksis (Gjesdal, 2012), mens superprofittmodellen evner å kompensere for noen av svakhetene ved utbyttmodellen (Kaldestad & Møller, 2011). Den siste modellen som kunne vært brukt er superprofittvekstmodellen, denne er lite brukt i praksis og vi finner det ikke nødvendig å benytte tre modeller innenfor egenkapitalmetoden.

12.1.1 Utbyttemodellen/ Fri kontantstrøm til egenkapital modellen

Modellen innebærer at man tar utgangspunkt i netto kontantstrøm til eierne og neddiskonterer denne for å finne et estimat på egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen er gitt ved følgende formel:

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

Formel 12-1

Netto kontantstrøm til eierne tilsvarer netto betalt utbytte i Tabell 6-24 og fri kontantstrøm til egenkapital i Tabell 7-4. Kontantstrømmene blir neddiskontert med egenkapitalkravet som er presentert i Tabell 11-7. Det siste leddet i formelen representerer et horisontledd som beregner verdien av egenkapitalen fra og med steady state. Egenkapitalveksten er 4,5 prosent da vi har satt en driftsinntektsvekst lik dette i steady state.

Som nevnt er fri kontantstrømmodellen den som er mest utbredt blant analytikere i praksis. Gjesdal (2012) kritiserer modellen da endelig verdiesimulat i hovedsak fastsettes på bakgrunn av horisontleddet. Dette medfører en viss sirkularitet i verdsettelsen som innebærer at verdien blir fastsatt av verdien. Ved endring i kontantstrøm er det ikke mulig å si noe om hvorvidt endringen skyldes endret inntjening eller endring i investeringshyppighet. Til tross for at modellen har sine svakheter er den enkel å bruke og Gjesdal (2012) anfører at dette kan være en av årsakene til dens popularitet. Kaldestad & Møller (2011) fremhever at modellen er egnet for selskaper som ha fastsatte utbytterammer og krav til finansieringsprofil, for eksempel banker.

Beregnet estimat på egenkapitalen er vist nedenfor:

Fri kontantstrøm - modell	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FKE		1 100 446	1 124 155	859 664	531 296	1 061 360	1 012 980	1 103 744	1 120 387	1 118 673	806 723	843 026	880 962
Diskonteringsfaktor		1,076	1,159	1,250	1,350	1,461	1,582	1,716	1,863	2,027	2,207	2,40372	2,618
Nåverdi fra 1 til T+1	6 954 027	1 022 974	970 076	687 673	393 417	726 671	640 364	643 335	601 276	552 008	365 514	350 718	336 520
Horisontverdi	8 313 036												
Verdi egenkapital	15 267 063												
Verdi per aksje	136,31												

Tabell 12-1: Fri kontantstrøm - modellen

Modellen gir en egenkapitalverdi lik MNOK 15 267, dette er kun er foreløpig estimat da vi har benyttet budsjetterte vekter.

12.1.2 Superprofittmodellen

Modellen fastsetter egenkapitalverdien basert på dagens bokførte egenkapital og framtidig superprofitt til egenkapital. For å beregne verdien av egenkapitalen benyttes følgende formel:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) * EK_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Formel 12-2

Modellen tar hensyn til vekst i kapitalbasen, lengde på periode med superprofitt og differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad noe som er avgjørende for verdien av selskapet (Kaldestad & Møller, 2011). Det fokuseres følgelig på lønnsomhet og vekst som verdidrivere. Sammenlignet med kontantstrømmodellen utgjør horisontleddet her en mindre andel av den totale verdien. En ulempe med modellen er at den kan påvirkes av regnskapsføringen, spesielt manglende balanseføring. Vi har balanseført utviklingsutgiftene til SalMar, videre avskrives ikke goodwill etter IFRS. Disse to faktorene reduserer faren for overvurdering til en viss grad.

Vi har beregnet verdien av egenkapitalen til SalMar i tabellen nedenfor:

Superprofitt - modellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Balanseført EK	3 886 560												
NRE		1 562 017	1 732 447	1 660 601	1 590 471	1 504 461	1 501 217	1 476 229	1 413 934	1 319 385	1 194 381	1 248 128	1 304 294
NRE krav		294 341	335 886	390 387	462 197	555 803	602 933	655 223	699 029	736 936	767 454	801 989	838 079
Superprofitt til EK		1 267 676	1 396 560	1 270 214	1 128 274	948 657	898 284	821 006	714 905	582 449	426 927	446 139	466 215
Diskonteringsfaktor		1,076	1,159	1,250	1,350	1,461	1,582	1,716	1,863	2,027	2,207	2,404	2,618
Nåverdi fra 1 til T+1	6 981 148	1 178 430	1 205 145	1 016 085	835 472	649 509	567 857	478 536	383 667	287 409	193 434	185 604	178 090
Horisontverdi	4 399 355												
Verdi egenkapital	15 267 063												
Verdi per aksje	136,31												

Tabell 12-2: Superprofittmodellen

Vi ser at modellen gir samme estimat som kontantstrømmodellen. Videre genereres estimatet i større grad av alle tre komponentene enn hva som er tilfellet ved utbyttmodellen.

12.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden fastsetter verdien av egenkapitalen ved å finne verdien til selskapskapitalen for så å trekke ut verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2014o). Vi vil her benytte netto driftskrav som diskonteringsrente i stedet for egenkapitalkravet. Siden vi har forutsatt at rentabilitet er lik krav for netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene innebærer dette at balansepostene er ført til virkelig verdi i balansen for 2014. Vi kommer tilbake til hvorvidt forutsetningen om minoritet ført til virkelig verdi er rimelig eller ei under avsnitt 12.3.1.

Vi velger å benytte kontantstrømmodellen og superprofittmodellen innenfor selskapskapitalmodellen. Videre vil vi her fokusere på netto driftskapital fremfor sysselsatt kapital. Verdiestimatet etter selskapskapitalmetoden vil også være foreløpig da det ikke er benyttet korrekte vekter.

12.2.1 Kontantstrømmodellen

I kontantstrømmodellen er det fri kontantstrøm fra drift som skal benyttes for å beregne verdien av SalMar sin driftskapital. Videre trekker vi ut netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser for å finne egenkapitalverdien. Vi har benyttet følgende formel for å finne verdien av netto driftskapital:

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

Formel 12-3

På bakgrunn av formelen kan vi beregne verdien av egenkapitalen som vist under.

Fri k.strøm fra drift	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri kontantstrøm fra drift		880 833	824 698	455 186	- 14 429	855 289	961 539	1 060 291	1 147 517	1 219 428	803 157	839 299	877 068
Diskonteringsfaktor		1,058	1,121	1,189	1,263	1,344	1,433	1,529	1,635	1,750	1,875	2,010	2,154
Nåverdi fra 1 til T+1	6 185 775	832 671	735 951	382 924	- 11 427	636 336	671 115	693 321	702 017	696 985	428 300	417 584	407 137
Horisontverdi	16 273 264												
Verdi NDK	22 459 040												
Netto finansiell gjeld	2 389 997												
Minoritetsinteresser	36 000												
Verdi egenkapital	20 033 042												
Verdi per aksje	178,87												

Tabell 12-3: Fri kontantstrøm fra drift - modellen

Verdiestimatet etter denne modellen blir høyere enn for tilsvarende modell under egenkapitalmetoden. Videre ser vi at verdien av egenkapital i all hovedsak stammer fra horisontleddet, som tidligere nevnt kan dette kritiseres da dette leddet har en viss sirkularitet.

12.2.2 Superprofittmodellen

Modellen bygger på superprofitten SalMar genererer fra driften sin og følgende formel ligger til grunn for beregningen:

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

Formel 12-4

Superprofitt fra drift består her av differansen mellom netto driftsresultat og kravet til netto driftsresultat. Verdien av netto driftskapital består av den balanseførte verdien i 2014 og nåverdi av framtidig superprofitt fra drift, neddiskontert med netto driftskrav (Knivsflå, 2014p). Videre trekkes netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene fra for å finne verdien av egenkapitalen. Beregningen er vist i tabell 12-4.

Superprofitt fra drift	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Balansført NDK	6 312 557												
NDR		1 632 795	1 815 604	1 759 929	1 711 130	1 662 859	1 682 845	1 671 023	1 625 608	1 546 321	1 434 522	1 499 075	1 566 533
NDR krav		365 119	419 044	489 716	582 856	714 202	784 562	850 017	910 703	963 871	1 007 594	1 052 936	1 100 318
Superprofitt NDK		1 267 676	1 396 560	1 270 214	1 128 274	948 657	898 284	821 006	714 905	582 449	426 927	446 139	466 215
Diskonteringsfaktor		1,058	1,121	1,189	1,263	1,344	1,433	1,529	1,635	1,750	1,875	2,010	2,154
Nåverdi fra 1 til T+1	7 496 244	1 198 363	1 246 275	1 068 563	893 518	705 802	626 965	536 853	437 358	332 909	227 668	221 972	216 418
Horisontverdi	8 650 239												
Verdi NDK	22 459 040												
Netto finansiell gjeld	2 389 997												
Minoritetsinteresser	36 000												
Verdi egenkapital	20 033 042												
Verdi per aksje	178,87												

Tabell 12-4: Superprofitt fra drift modellen

Verdiestimatet blir det samme for begge modellene innenfor selskapskapitalmetoden. På lik linje som for egenkapitalmetoden er det her superprofittmodellen som får fram driverne som ligger til grunn for verdien av selskapet. Horisontleddet utgjør her en større del av egenkapitalverdien siden vi har budsjettert med en varig strategisk fordel knyttet til drift.

Vårt første verdiestimat på egenkapital er som følger:

Første verdiestimat	Egenkapitalmetoden		Selskapskapitalmetoden	
	Verdi EK	Per aksje	Verdi EK	Per aksje
Kontantstrøm-modellen	15 267 063	136,31	20 033 042	178,87
Superprofitt - modellen	15 267 063	136,31	20 033 042	178,87

Tabell 12-5: Oppsummert første verdiestimat

De to metodene gir innbyrdes samme estimat, men avviker fra hverandre. Dette kommer av at vi har benyttet budsjetterte vektorer fremfor verdivektor. Vi skal i det følgende foreta en verdikonvergering der vektene vil bli gradvis oppdatert og til slutt representerer verdivektene. Etter at denne verdikonvergeringen er foretatt vil de to metodene gi samme estimat på SalMar sin egenkapital.

12.3 Verdikonvergering

Egenkapital- og selskapskapitalmetoden gir samme verdiestimat, gitt at vi benytter vektorer basert på virkelig verdi fremfor budsjetterte vektorer (Knivsflå, 2014p). Vi skal i dette avsnittet foreta en verdikonvergering, det vil si en sekvensiell oppdatering av vektene som ligger til grunn for framtidskravene. Denne prosessen består av følgende steg (Knivsflå, 2014p):

Steg 0 – Regn ut gjennomsnittlig verdiestimat ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden basert på framtidskrav regnet ut med budsjetterte vektorer.

Steg 1 – Gjennomfør all vektning av krav med verdier fra steg 0. Regn ut gjennomsnittlig verdiestimat ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden basert på de nye framtidskravene.

Steg N – Gjennom før all vekting av krav med verdier fra steg N – 1 og finn nytt gjennomsnittlig verdiestimat.

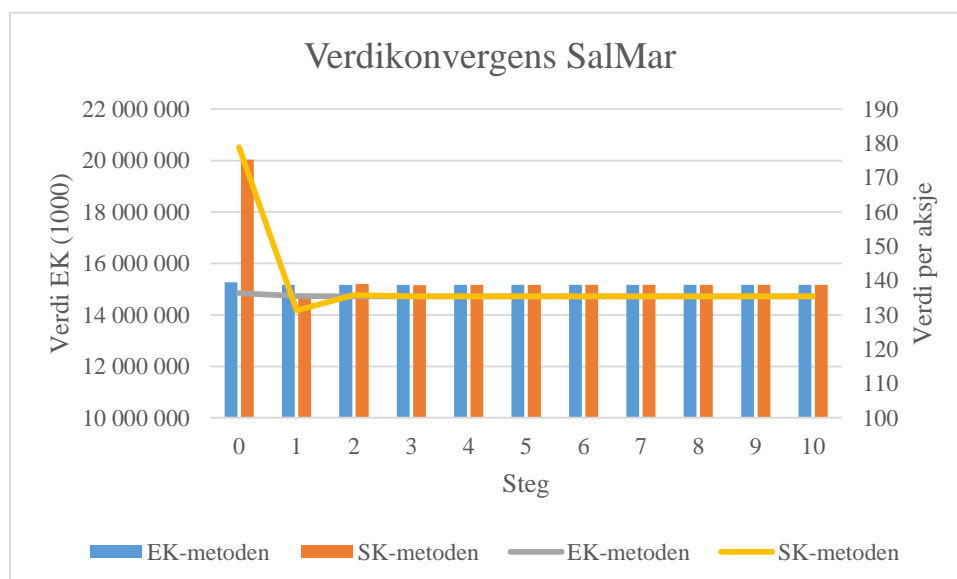
Etter hvert som denne prosessen er gjennomført tilstrekkelig antall ganger vil verdiestimatet fra egenkapital- og selskapskapitalmetoden konvergere mot et felles verdiestimat.

Verdikonvergeringen er presentert i tabellen nedenfor:

	Steg	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Verdi EK	EK-metode	15 267 063	15 171 363	15 169 317	15 167 002	15 167 143	15 167 125	15 167 127	15 167 127	15 167 127	15 167 127	15 167 127
	SK-metode	20 033 042	14 708 060	15 212 345	15 162 310	15 167 625	15 167 075	15 167 132	15 167 126	15 167 127	15 167 127	15 167 127
Verdi per aksje	EK-metode	136,31	135,46	135,44	135,42	135,42	135,42	135,42	135,42	135,42	135,42	135,42
	SK-metode	178,87	131,32	135,82	135,38	135,43	135,42	135,42	135,42	135,42	135,42	135,42
	Avvik i %	27 %	-3 %	0,28 %	-0,03 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,000000004 %

Tabell 12-6: Verdikonvergens over budsjettperioden

Verdikonvergens kan også illustreres ved hjelp av Figur 12-1.



Figur 12-1: Verdikonvergens over budsjettperioden

Vi ser at selskapskapitalmodellen har et høyere verdiestimat i steg 0. I steg 1 blir forskjellen betydelig mindre og allerede i steg 2 har vi et verdiestimat på 135 per aksje, noe som også er verdiestimatet i steg 10. Dette representerer ikke vårt endelige verdiestimat da vi ikke har tatt hensyn til usikkerhet, deriblant konkursrisiko.

12.3.1 Verdsettelse minoritet

Det kan diskuteres hvorvidt forutsetningen om minoritetsrentabilitet lik kravet er holdbar, spesielt siden vi legger til grunn at virkelig verdi av egenkapitalen er større enn balanseført verdi. Både minoriteten og egenkapitalen til majoriteten inneholder egenkapital fra noen av de samme datterselskapene. På bakgrunn av dette er det nærliggende å anta at virkelig verdi av minoriteten er større enn balanseført verdi (Knivsflå, 2014p).

Verdsettelse av minoritet kan gjøres på to måter. Man kan legge til grunn en komparativ verdsettelse der man gir minoriteten en viss andel av SalMar sitt resultat. Alternativt kan man predikere framtiden til de ulike selskapene.

Benytter vi en komparativ verdsettelse kan vi legge følgende formel til grunn:

$$VMI = \left(1 + MVEK * \frac{1 - RMK}{EK}\right) * MI \quad \text{Formel 12-5}$$

MVEK = merverdi egenkapital

RMK = rabatt manglende kontroll

Formelen legger til grunn av verdien av minoriteten er parallell med verdien av egenkapitalen justert for en rabatt som følge av manglende kontroll (Knivsflå, 2014p). Problemet med denne modellen er at den indirekte forutsetter at minoriteten driver innenfor samme virksomhetsområde som SalMar. Videre kan historisk lønnsomhet avvike kraftig fra SalMar sin historiske lønnsomhet og det vil da bli misvisende å allokere en andel av SalMar sitt resultat direkte til minoriteten.

Per andre kvartal består minoriteten av tre selskap. Vikenco er et slaktings- og foredlingsanlegg innenfor segment Rauma. Rauma-gruppen ble kjøpt av SalMar i 2010 og er det segmentet i konsernet som gjør det dårligst relativt sett. Vikenco har hatt forholdsvis dårlige resultater siden oppkjøpet, trolig på grunn av dårlig kapasitetsutnyttelse. Frøyas AS er nyetablert med formål å utvikle og markedsføre lakseprodukter og kan ses i sammenheng med SalMar sitt salgssledd. Det siste selskapet er Ocean Farming som er et rent utviklingsselskap som blant annet arbeider med havbasert oppdrett. Som vi ser driver disse selskapene kun med deler av SalMar sin hovedvirksomhet og i tillegg er de økonomiske resultatene veldig ulike fra SalMar sine. Etter vårt skjønn vil det bli misvisende å benytte SalMar som grunnlag for den komparative verdsettelsen. Alternativt kunne vi benyttet andre selskap innad i konsernet, men dette krever verdsettelse av deres egenkapital noe som vil være svært tidkrevende.

Et annet alternativ er å predikere selskapenes framtid og finne en passende minoritetsverdi på bakgrunn av dette. Det er generelt lite informasjon knyttet til disse selskapene. Videre avhenger selskapene i sterk grad av SalMar konsernet for øvrig da de kun driver med deler av verdikjeden. Når det gjelder Ocean Farming består dette selskapet per dags dato kun av utgiftsføring av forskning og utvikling. Framtidige kontantstrømmer avhenger her av hvorvidt forskningsprosjektene blir en suksess eller ei. Vi mener det er rimelig å anta at SalMar her vil kjøpe ut minoriteten dersom eksempelvis havbasert oppdrett blir en suksess som gir god inntjening. Som nevnt tidligere er minoriteten god å ha i dårlig perioder, men en ulempe i

gode perioder. Utkjøp av minoritet vil trolig være aktuelt i de to andre selskapene også, dersom resultatene blir svært gode. Som følge av tids- og informasjonsbegrensninger, samt en forholdsvis stor sannsynlighet for at SalMar på sikt kommer til å begrense minoritetsverdiene, har vi valgt å ikke predikere framtiden til de ulike selskapene.

Vi har foretatt en komparativ verdsettelse basert på SalMar sin egenkapital og en kontrollpremie på 40 prosent. Dette ga en virkelig minoritetsverdi lik 78MNOK, mot en bokført verdi på 36 MNOK. Vi mener denne verdien er noe høy som følge av negative resultater i Ocean Farming og forholdsvis dårlige resultater for Vicenco sin del.

Ser vi på finansieringsfordelen knyttet til minoriteten i tabell 9-13 er det spesielt 2010 og 2013 som har en minoritetsrentabilitet som skiller seg klart fra kravet. Dette skyldes i hovedsak kjøp av Rauma-Gruppen og Villa Organic, der SalMar hadde eierandel på rett over 50 prosent på oppkjøpstidspunkt. Foruten disse årene er det jevnt over en finansieringsfordel tilnærmet lik null. En finansieringsfordel tilnærmet lik null taler for at bokført verdi er tilnærmet lik virkelig verdi. Dette tyder på at en eventuell undervurdering av minoritetsinteressen er mindre vesentlig og vi har derfor valgt å ikke gå nærmere inn på verdsettelsen av denne.

12.4 Usikkerhet

Verdiestimatet er et punkttestimat basert på forventet utvikling i budsjett- og verdidrivere. Denne utviklingen er usikker og følgelig er det en fordeling rundt den forventede verdien. Jo større usikkerheten i budsjett og verdidriverne er, desto større er usikkerheten i verdiestimatet (Knivsflå, 2014q). For å vurdere usikkerheten i vårt verdiestimat vil vi foreta simulering- og sensitivitetsanalyser. Simulering innebærer av vi får fram usikkerhet ved å endre flere kritiske verdidrivere samtidig. I sensitivitetsanalysen vil vi endre kritiske verdidrivere hver for seg for å se hvordan verdiestimatet påvirkes. Formålet med begge metodene er å forstå usikkerheten i verdiestimatet, samt en rimelighetssjekk av estimatet (Kaldestad & Møller, 2011).

Vi forventer at driftsrelaterte drivere vil være mer kritiske enn finansrelaterte. Vi vil derfor ha hovedfokuset vårt på driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Videre vil vi se på finansiell eiendelsdel, egenkapitalbeta og markedsrisikopremien i forhold til finansielle drivere. Aller først vil vi i dette avsnittet se hvordan konkursrisikoen påvirker foreløpig verdiestimat.

12.4.1 Konkurs

Som nevnt innledningsvis i dette kapittelet skal vi vurdere konkursscenarioet separat. Risikoen for konkurs er følgelig ikke gjenspeilet i verdiestimatet og vil redusere verdiestimatet vi fant i forrige avsnitt. Justert verdiestimat fastsettes på bakgrunn av følgende formel (Knivsflå, 2014q):

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK \quad \text{Formel 12-6}$$

FVEK = Fundamental verdi gitt fortsatt drift

LVEK = Likvidasjonsverdi *p = sannsynligheten for konkurs*

Likvidasjonsverdien representerer den verdien eierne sitter igjen med dersom selskapet blir tvunget til å avvikle. Denne verdien vil som regel være lik null. I en konkurssituasjon har selskapet høy gjeld som skal dekkes og eiendelene må selges unna så raskt som mulig for å få inn penger til konkursboet. Dette reduserer salgsprisen og det er lite trolig at eierne sitter igjen med penger etter at gjelden er innfridd. Eierne på sin side risikerer aldri å tape mer penger enn de har skutt inn i selskapet, likvidasjonsverdien kan følgelig ikke være mindre enn null.

Vi har lagt til grunn den kortsiktige konkurrrisikoen i vår vurdering. SalMar er i 2014 ratet til karakter A, noe som representerer en sannsynlighet for konkurs lik 0,001 (Knivsflå, 2014q). I framtidsregnskapet går ratingen etter hvert til karakter BBB, som har en konkurrrisiko lik 0,003. Da vi benytter kortsiktig konkurrrisiko velger vi å sette sannsynligheten for konkurs lik 0,002. Dette gir oss følgende verdiestimat:

$$VEK = (1 - 0,002) * 135,42 = 135,15$$

12.4.2 Sensitivitet

Sensitivitetsanalyse innebærer at vi endrer kritiske verdidrivere for å se hvordan verdiestimatet påvirkes. For de driftsrelaterte driverne har vi valgt å endre verdien i veksthendelsen for å belyse usikkerhet på mellomlang sikt. For å se på endring på lang sikt endrer vi verdien fastsatt i steady state. Vi har lagt inn lineær utvikling mellom budsjettpunktene slik at driftsinntektsveksten for øvrige år i budsjettperioden vil også endres.

Driftsinntektsvekst

Vi har lagt til grunn de intervallene vi anser som mest sannsynlige på de ulike tidspunktene. Vi vet at driftsinntektsveksten ikke kan overstige seks prosent på lang sikt. Vi anser det lite sannsynlig at SalMar vil ha en driftsinntektsvekst lik seks prosent og har derfor ikke tatt hensyn til denne muligheten. For budsjettendelsen er det større usikkerhet knyttet til

driftsinntektsveksten, men vi mener vi har belyst de mest sannsynlige scenarioene. Vi ser av tabell 12-7 at en positiv endring på ti prosent ikke gir samme avvik fra verdiestimatet som en negativ endring på ti prosent, altså er driftsinntektsveksten konveks. Videre ser vi at endringer i budsjettpunktet i 2019 påvirker inntektene i mindre grad enn endring i budsjettpunktet i steady state. Driftsinntektsveksten i steady state har dermed den mest sensitive driveren av disse to budsjettpunktene.

Driftsinntekter - 2019						
Vekst	7,7 %	8,8 %	9,9 %	11 %	12,1 %	13,2 %
Aksjekurs	128,48	130,64	132,85	135,42	137,47	139,87
Endring vekst	-30 %	-20 %	-10 %	-	10 %	20 %
Avvik fra estimat	-5,12 %	-3,53 %	-1,90 %	0,00 %	1,51 %	3,28 %

Driftsinntekter - steady state						
Vekst	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %
Aksjekurs	123,07	126,33	130,27	135,42	141,25	149,21
Endring vekst	-33 %	-22 %	-11 %	-	11 %	22 %
Avvik fra estimat	-9,12 %	-6,71 %	-3,80 %	0,00 %	4,30 %	10,19 %

Tabell 12-7: Driftsinntektsvekst i budsjettpunktet 2019 og steady state

Omløpet til netto driftseiendeler

For omløpsmidler har vi tatt utgangspunkt i det intervallet vi mener det er sannsynlig at omløpshastigheten befinner seg. Ved denne vurderingen har vi tatt utgangspunkt i omløpshastigheten i analyseperioden. Omløpshastigheten ligger til grunn for netto driftsmargin som vi så i avsnitt 10.1.3. Vi har sett bort fra denne koblingen i dette avsnittet. Årsaken er at vi ønsker å se omløpshastighetens påvirkning på verdiestimatet og endringer i netto driftsmargin vil forstyrre dette.

Driveren er relativt lite sensitiv på mellomlang sikt og det skal store endringer til for at verdiestimatet endrer seg betydelig. På lang sikt er driveren derimot svært sensitiv og skaper større usikkerhet i verdiestimatet enn driftsinntektsveksten. Spesielt er verdiestimatet følsomt for negative endringer.

Onde - 2019						
Vekst	0,8	0,9	1	1,05	1,1	1,2
Aksjekurs	131,87	133,64	135,42	135,79	136,40	137,50
Endring vekst	-20 %	-10 %	-	5 %	10 %	20 %
Avvik fra estimat	-2,62 %	-1,32 %	0,00 %	0,27 %	0,72 %	1,54 %

Onde - steady state						
Vekst	0,89	1,002	1,113	1,169	1,224	1,336
Aksjekurs	105,72	122,04	135,42	140,90	146,04	155,24
Endring vekst	-20 %	-10 %	-	5 %	10 %	20 %
Avvik fra estimat	-21,93 %	-9,88 %	0,00 %	4,05 %	7,84 %	14,63 %

Tabell 12-8: Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunktet 2019 og steady state

Netto driftsmargin

Vi har benyttet samme prosentvise endring i budsjettpunktene som ovenfor. Da SalMar har hatt en svært høy netto driftsmargin i hele analyseperioden anser vi det lite sannsynlig at netto driftsmargin vil falle under syv prosent. Som en følge av dette her vi har tatt høyde for en positiv endring på 30 prosent i stedet for en tilsvarende negativ endring. Netto driftsmargin var på sitt laveste i 2012 og tilsvarte da 8,4 prosent, jfr. Tabell 9-5.

Tabellen nedenfor viser at verdiestimatet er svært følsomt for netto driftsmargin i horisontleddet. Verdiestimatet har en større prosentvis endring enn den endringen som legges inn i budsjettpunktet. Videre ser vi at en negativ endring i budsjettpunktet påvirker verdiestimatet i større grad enn en positiv endring. Av de driftsrelaterte driverne er netto driftsmargin i steady state som er den mest sensitive driveren i verdiestimatet vårt.

Netto driftsmargin - 2019						
Vekst	10,5 %	12,0 %	13,5 %	15,0 %	16,5 %	18,00 %
Aksjekurs	123,66	127,47	131,29	135,42	138,98	142,84
Endring vekst	-30 %	-20 %	-10 %	-	10 %	20 %
Avvik fra estimat	-8,68 %	-5,87 %	-3,05 %	0,00 %	2,62 %	5,48 %

Netto driftsmargin						
Vekst	7,4 %	8,3 %	9,2 %	10,1 %	11,0 %	12,0 %
Aksjekurs	103,73	119,56	135,42	150,99	166,64	184,00
Endring vekst	-20 %	-10 %	-	10 %	20 %	30 %
Avvik fra estimat	-23,40 %	-11,72 %	0,00 %	11,50 %	23,06 %	35,87 %

Tabell 12-9: Netto driftsmargin i budsjettpunktet 2019 og steady state

Vi skal nå ta for oss de finansielle driverne og vil kun se på hvordan endringer i steady state påvirker verdiestimatet.

Finansiell gjeldsdel

Vi ser at finansiell gjeldsdel påvirker verdiestimat i forholdsvis liten grad. Vi kan ha forholdsvis store endringer i finansiell gjeldsdel, før verdiestimatet endrer seg i betydelig grad. Finansiell gjeldsdel er følgelig en driver som er relativt lite sensitiv.

fgd - steady state						
Prosent	0,38	0,4	0,42	0,44	0,46	0,48
Aksjekurs	132,68	133,90	135,42	136,35	137,57	138,79
Endring prosent	-9,5 %	-4,8 %	-	4,8 %	9,5 %	14,3 %
Avvik fra estimat	-2,02 %	-1,12 %	0,00 %	0,68 %	1,59 %	2,49 %

Tabell 12-10: Finansiell gjeldsdel i steady state

Markedsrisikopremie

Vi ser av PWC (2014) sin markedsundersøkelse knyttet til risikopremie at majoriteten av respondentene ville lagt til grunn en markedsrisikopremie i sjiktet 4 til 5 prosent. Denne markedsrisikopremien er før skatt mens vi i vår oppgave har benyttet markedsrisikopremie etter skatt. Knivsflå (2014i) legger til grunn følgende formel for å beregne markedsrisikopremie etter skatt:

$$mrp \text{ etter skatt} = r_m - r_f + r_f * 0,27 \quad \text{Formel 12-7}$$

Dette innebærer at en markedsrisikopremie i sjiktet 5,1 til 6,1 prosent er det mest sannsynlige.

Vi ser at verdiestimatet stiger dersom markedsrisikopremien synker og vice versa. Endring i verdiestimatet går fra 12,51 prosent til -4,77 prosent. Dette innebærer at verdiestimatet er forholdsvis sensitivt for endringer i markedsrisikopremien, men dette er likevel ikke en av de mest sensitive driverne.

Markedsrisikopremie					
Prosent	5,10 %	5,30 %	5,50 %	5,80 %	6,10 %
Aksjekurs	152,37	146,97	141,97	135,42	128,96
Endring prosent	-12,1 %	-8,6 %	-5,2 %	-	5,2 %
Avvik fra estimat	12,51 %	8,53 %	4,84 %	0,00 %	-4,77 %

Tabell 12-11: Markedsrisikopremie

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen ligger til grunn egenkapitalkravet og følgelig også for netto driftskrav. En økning i egenkapitalbetaen vil øke kravene, noe som fører til en reduksjon i verdiestimatet. Vi anser det lite sannsynlig at egenkapitalbetaen vil bli vesentlig lavere enn den betaen vi har lagt til grunn i vår analyse. Denne antakelsen baserer seg i hovedsak på historiske egenkapitalbetaer og betaverdier oppgitt på nåværende tidspunkt av ulike analytikere. På

bakgrunn av dette har vi i hovedsak sett på konsekvensene av en økt egenkapitalbeta i denne sammenheng. Vi ser av tabellen nedenfor at verdiestimatet er svært sensitivt for større endringer i egenkapitalbetaen. En økning i egenkapitalbeta med 40 prosent sammenlignet med vår beta vil medføre en reduksjon i verdiestimatet lik 26,78 prosent. Vi har lagt til grunn større endringer i tabellen nedenfor sammenlignet med hva vi har gjort for de øvrige finansielle driverne. Likevel ser vi at verdiestimatet er mest sensitivt for endringer i egenkapitalbetaen sammenlignet med de andre finansielle drivere.

EK-beta						
Prosent	0,679	0,754	0,829	0,905	0,980	1,056
Aksjekurs	147,24	135,42	122,75	113,45	105,69	98,94
Endring prosent	-10 %	-	10 %	20 %	30 %	40 %
Avvik fra estimat	8,73 %	0,00 %	-9,35 %	-16,22 %	-21,96 %	-26,94 %

Tabell 12-12: Egenkapitalbeta

Oppsummering sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet er mest sensitivt ovenfor endringer i driverne i steady state. Driftsrelaterte poster og egenkapitalbetaen påvirker verdiestimatet i størst grad. De øvrige finansielle driverne påvirker egenkapitalverdien i mindre grad, slik at disse driverne er mindre kritiske. Intervallene som er lagt til grunn for sensitivitetsanalysen er fastsatt ved skjønn og valg av andre intervaller kunne ha påvirket resultatene til en viss grad. Likevel er det som forventet at det er de driftsrelaterte driverne som påvirker verdiestimatet i størst grad. Egenkapitalbetaens påvirkning på verdiestimatet var noe større enn forventet, men her har vi benyttet forholdsvis store prosentvise endringer. Vi skal i neste avsnitt foreta en simuleringsanalyse for å forstå usikkerheten bedre.

12.4.3 Simulering

Simulering innebærer å få frem usikkerhet ved at vi gjør kritiske budsjett- og verdidrivere usikre for å få frem fordelingen i verdiestimatet i stedet for et punktestimat. Vi vil i dette avsnittet foreta en Monte-Carlo simulering, simuleringen foretas i Excel ved hjelp av tilleggsprogrammet Crystal Ball. Til forskjell fra sensitivitetsanalysen vil nå alle driverne bli endret samlet. Vi har valgt å kjøre til sammen 50 000 simuleringer for å få en indikasjon på hvor pålitelig vårt estimat er. Formålet med simuleringen er å komme fram til en verdispenn som andre analytikere med stor grad av sikkerhet vil legge sitt punktestimat innenfor (Kaldestad & Møller, 2011).

Før vi starter simuleringen må vi ha et forhold til hvilke verdidrivere vi antar å være mest kritiske, et sannsynlighetsintervall for disse driverne og hvilke drivere som avhenger av

hverandre (Kaldestad & Møller, 2011). Vi skal ved simuleringen se på de samme driverne som vi gjorde i forrige avsnitt da disse antas å ha størst påvirkning på verdiestimatet.

Vi har tatt utgangspunkt i historisk standardavvik for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Std - SalMar	Std-bransje
div	0,387	0,443	0,118	0,097	0,485	0,197	0,171	0,087
ndm	0,211	0,262	0,149	0,084	0,176	0,204	0,061	0,040
onde	1,103	1,460	0,959	0,855	1,140	1,200	0,209	0,099

Tabell 12-13: Standardavvik SalMar og bransje

Vi ser at standardavviket til SalMar knyttet til driftsinntektsvekst avviker sterkt fra bransjen sitt. Dette skyldes trolig flere forhold. Bransjen er som nevnt sterkt preget av sykdomsutbrudd i Chile i 2008. Som nevnt tidligere i oppgaven preget dette selskapene i flere år. Videre har SalMar hatt stor vekst i analyseperioden, vi forventer ikke tilsvarende vekst i framtiden. Et siste argument er at vi forventer mer jevnt tilbud i tiden som kommer. Blant årsakene til dette er jevnere tilbud fra Chile, samt at myndighetene har gitt indikasjoner på at det ikke vil tildeles nye konsesjoner de neste årene. Dette taler for å nedjustere standardavviket. Knivsflå (2014q) argumenterer for bruk av skjønn dersom standardavvikene synes urimelige. SalMar har kjøpt 37 konsesjoner i løpet av analyseperioden, betydelige deler av driftsinntektsveksten kan følgelig allokere til økt antall konsesjoner. Som følge av dette anser vi SalMar sitt standardavvik for å være for høyt. Også bransjen har opplevd betydelig vekst som følge av økt antall konsesjoner. Til tross for at bransjetallene er sterkt preget av sykdomsutbruddet mener vi også at dette standardavviket er for høyt. Vi har følgelig fastsatt standardavvik på bakgrunn av skjønn.

SalMar har gjennom hele analyseperioden hatt en høyere netto driftsmargin enn bransjen. I hovedsak har driftsmarginen ligget omkring 20 prosent foruten årene 2011 og 2012.

Hovedårsaken til dette er de lave lakseprisene kombinert med investeringer. Vi ser at disse to årene påvirker standardavviket i betydelig grad. En av hovedårsakene til de lave prisene var sterk tilbudsvekst som følge av at det chilenske markedet kom tilbake for fullt. Vi forventer mer stabilitet på tilbudssiden i årene som kommer og anser følgelig 2011 og 2012 for å være mindre normale år. Vi har derfor valgt å redusere standardavviket noe sammenlignet med det historiske.

Også for omløpshastigheten velger vi å overstyre standardavviket. SalMar har kjøpt opp en rekke andre selskap i analyseperioden, også ved lave laksepriser. Vi ser at dette er spesielt

utslagsgivende i 2011 og 2012. Videre avhenger omløpshastigheten i stor grad av lakseprisen og vi ser at forholdstallet stiger kraftig ved høye priser, noe 2010 2013 er eksempler på.

Som vi ser av tabellen nedenfor har vi valgt å sette standardavviket noe høyere for budsjetthendelsen i 2019 da denne regnes for å være usikker. Videre er standardavviket noe lavere i steady state da vi forventer mer forutsigbarhet på dette tidspunktet. Dette samsvarer med økonomisk teori (Knivsflå, 2014q). Vi har valgt å legge til grunn normalfordeling for disse tre driverne da vi anser vårt estimat for å være det mest sannsynlige. For driftsinntektsveksten er det lagt til grunn uniform fordeling i steady state, da vi anser de ulike vekststørrelsene for å være like sannsynlige.

Standardavvik	2015	2016	2019	steady state
div	0,020	0,030	0,050	
ndm	0,030	0,030	0,050	0,015
onde	0,010	0,030	0,050	0,030

Tabell 12-14: Standardavvik

For de øvrige driverne har vi lagt til grunn følgende forutsetninger:

Driftsinntektsvekst steady state (U): 2,5 % - 5,5 %

Egenkapitalbeta (N): standardavvik 10 %, forventning 7,5 %

Finansiell gjeldsdel (U): 38 % - 46%

Markedsrisikopremie (U): 5,1 % - 6,1%

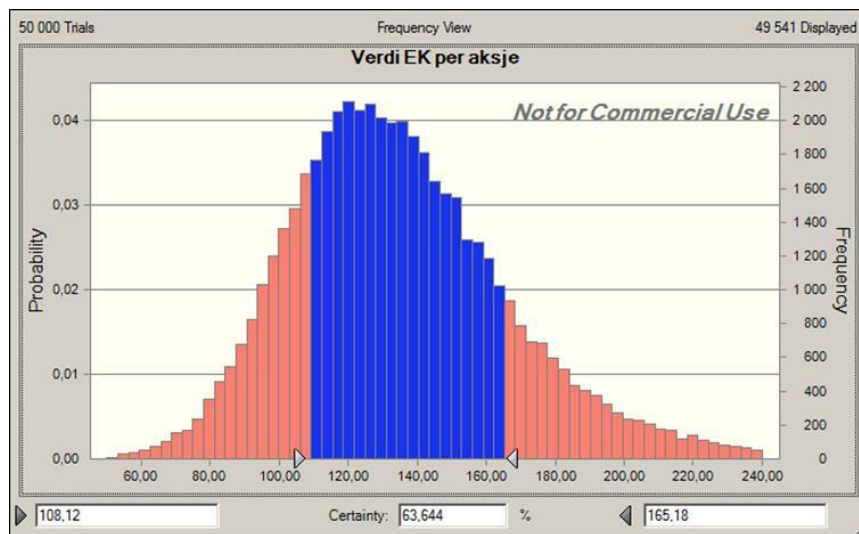
Korrelasjon

Vi har valgt å legge inn korrelasjon mellom noen av driverne. Dette innebærer at endringen av en driver påvirker den korrelerte (Knivsflå, 2014q). Knivsflå (2014q) anfører at netto driftsmargin og omløpshastigheten har en tendens til å være negativt korrelert. Hos SalMar har driverne derimot hatt en positiv korrelasjon 94 prosent. Vi har valgt å legge inn en positiv korrelasjon på 40 prosent da dette virker rimelig basert på økonomisk teori og historisk korrelasjon for SalMar.

Markedsrisikopremien påvirker egenkapitalbetaen positivt. Jo høyere markedsrisikopremie, desto høyere egenkapitalbeta. Vi har for disse to driverne lagt inn en positiv korrelasjon på 0,2.

Resultater fra simuleringen

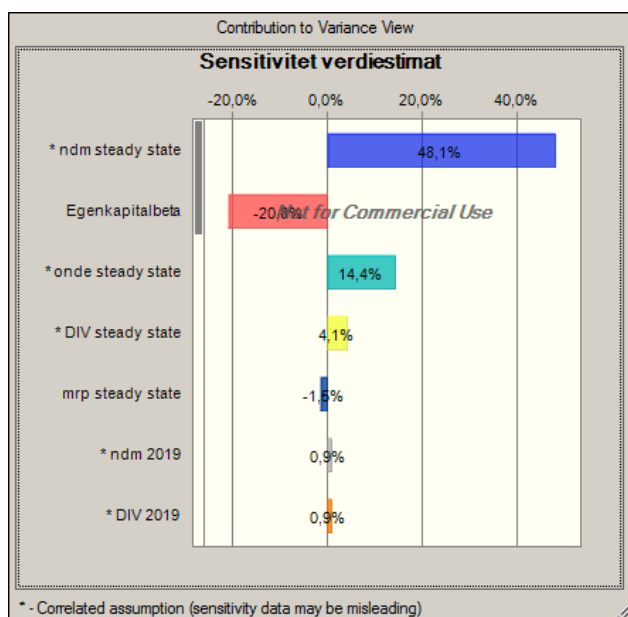
Vi har foretatt 50 000 simuleringer, resultatet er vist i figur 12-2.



Figur 12-2: Simulering

Simuleringen viser et gjennomsnittlig estimat lik 135,49 og en median lik 131,68. Vårt estimat ligger mellom disse to verdiene, noe som tyder på at vårt estimat er rimelig. I tabellen ovenfor har vi tatt høyde for opp- og nedsidepotensial. Vi har benyttet et tillegg på 20 prosent for å identifisere oppsidepotensialet, dette tilsvarer en verdi lik 165,18. For å identifisere nedsidepotensialet har vi lagt til grunn 80 prosent av verdiestimatet, dette tilsvarer en verdi lik 108,12. Vi ser av figuren at det er 63,6 prosent sannsynlighet for at verdiestimatet ligger innenfor dette intervallet. Dette er noe lavt, men sett i lys av konsensus mener vi likevel at de fleste analytikerne trolig ville lagt sitt estimat innenfor intervallet ovenfor. Videre er det 19,9 prosent sannsynlighet for at verdiestimatet er under 108,12 og 16,5 prosent sannsynlighet for at verdiestimatet ligger over 165,18. Det at nedsidepotensialet er høyere enn oppsidepotensialet kan tyde på at vårt estimat er noe overvurdert.

Figur 12-3 viser hvilke drivere verdiestimatet er mest sensitivt ovenfor. Vi ser at netto driftsmargin i steady state helt klart er den driveren som påvirker verdiestimatet i størst grad. Videre har egenkapitalbetaen ganske stor forklaringsgrad, dette er som forventet da en økning i denne driveren øker kravene. Omløpshastigheten påvirker også verdiestimatet, dette henger sammen med korrelasjonen med netto driftsmargin. Endelig ser vi at driftsinntektsveksten i steady state har en relativt stor forklaringsgrad.



Figur 12-3: Sensitivitetsanalyse

12.5 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet

Vi har i dette kapittelet kommet frem til et endelig verdiestimat på SalMar sin egenkapital lik 135,15. For å allokere usikkerheten i verdiestimatet har vi foretatt sensitivitets- og simuleringsanalyser. Analysene viser at det er de driftsrelaterte driverne, spesielt netto driftsmargin, og egenkapitalbetaen som er de mest kritiske driverne bak vårt verdiestimat. Videre har estimatet større nedside enn oppside, noe som kan tyde på at verdiestimatet er noe høyt.

Bloomberg oppgir kursmål som vi ønsker å benytte som sammenligningsgrunnlag for vårt estimat. Per desember 2014 har konsensus et kursmål lik 137,88. Dette er noe høyere enn vårt kursmål. Laveste kursmål som inngår i konsensus er 120 og høyeste er 160. Dette innebærer at vårt estimat faller innenfor dette intervallet. Kursmålene baserer seg på subjektive vurderinger og det er naturlig med noen forskjeller. Vi mener at vårt verdiestimat anses rimelig sammenlignet med konsensus.

Aksjekursen til SalMar per 8. Desember 2014 er 121. SalMar sin aksjekurs har variert mye den siste tiden. Etter offentliggjøring av tallene for tredje kvartal var kursen lik 131, dette er den høyest noteringen selskapet har hatt noensinne. Den høye kursen skyldes at SalMar leverte svært gode tall til tross for lave laksepriser (DN, 2014). Fallet i ettertid kan skyldes flere forhold, men generelt ser kursen ut til å være svært sensitiv for endringer i laksepriser. Ved høye laksepriser stiger kursen markant og motsatt ved lave laksepriser. Videre har SalMar hatt en kursøkning på 78 prosent hittil i år. Dette innebærer at en rekke aksjonærer sitter på store

gevinster som de ønsker å realisere, og muligens mener mange at SalMar har fått ut sitt potensial.

Differansen mellom vårt verdiestimat og aksjekursen tyder på at vi har vært mer positive enn markedet ved budsjettering av enkelte drivere. Vi har i den strategiske regnskapsanalysen lagt til grunn av havbasert oppdrett blir en god inntektskilde for SalMar. Videre har vi lagt til grunn en strategisk fordel i steady state som muligens er noe høy. Selskapet sin marginfordel er også tillagt vekt i framtidsregnskapet, spesielt i veksthendelsen. Likevel er vårt endelig verdiestimat innenfor konsensus, noe som tyder på at det er hold i våre antakelser.

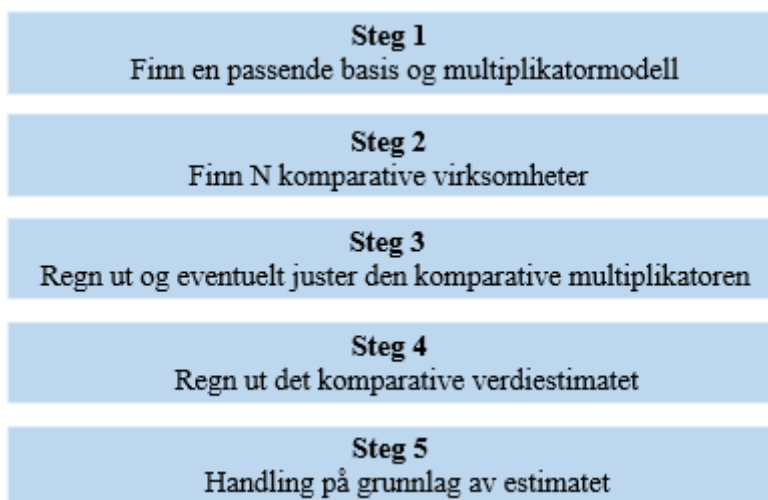
Vi velger å beholde vårt verdiestimat på 135,15 selv om det foreligger betydelig usikkerhet og estimatet avviker fra aksjekursen per 8. desember 2014.

13 Komparativ verdivurdering

Vi ønsker som nevnt å foreta en komparativ verdivurdering som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Hensikten med en supplerende verdivurdering er å teste rimeligheten av vårt verdiestimat.

Komparativ verdivurdering går ut på å sammenligne priser for tilsvarende selskap eller eiendeler for å komme frem til et verdiestimat av det analyserte selskapet. Som beskrevet i avsnitt 3.2 er det to modeller som kan brukes: Multiplikator- og substansverdimodellen. Da det komparative verdiestimatet for SalMar bør være basert på forutsetningen om fortsatt drift, grunnet lav konkurserisiko, benytter vi derfor multiplikatormodellen. Modellen består av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Vi vil her benytte den sistnevnte metoden da denne tar hensyn til forskjellig kapitalstruktur innad i bransjen (Knivsflå, 2014r).

Vi vil ta utgangspunkt i framoverskuende multipler, der nevneren i multiplene er hentet fra SalMars og bransjens omgrupperte tall for 2014. Dette innebærer at vi kan få et mer presist verdiestimat enn om vi hadde brukt historiske multipler på bakgrunn av verdier fra 2013 (Koller et al., 2010).



Figur 13-1: Rammeverk for verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodellen (Knivsflå, 2014s)

13.1 Valg av basis

Det første steget i å beregne et estimat på egenkapitalverdien er å velge en basis, det vil si en passende multiplikatormodell. En multiplikator (m) er forholdet mellom aksjekursen (P) og en verdsettelsesbasis (B), og kan føres slik:

$$m = \frac{P}{B} \qquad \text{Formel 13-1}$$

Det stilles imidlertid flere krav til basisverdien (B) i multiplikatoren. Den må være positiv for å brukes og den må være konsistent med P. Med konsistent menes at verdsettelsesbasisen må være et mål på resultat til egenkapital per aksje, kontantstrøm til egenkapitalen per aksje eller egenkapitalen per aksje. I tillegg til dette bør basisen være normalisert, der unormale forhold ikke har innvirkning på verdsettelsen. Dette medvirker til at basisen blir framoverskuende. Av hensyn til dette bør også prisen være oppdatert. Vi tar derfor utgangspunkt i observert aksjepris i markedet og oppdaterte tall for utestående aksjer.

Når det kommer til valg av multiplikator har vi valgt pris/bok- (P/B), pris/fortjeneste (P/E), EV/EBIT og EV/KG-forholdet. Første forholdet er en balanseorientert multipl, de to neste forholdene er resultat- og kontantstrømorientert multipler, mens det siste forholdstallet er en ikke-finansiell multipl. Vi vil følgelig kort presentere hver enkelt multipl.

Pris/bok-forholdet kan forklares med følgende formel:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført egenkapital per aksje}} \quad \text{Formel 13-2}$$

Der,

$$\text{Balanseført EK per aksje} = \frac{\text{Balanseført EK} + \text{evt. avsatt utbytte}}{\text{Tallet på utestående aksjer}} \quad \text{Formel 13-3}$$

Vi legger til avsatt utbytte da et eventuelt utbytte vil redusere egenkapitalen. Utestående aksjer kan videre spesifiseres å være antall utstedte aksjer redusert med selskapets egne aksjer.

Grunnet at pris/bok-forholdet er avhengig av kapitalstruktur, bør ulikheter i kapitalstruktur justeres. Dette gjøres ved å inkludere netto finansiell gjeld og netto driftskapital, og vil følgelig innebære at selskapskapitalmetoden er den mest egnede metoden for å beregne verdien av egenkapitalen. Netto driftskapital blir derfor basisen for å beregne verdien av egenkapitalen ved hjelp av multiplikatoren for pris/bok. Metoden er illustrert under:

$$VEK = m_k * NDK - NFG \quad \text{Formel 13-4}$$

Der,

$$m_k = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{balanseført NFG}}{NDK} \quad \text{Formel 13-5}$$

Pris/fortjeneste-forholdet er det neste forholdet vi ønsker å fokusere på. Denne multiplikatoren kan illustreres slik:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Fortjeneste eller nettoresultat per aksje}} \quad \text{Formel 13-6}$$

Der,

$$\text{Fortjeneste per aksje} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til EK}}{\text{Tallet på utestående aksjer}} \quad \text{Formel 13-7}$$

Som for pris/bok-forholdet brukes også selskapskapitalmetoden på bakgrunn av at ulikheter i kapitalstruktur mellom de komparative selskapene bør justeres. Basisverdien vil i dette tilfelle være netto driftsresultat som vist under.

$$VEK = m_k * NDR - NFG \quad \text{Formel 13-8}$$

Der,

$$m_k = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{balanseført NFG}}{NDR} \quad \text{Formel 13-9}$$

EV/EBIT-forholdet er et forhold som ofte blir brukt i praksis. Forholdet illustrerer sammenhengen mellom selskapsverdi og driftsresultatet. Vi vil her bruke det operasjonelle driftsresultatet da dette utelukker unormale poster som verdijustering av biomasse. Multiplikaen sammenligner selskapenes underliggende drift og tar i motsetning til EV/EBITDA til en viss grad hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger. Metoden ignorerer dog forskjellen i risiko mellom selskapene og forskjeller i avskrivninger og nedskrivning av goodwill kan gjøre seg gjeldende (Kaldestad & Møller, 2011). Multiplikaen kan illustreres i følgende formel:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}} \quad \text{Formel 13-10}$$

EV/KG-forholdet er en multiplika som er mye brukt i oppdrettsnæringen, og viser sammenhengen mellom virksomhetsverdi og normalisert årsproduksjon i kilo. Dersom vi antar at bransjen står overfor den samme lakseprisen og de samme vekstforutsetningene kan multiplikatoren, med kilo som basis, illustreres slik:

$$\frac{EV}{KG} = \frac{EV}{EBIT} * \frac{EBIT}{KG} \quad \text{Formel 13-11}$$

EV/EBIT vil i et slikt tilfelle være konstant i bransjen, mens EBIT/KG vil variere mellom selskapene på kort sikt ved en midlertidig forskjell og permanent ved en varig forskjell.

13.2 Komparative virksomheter

På bakgrunn av at vi har brukt Marine Harvest, Lerøy Seafood, Cermaq og Norway Royal Salmon som sammenligningsgrunnlag i den fundamentale analysen, vil vi også her benytte disse selskapene som grunnlag. Dette for å få et mest mulig sammenlignbart verdierestimat med det fundamentale verdierestimatet. Selskapene er alle i samme bransje, og er med unntak av Cermaq notert på Oslo Børs. Selv om Cermaq ikke lenger er børsnotert, noe som strider imot kravene for komparativ verdsettelse, velger vi likevel å inkludere selskapet i grunnlaget med hensyn til den fundamentale verdsettelsen. SalMar vil også inngå i utregningene for den komparative bransjen.

13.3 Komparativ multiplikator

Det tredje steget i prosessen med å beregne verdien av egenkapitalen til SalMar er å finne den komparative multiplikatoren, som fremkommer ved å beregne bransjesnittet eller medianen til det aktuelle forholdet. Vi vil først beregne den justerte komparative pris/bok-multiplikatoren, før vi så beregner tilsvarende pris/fortjeneste-forholdet, EV/EBIT-forholdet og til slutt EV/KG-multippelen. Videre vil vi bruke trailingen og omgrupperte tall fra 2014 som grunnlag for at den komparative verdivurderingen skal stå i samsvar med den fundamentale verdsettelsen foretatt tidligere i utredningen. I beregningen av markedsverdien av egenkapitalen vil vi ta utgangspunkt i antall utestående aksjer, eksklusiv egne aksjer.

	SalMar	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	NRS
Utstedte aksjer	113 299 999	410 377 759	54 577 368	92 500 000	43 572 191
- Egne aksjer	1 300 000	410	329 776	3 656	33 734
= Utestående aksjer	111 999 999	410 377 349	54 247 592	92 496 344	43 538 457

Tabell 13-1: Utestående aksjer oppdatert fra selskapenes kvartalsrapporter for 2.kvartal

Pris/bok-forholdet

Som beskrevet over vil vi her bruke netto driftskapital som basisverdi, slik at VNDK/NDK. Før dette vil vi beregne det ujusterte pris/bok-forholdet (VEK/EK), før vi inkluderer netto driftskapital som en funksjon. Vi vil derfor benytte formelen for pris/bok-forholdet som nevnt under avsnittet om valg av basis. Utregningen av det ujusterte pris/bok-forholdet kan illustreres i følgende tabell:

	P/B - ujustert	SalMar	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	NRS
	Utestående aksjer	111 999 999	410 377 349	54 247 592	92 496 344	43 538 457
*	Aksjekurs (08.12.2014)	121	101,1	256	96	58
=	VEK	13 551 999 879	41 489 149 984	13 887 383 552	8 879 649 024	2 525 230 506
/	Bokført EK (2014T)	4 291 800 000	14 451 000 000	6 453 289 000	4 927 500 000	787 866 000
=	Ujustert P/B	3,1576	2,8710	2,1520	1,8021	3,2052

Tabell 13-2: Ujustert P/B-forholdet til SalMar og de komparative selskapene

Da Cermaq etter salget til Mitsubishi ikke lenger er notert på børsen har vi valgt å ta utgangspunkt i oppkjøpsprisen. Ut i fra dette får vi en bransjemedian på 2,87 som vi bruker videre for å beregne det justerte pris/bok-forholdet til SalMar. Grunnen til at vi bruker medianen og ikke bransjesnittet er fordi medianen er mindre påvirket av ekstreme multiplikatorer. Det neste steget i denne prosessen er å beregne VNDK/NDK for hver virksomhet, men siden vi kun har tall for alle de komparative selskapene samlet, inkludert SalMar, bruker vi dette. VNDK/NDK er pris/bok-forholdet uten netto finansiell gjeld og er følgelig multiplikatoren, m_k , i Formel 13-4 på side 158. Formelen for VNDK/NDK kan illustreres slik:

$$\frac{VNDK}{NDK} = \frac{\frac{VEK}{EK} + nfgg}{1 + nfgg} \quad \text{Formel 13-12}$$

Der,

VNDK = Verdien av netto driftskapital

NDK = Netto driftskapital

VEK = Verdien av egenkapital

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Dersom vi bruker de omgrupperte tallene for bransjen får vi denne utregningen av nfgg for de komparative selskapene:

	NFG	13 677 516 000
/	EK	30 922 355 000
=	nfgg	0,4423

Tabell 13-3: Netto finansiell gjeldsgrad for de komparative selskapene

Ved å bruke dette og det ujusterte bransjegjennomsnittet for pris/bok-forholdet i formelen over, får vi dermed et VNDK/NDK-forhold på 2,2972. Det neste steget blir så å beregne SalMars netto finansielle gjeldsgrad.

	NFG	2 389 998 000
/	EK	4 291 800 000
=	nfgg	0,5569

Tabell 13-4: Netto finansiell gjeldsgrad for SalMar

Det siste steget blir så å bruke følgende formel for å beregne det komparative pris/bok-forholdet for SalMar.

$$\left(\frac{VEK}{EK}\right)_V = \left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B + \left(\left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B - 1\right) * nfgg_V \quad \text{Formel 13-13}$$

Ved å sette inn tallene i denne formelen får vi følgelig et justert pris/bok-forhold for SalMar på 3,0196. Dette er 0,138 lavere enn det ujusterte forholdet på 3,1576. Grunnen til dette er altså at SalMar har en høyere andel gjeld i forhold til egenkapital enn for de komparative selskapene. Samtidig kan vi se at bransjen har et pris/bok-forhold som er under SalMar sin multipl, noe som også underbygger at SalMar har en høyere finansiell gearing enn bransjesnittet.

Pris/fortjeneste-forholdet

En annen multipl som ofte blir brukt er pris/fortjeneste-forholdet, og viser hvor mange år det tar å tjene inn investeringen. En høy P/E (over 30) vil indikere høy vekst i framtiden, mens lav vekst (under 15) har lavere forventet vekst (Kunnskapscenteret, i.d.). Vi vil følgelig beregne dette forholdet på bakgrunn av formlene vist under avsnittet om valg av basis. Vi må imidlertid først beregne pris/fortjeneste-forholdet for bransjen uten netto finansiell gjeld, VNDK/NDR, som illustrert i formel under. Forholdet er multiplikatoren, m_k , i formelen under avsnittet om valg av basis. Grunnen til at vi ikke beregner et pris/fortjeneste-forhold for hvert av selskapene i bransjen, er fordi vi kun har samlede verdier for hele bransjen. Vi forutsetter at VNFG/NFG er lik én og ser bort i fra minoritetsinteresser. Resultat fra tilknyttet virksomhet er ikke inkludert i beregningen over netto driftsresultat.

På bakgrunn av omgrupperte tall fra bransjen kommer vi frem til følgende verdier:

	VEK	80 333 412 945
+	NFG	13 677 516 030
/	NDR	7 508 898 000
=	VNDK/NDR	12,52

Tabell 13-5: Utregning av bransjemultiplikator, VNDK/NDR

EV/EBIT-forholdet

I tillegg til P/B- og P/E-forholdet vil vi også inkludere multiplere EV/EBIT som er et mål på virksomhetsverdien i forhold til driftsresultatet. Virksomhetsverdien kan finnes slik:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}} \quad \text{Formel 13-14}$$

Der netto rentebærende gjeld er summen av kortsiktig rentebærende gjeld og langsiktig rentebærende gjeld minus kontanter. Siden vi ikke har enkeltverdier for hvert selskap, men kun samlede bransjetall for trailingåret 2014, vil vi bruke dette i vår beregning.

Markedsverdien til egenkapitalen finner vi som ved de andre multiplene, ved å bruke dagens aksjekurs og antall utestående aksjer. Driftsresultatet som vi kommer frem til er et normalisert operasjonelt driftsresultat før skatt som er egnet for multiplanalyse, og tar kun hensyn til resultat fra egen virksomhet og ikke fra tilknyttede virksomheter. Operasjonell driftsresultat (EBIT) er det viktigste nøkkeltallet for oppdrettsnæringen. Multiplikatoren, m_k , kan her sies å være gjennomsnittlig EV/EBIT til de komparative virksomhetene, mens selskapsverdien (EV) er målt ved verdien av netto driftskapital.

Vi får følgelig dette bransjesnittet for EV/EBIT på grunnlag av omgrupperte tall for 2014:

	Langsiktig rentebærende gjeld	15 426 757 000
+	Kortsiktig rentebærende gjeld	1 148 794 000
-	Kontanter	2 596 659 000
=	Netto rentebærende gjeld	13 978 892 000
+	Markedsverdi EK (VEK)	80 333 412 945
=	Selskapsverdi bransje (EV)	94 312 304 945
/	Operasjonelt DR (EBIT)	7 252 983 000
=	EV/EBIT	13

Tabell 13-6: EV/EBIT-forholdet for bransjen, 2014T

EV/KG-forholdet

Som beskrevet under steg 1 vil vi holde EV/EBIT konstant. Vi vil derfor benytte EV/KG som den avhengige variabelen og EBIT/KG som den uavhengige variabelen som varierer mellom selskapene. Vi har på bakgrunn av 3. kvartalstall traillet operasjonelt driftsresultat for 2014. Samtidig har vi brukt forventet tall for slaktet volum. Enterprise value er estimert ved å bruke 3. kvartalstall og aksjepris per 8. desember 2014. Vi får da følgende forhold:

2014T	SalMar	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	NRS
Operasjonelt DR	1 718 400 000	4 258 000 000	1 777 606 000	754 817 000	190 396 000
Slaktet volum (tonn)	138 500	414 000	155 000	152 000	22 000
Operasjonell EBIT/KG	12,41	10,29	11,47	4,97	8,65

Tabell 13-7: Den uavhengige variabelen EBIT/KG

2014T	SalMar	Marine Harvest	Lerøy Seafood	Cermaq	NRS
Enterprise value	16 191 499 879	48 718 649 984	16 094 383 552	10 971 849 024	3 081 945 506
Slaktet volum (tonn)	138 500	414 000	155 000	152 000	22 000
EV/KG	116,91	117,68	103,83	72,18	140,09

Tabell 13-8: Den avhengige variabelen EV/KG

Som vi har nevnt tidligere i oppgaven har Cermaq sitt salg av EWOS påvirket regnskapstallene i betydelig grad. Vi har her traillet Cermaq sitt operasjonelle driftsresultat på bakgrunn av videreført virksomhet i 2013. Dette innebærer et lavere operasjonelt driftsresultat enn hva som er rapportert i årsregnskapet for 2013, som følge av at kjøp fra EWOS ikke er eliminert. Som en følge av dette kan Cermaq sine tall virke noe lave. Videre er ikke Cermaq sine kvartalsrapporter lenger tilgjengelig etter offentliggjøringen av Mitsubishi sitt oppkjøp. Disse to faktorene har medført at vi har tatt enkelte forutsetninger knyttet til Cermaq sine tall og er trolig årsaken til at selskapet skiller seg betydelig fra de øvrige selskapene i bransjen.

13.4 Komparativ verdiestimat

På grunnlag av steg tre ovenfor kan vi nå, steg fire, komme frem til et verdiestimat av SalMar for hver av de tre multiplene. Den siste multiplene vil gi en indikasjon på hvorvidt selskapet er over- eller underpriset.

Pris/bok-forholdet

For å komme frem til et verdiestimat ved hjelp av pris/bok-forholdet bruker vi følgende formel:

$$VEK = m_k * NDK - NFG \quad \text{Formel 13-15}$$

Vi har allerede at VNDK/NDK, er 2,2972 og at det komparative pris/bok-forholdet for SalMar er 3,0196. Sistnevnte forhold vil imidlertid bli brukt for å komme frem til et verdiestimat. Videre har vi at SalMars netto driftskapital for 2014T er TNOK 6,72 og at netto finansiell gjeld er TNOK 2,39. Vi kan dermed sette dette inn i formelen over og vi får følgende verdiestimat på SalMar på bakgrunn av trailingen og omgrupperte tall for 2014.

$$VEK = 3,0196 * 6\,717\,797\,000 - 2\,389\,998\,000 = 17\,895\,265\,995$$

På grunnlag av dette blir verdiestimatet per aksje kr 159,78.

Pris/fortjeneste-forholdet

Vi bruker følgende formel:

$$VEK = m_k * NDR - NFG \quad \text{Formel 13-16}$$

Fra før har vi at multiplikatoren for bransjen er 12,52. Videre kan vi fra de omgrupperte tallene for SalMar finne at netto driftsresultatet (NDR) er TNOK 1,34 og netto finansiell gjeld (NFG) er TNOK 2,39. Dette kan settes inn i formelen slik at vi får følgende verdiestimat på egenkapitalen til SalMar:

$$VEK = 12,52 * 1\,344\,713\,000 - 2\,389\,998\,000 = 14\,445\,723\,878$$

Verdiestimatet per aksje blir dermed kr 128,98.

EV/EBIT-forholdet

Den siste multipliseringen vi ønsker å benytte for å komme frem til et verdiestimat av egenkapitalen til SalMar er EV/EBIT. Vi har følgende formel som kan benyttes:

$$VEK = m_k * EBIT - (NFG + MI) \quad \text{Formel 13-17}$$

I steg tre fant vi at multiplikatoren for bransjen er 13. Videre kan vi fra de omgrupperte tallene fra SalMar finne følgende verdier for EBIT, NFG og MI:

Operasjonelt DR	1 624 984 000
Netto finansiell gjeld	2 389 998 000
Minoritetsinteresser	36 000 000

Tabell 13-9: DR, NFG og MI for SalMar, 2014T

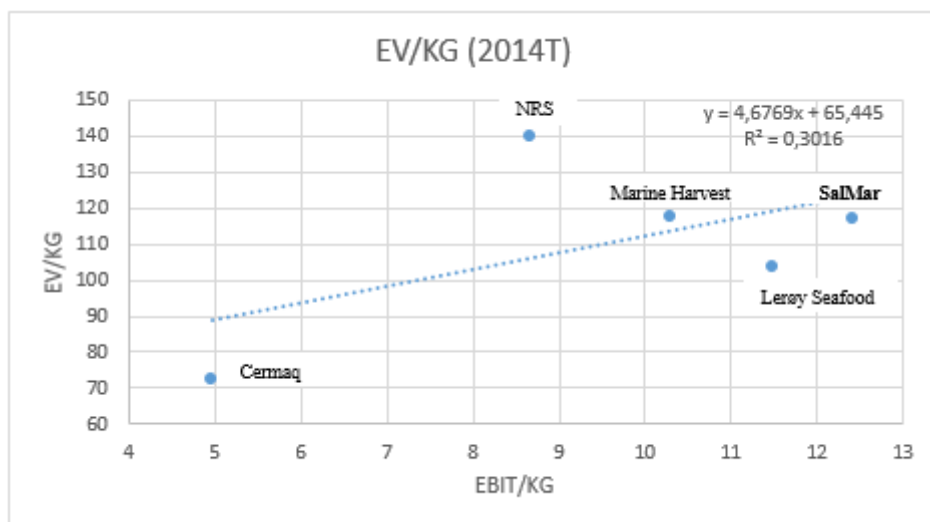
Ut i fra dette kan vi beregne følgende verdiestimat for SalMar:

$$VEK = 13 * 1\,624\,984\,000 - (2\,389\,998\,000 + 36\,000\,000) = 18\,704\,064\,836$$

På grunnlag av dette og antall utestående aksjer per dags dato får vi et verdiestimat på kr 167 per aksje.

EV/KG-forholdet

Ut i fra forholdene EBIT/KG og EV/KG for hvert av selskapene, der den førstnevnte er den uavhengige variabelen og sistnevnte er den avhengige variabelen, kan vi nå lage en regresjonsanalyse. Regresjonsanalysen tar kun EBIT/KG som faktor, da EV/EBIT kan sees som en konstant. Vi får dermed følgende regresjon basert på trailing for 2014:



Figur 13-2: EV/KG forklart ut i fra den uavhengige variabelen EBIT/KG

Tar man utgangspunkt i regresjonen foretatt over kan vi si at forholdene har en positiv samvariasjon, der EV/KG øker jo høyere EBIT/KG blir. Residualene, eller avviket fra linjen, indikerer de forskjellige selskapene. Vi kan videre se at regresjonen har en forklaringsgrad på 30,16 prosent noe som kan sies å være relativt dårlig. På grunnlag av dette kan vi ikke med pålitelighet tolke resultatene, selv om de underbygger tidligere forhold om at SalMar er underpriset. Dette kan vi se ved at punktet for SalMar ligger under regresjonslinjen.

13.5 Komparativ handlingsstrategi

Vi har nå kommet frem til tre forskjellige verdierestimater på SalMar på bakgrunn av komparativ verdsettelse. Dette kan illustreres i tabellen under, med tilhørende beregning av gjennomsnittet.

SalMar 2014T	P/B	P/E	EV/EBIT	Snitt
Verdiestimat EK	17 895 265 995	14 445 723 878	18 704 064 836	17 015 018 236
Aksjepris	159,78	128,98	167	151,92

Tabell 13-10: Oppsummering komparativ verddivurdering

Kursen per 8.desember 2014 er kr 121 og vi ser dermed en undervurdering av aksjen, da snittet fra de tre multiplene over har en estimert aksjekurs på 151,92. Undervurderingen av aksjen underbygges også av figur 13-2, EV/KG-forholdet. Vi kan derfor konkludere med at SalMar aksjen er underpriset sammenlignet med våre estimater.

Vi ser at den fundamentale verdsettelsen av egenkapitalen til SalMar er en del under det komparative estimatet. Bakgrunnen for dette er at komparativ verddivurdering har en tendens til å bli påvirket av eventuelle bobler i markedet. Ved optimisme i markedet, noe som kan sies å være tilfelle i dag med økende laksepriser, kan komparativ verdsettelse føre til for høy verdi sammenlignet med den fundamentale verdien.

14 Oppsummering og handlingsstrategi

Formålet med oppgaven har vært å komme frem til et verdiestimat på SalMar sin egenkapital. Dette verdiestimatet er funnet på bakgrunn av vår fundamentale verdivurdering, og skal i dette kapittelet sammenlignes med SalMar sin aksjekurs for å komme frem til en handlingsstrategi. Før vi kommer med vår handlingsstrategi skal vi oppsummere den fundamentale verdivurderingen.

14.1 Oppsummering

I den strategiske analysen kom vi frem til at oppdrettsnæringen står overfor vekstbegrensende faktorer i form av førmangel, miljøkrav og et fåtall nye konsesjoner. Vi mener at den utbredte forskningen i bransjen vil føre til at disse utfordringene løses på sikt. Videre konkluderte vi med at det eksisterer visse inngangsbarrierer i bransjen og vi forventer økt etterspørsel i framtiden som følge av framtidig velstandsøkning. Disse faktorene ligger til grunn for vår forventning om videre vekst i oppdrettsnæringen. Internasjonal konkurranse forventes å presse lønnsomheten i bransjen i framtiden, dog ikke i en slik grad at bransjen blir ulønnsom. For SalMar forventer i at de klarer å utnytte sin sterke bedriftskultur, herunder kompetanse og tilhørighet, noe som vil gi videre vekst for selskapet.

I andre del av oppgaven kom vi frem til at det har eksistert relativt store bransje- og ressursfordeler i analyseperioden. Oppdrettsnæringen har vist seg svært følsom i forhold til endringer i laksepris, men er til tross for dette en svært lønnsom bransje. Da mye av veksten skyldes oppkjøp forventer vi at veksten vil avta noe i framtiden. SalMar besitter en betydelig ressursfordel som følge av deres evne til å generere gode marginer. Vi forventer at selskapet vil fortsette denne trenden i framtiden, dog i noe mindre grad som følge av økt konkurranse. På bakgrunn av vår strategiske regnskapsanalyse har vi budsjettert med en varig strategisk fordel på tre prosent. Denne fordelingen er likt fordelt mellom bransjen og SalMar.

Basert på vårt framtidsregnskap i del tre har vi foretatt en fundamental verdsettelse ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Etter å ha foretatt en konvergeringsprosess og justert for konkurrisiko kom vi fram til et verdiestimat på SalMar sin egenkapital lik 135,18. Vi fant videre at verdiestimatet inneholdt betydelig usikkerhet, spesielt er netto driftsmargin og egenkapitalbeta følsomme drivere. Til tross for usikkerheten har vi valgt å beholde vårt verdiestimat.

Som supplement til vår verdivurdering har vi foretatt en komparativ verdsettelse som ga et verdiestimat lik 151,92. Dette estimatet er høyere enn vårt fundamentale estimat og konsensus

hentet fra Bloomberg. Komparativ verdivurdering påvirkes av stemningen i markedet. Som vi har nevnt tidligere i oppgaven ser aksjekursen ut til å være svært påvirket av lakseprisen. Vi mener dette er forhold som gjør den komparative verdsettelsen mer usikker sammenlignet med vårt fundamentale estimat. Vi har følgelig valgt å beholde vårt estimat som vi fant i den fundamentale verdsettelsen.

14.2 Handlingsstrategi

Det siste steget i vår oppgave vil være å gi en handlingsstrategi basert på vårt verdiestimat.

Knivsflå (2014r) anfører at vi må sette en øvre og nedre grense for når man skal agere.

Dersom aksjekursen er under den nedre grensen bør man kjøpe aksjen og er kursen over den øvre grensen bør man selge. Er derimot aksjen innenfor grenseverdiene vil det være best å holde på aksjen. En handlingsstrategi vil videre avhenge av investor sin risikoholdning.

Dersom en investor kjøper seg kraftig opp i en næring vil porteføljen tilføres usystematisk risiko, og ikke lenger vil være veldiversifisert. Dette, sammen med markedet for øvrig og usikkerheten i verdiestimat, må følgelig tas hensyn til før vi gir en handlingsstrategi.

Vi har valgt et intervall på +/- 10 prosent i forhold til aksjekurs som signaliserer at investor bør holde på aksjen. Vi mener at dette intervallet tar høyde for momentene nevnt ovenfor.

Dette innebærer at vi har en nedre grense lik 121,64 og en øvre grense lik 148,67.

Aksjekursen per 08.12.14 er 121. Som vi ser er dagens kurs lik den nedre grensen vi har fastsatt. Som følge av at aksjekursen ikke er klart lavere enn vår nedre grense og usikkerheten i vårt verdiestimat og velger vi å gi en hold-anbefaling per 08.12.14.

15 Bibliografi

Akvakulturdriftsforskriften, 2008. *FOR-2008-06-17-822*. [Internett]

Available at: <http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2008-06-17-822>

[Funnet 25. september 2014].

Akvakulturloven, 2005. *LOV-2005-06-17-79*. [Internett]

Available at: <http://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

[Funnet 26. august 2014].

Allegro, 2014. *Ukerapport, uke 24*, Trondheim: Allegro.

Amundsen, B., 2013. *Forskningsbasert nyskaping (FORNY2020): Ingen hadde tenkt på det*.

[Internett]

Available at: [http://www.forskningsradet.no/prognett-](http://www.forskningsradet.no/prognett-FORNY2020/Nyheter/Ingen_hadde_tenkt_på_det/1253987243375/p1253963921831)

[FORNY2020/Nyheter/Ingen_hadde_tenkt_på_det/1253987243375/p1253963921831](http://www.forskningsradet.no/prognett-FORNY2020/Nyheter/Ingen_hadde_tenkt_på_det/1253987243375/p1253963921831)

[Funnet 25. september 2014].

Aquaculture Innovation, 2014. *FoU Programmet*. [Internett]

Available at: <http://www.aquacultureinnovation.com/event/dolink/famid/335572>

[Funnet 20. november 2014].

Asche, F., Roll, H. K. & Tveterås, R., 2012. *FoU, innovasjon og produktivitetsvekst i havbruk*. [Internett]

Available at: <http://www.magma.no/fou-innovasjon-og-produktivitetsvekst-i-havbruk>

[Funnet 15. august 2014].

Asche, F. & Tveterås, R., 2011. *En kunnskapsbasert sjømatnæring*, Oslo: Handelshøyskolen BI, Institutt for strategi og logistikk.

Berk, J. & DeMarzo, P., 2014. *Corporate Finance*. 3.utg red. London: Pearson Education.

Bernhardsen, T. & Røisland, Ø., 2000. *Hvilke faktorer påvirker kronkursen?*. [Internett]

Available at: [http://www.norges-](http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-03/bernh.pdf)

[bank.no/Upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-03/bernh.pdf](http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-03/bernh.pdf)

[Funnet 25. september 2014].

Bernhoft, A. C. & Fardal, A., 2007. *IFRS og fiskeoppdrett*. [Internett]

Available at: <http://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>

[Funnet 15. oktober 2014].

Bloomberg Terminal, 2014. *Generell markeddata*. New York: Bloomberg.

Cermaq, 2010. *Årsrapport 2009*, Oslo: Cermaq.

Cermaq, 2011. *Årsrapport 2010*, Oslo: Cermaq.

Cermaq, 2012. *Årsrapport 2011*, Oslo: Cermaq.

Cermaq, 2013. *Årsrapport 2012*, Oslo: Cermaq.

Cermaq, 2014a. *Årsrapport 2013*, Oslo: Cermaq.

Cermaq, 2014b. *Mitsubishi Corporation annonserer fullføring av frivillig tilbud på Cermaq ASA*. [Internett]

Available at:

http://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaqno/home/media/news/mitsubishi+corporati+on+announces+completion+of+voluntary+offer+for+cermaq+asa_no
[Funnet 9. desember 14.].

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3.utg. red. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Debio, 2013. *Storsatsning på økologisk laks*. [Internett]
Available at: <http://www.debio.no/text.cfm?path=1&id=968>
[Funnet 14. desember 2014].

DN, 2014. *Analytikerne jubler for lakserapport*. [Internett]
Available at: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/11/19/1418/SalMar/analytikerne-jubler-for-lakserapport>
[Funnet 25. november 2014].

E24, 2014. *Brent spot*. [Internett]
Available at:
<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=C%3APBROUSDBR%5CSP.IDCENE>
[Funnet 9. desember 2014].

Enge, C., 2014. *e24*. [Internett]
Available at: <http://e24.no/naeringsliv/disse-markedene-skal-redde-norsk-fiskeeksport/23269881>
[Funnet 3. september 2014].

EWOS, i.d.. *Hva er fiskefôr?*. [Internett]
Available at: <http://www.ewos.com/wps/wcm/connect/ewos-content-norway/ewos-norway/production/what-is-feed/>
[Funnet 10. september 2014].

EY, 2014. *IFRS i Norge: Bransje- og temaartikler*. 7.utg red. Oslo: EY.

FHL og EFF, 2011. *Norsk havbruk*, Oslo: Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (FHL) og Eksportutvalget for fisk (EFF).

FHL, i.d. a. *En næring i rask teknologisk utvikling*. [Internett]
Available at: <http://laks.no/Informasjon/Artikler/En-naring-i-rask-teknologisk-utvikling/>
[Funnet 8. september 2014].

FHL, i.d. a. *Om Lakselus*. [Internett]
Available at: <http://lusedata.no/om-lakselus/>
[Funnet 8. september 2014].

FHL, i.d. c. *Havbruk - en strengt regulert næring*. [Internett]
Available at: <http://laks.no/Informasjon/Artikler/Havbruk--en-strengt-regulert-naring/>
[Funnet 26. august 2014].

Finans, T. & Ekeseth, F. C., 2014. *Salmar åpner for konkurrerende bud*. [Internett]
Available at: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/09/22/1844/Marine-Harvest/salmar-pner-for-konkurrerende-bud>
[Funnet 22. oktober 2014].

Fish Pool, 2014a. *Spot Prices*. [Internett]

Available at: <http://fishpool.eu/spot.aspx?pageId=55>

[Funnet 20. september 2014].

Fish Pool, 2014b. *Fish Pool Forward prices list*. [Internett]

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

[Funnet 14. oktober 2014].

Fish Pool, i.d.. *The Fish Pool Index*. [Internett]

Available at: <http://fishpool.eu/default.aspx?pageId=8>

[Funnet 5. september 2014].

Fiskeri- og Kystdepartementet, 2013. *Meld. St. 22 (2012-2013) Melding til Stortinget: Verdens fremste sjømatnasjon*, Oslo: Det Kongelige Fiskeri- og Kystdepartementet.

Fiskeridirektoratet, 2013. *Matfiskproduksjon, laks og regnbueørret*. [Internett]

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

[Funnet 13. desember 2014].

Fiskeridirektoratet, 2014a. *Laks, regnbueørret og ørret*. [Internett]

Available at: <http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/statistikk-for-akvakultur/laks-regnbueoerret-og-oerret>

[Funnet 23. september 2014].

Fiskeridirektoratet, 2014b. *Oppdaterte rømmingstall*. [Internett]

Available at: <http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/oppdaterte-roemmingstall>

[Funnet 8. september 2014].

Fiskeridirektoratet, 2014c. *Biomassestatistikk: Innrapportert beholdning av fisk fordelt på måned og art*. [Internett]

Available at:

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

[Funnet 4. november 2014].

Fondsfinans, 2014. *Salmon farming - Aquacultur Sector Report*, Oslo: Fondsfinans.

Forskning, 2013. *Håper på drivstoff og fiskefôr fra sjøpung*. [Internett]

Available at: <http://forskning.no/havforskning-oppdrett-sjodyr-marinbiologi-marin-teknologi/2013/06/haper-pa-drivstoff-og-fiskefor-fra>

[Funnet 9. desember 2014].

Forskrift om lakselusbekjempelse, 2012. *FOR-2012-12-05-1140*. [Internett]

Available at: <http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2012-12-05-1140>

[Funnet 29. august 2014].

Forskrift om slakterier mv. for akvakulturdyr, 2006. *FOR-2006-10-30-1250*. [Internett]

Available at: <http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2006-10-30-1250>

[Funnet 26. august 2014].

Furuset, A. H., 2014. *Kina stanser import av hel norsk laks*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/nyheter/utenriks/2014/09/08/1414/kina-stanser-import-av-hel->

norsk-laks

[Funnet 20. september 2014].

Gjesdal, F., 2012. *Valg av verdsettelsesmodell*. [Internett]

Available at: <http://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>

[Funnet 15. oktober 2014].

Hæraas, C., 2013. *Tunicol - miljøvennlig og fornybar kilde til fiskefôr og biodrivstoff*.

[Internett]

Available at: <http://bergento.no/2013/04/tunicol-miljovennlig-og-fornybar-kilde-til-fiskefor-og-biodrivstoff/>

[Funnet 9. desember 2014].

Havforskningsinstituttet, 2012. *Rømt fisk og genetisk påvirkning*. [Internett]

Available at: http://www.imr.no/temasider/akvakultur/romt_fisk_og_genetisk_pavirkning/nb-no

[Funnet 6. september 2014].

Hegnar, 2014. *SalMar vurderer oppdrett på Island*. [Internett]

Available at: <http://www.hegnar.no/bors/artikkel526388.ece>

[Funnet 19. november 2014].

Horjen, H. W., 2013. *Mot nytt rekordår for laksenæringen*. [Internett]

Available at: <http://e24.no/boers-og-finans/all-time-high-laksepriser-gir-droem-om-2010-reprise/21094047>

[Funnet 20. september 2014].

IMF, 2014. *World Economic Outlook: Recovery Strengthens, Remains Uneven*, Washington, DC: International Monetary Fund.

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1.utg. red. Oslo: DnR Kompetanse AS.

Klima- og miljødepartementet, 1999. *Laksen og mennesket*. [Internett]

Available at: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/kld/dok/nou-er/1999/nou-1999-09/5.html?id=141605>

[Funnet 24. august 2014].

Klima- og miljødepartementet, 2014. *Historier om hav og kyst*, Oslo: Klima- og miljødepartementet.

Knivsflå, K. H., 2014a. *Forelesning 1: Læremål*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014b. *Forelesning 2: Strategi, regnskap og verdi*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014c. *Forelesning 3: Regnskapsanalyse, ramme og "trailing"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014d. *Forelesning 4: Omgruppering for analyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2014e. *Forelesning 5: Omgruppering: Balanse og kontantstrøm*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

- Knivsflå, K. H., 2014f. *Forelesning 6: Regnskapsbasert måling og målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014g. *Forelesning 7: Justering av målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014h. *Forelesning 8: Kredittvurdering, syntetisk rating*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014i. *Forelesning 9: Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014j. *Forelesning 10: Strategisk rentabilitetsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014k. *Forelesning 11: Strategisk driftsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014l. *Forelesning 13: Framtidsregnskap*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014m. *Forelesning 14: Framtidsregnskap; Andre busjettdrivere*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014n. *Forelesning 15: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014o. *Forelesning 16: Fundamental verdivurdering; Egenkapalmetoden*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014p. *Forelesning 17: SK-metoden og verdikonvergens*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014q. *Forelesning 18: Uvisse i verdiestimatet og "some topics in valuation"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014r. *Forelesning 20: Oppsummering*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014s. *Forelesning 21: Komparativ verdivurdering*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H., 2014t. *Forelesning 22: Opsjonsbasert; "Supplement til fundamental verdivurdering"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation; Measuring and Managing the Value of Companies*. 5.utg red. New Jersey: John Wiley & Sons, inc..
- Konkurransetilsynet, 2014. *Forbud mot konkurransebegrensende samarbeid*. [Internett] Available at: http://www.konkurransetilsynet.no/Global/Faktaark/%c2%a710_ULOV_LIG_SAMARBEID.pdf [Funnet 10. september 2014].
- Kontali Analyse, 2013. *The Salmon Farming Industry in Norway*, Kristiansund: Kontali Analyse.
- Kontali Analyse, 2014b. *Monthly Salmon Report*, Kristiansund: Kontali Analyse.

Kunnskapssenteret, i.d.. *Multipel analyse*. [Internett]

Available at: <http://kunnskapssenteret.com/multipel-analyse-verdsettelse/>
[Funnet 5 desember 2014].

Laksefakta, 2014. *Laks i norsk havbruk*. [Internett]

Available at: <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laks-i-havbruk/Les-mer-om/Laks-i-norsk-havbruk>
[Funnet 23. august 2014].

Laksetildelingsforskriften, 2004. *FOR-2004-12-22-1798*. [Internett]

Available at: <http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>
[Funnet 26. august 2014].

Laks, i.d.. *Laksens vei til spisebordet*. [Internett]

Available at: <http://www.laks.no/Informasjon/Artikler/Laksens-vei-til-spisebordet/>
[Funnet 9. desember 2014].

Lerøy Seafood, 2010. *Årsrapport 2009*, Bergen: Lerøy Seafood.

Lerøy Seafood, 2011. *Årsrapport 2010*, Bergen: Lerøy Seafood.

Lerøy Seafood, 2012. *Årsrapport 2011*, Bergen: Lerøy Seafood.

Lerøy Seafood, 2013. *Årsrapport 2012*, Bergen: Lerøy Seafood.

Lerøy Seafood, 2014. *Årsrapport 2013*, Bergen: Lerøy Seafood.

Lie, G. L., 2013. *Vil ha løft i oppdrettsnæringen*. [Internett]

Available at: <http://www.uis.no/research-and-phd-studies/research-centres/centre-for-innovation-research/vil-ha-loeft-i-oppdrettsbransjen-article81825-10750.html>
[Funnet 20. november 2014].

Lov om dyrevelferd, 2009. *LOV-2009-06-19-97*. [Internett]

Available at: <http://lovdata.no/dokument/NL/lov/2009-06-19-97>
[Funnet 5. september 2014].

Marine Harvest, 2010a. *Salmon Farming Industry Handbook 2010*. [Internett]

Available at: <https://www.yumpu.com/en/document/view/11279417/salmon-farming-industry-handbook-2010-marine-harvest>
[Funnet 5. september 2014].

Marine Harvest, 2010b. *Årsrapport 2009*, Bergen: Marine Harvest.

Marine Harvest, 2011. *Årsrapport 2010*, Bergen: Marine Harvest.

Marine Harvest, 2012. *Årsrapport 2011*, Bergen: Marine Harvest.

Marine Harvest, 2013. *Årsrapport 2012*, Bergen: Marine Harvest.

Marine Harvest, 2014a. *Salmon Farming Industry Handbook 2014*, Oslo: Marine Harvest.

Marine Harvest, 2014b. *Årsrapport 2013*, Bergen: Marine Harvest.

Mattilsynet, 2013. *Saksgangen i etablering og utvidelse av akvakulturanlegg*. [Internett]

Available at:
http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/akvakultur/akvakulturanlegg/saksgangen_i_eta

blering og utvidelse av akvakulturanlegg.5850

[Funnet 26. august 2014].

Meeren, V. D., 2013. *Kasusstudie: Villaks og oppdrettslaks i et økosystemtjenesteperspektiv*, Bergen: Havforskningsinstituttet.

Miljødirektoratet, 2008. *Nå eller aldri for Vossolaksen*, Trondheim: Direktoratet for naturforvaltning.

Nærings- og Fiskeridepartementet, 2014. *Stiller miljøkrav til ny oppdrettsvekst*. [Internett]
Available at:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/pressesenter/pressemeldinger/2014/Stiller-miljokrav-til-ny-oppdrettsvekst.html?id=764239>

[Funnet 10. september 2014].

NIFES, 2014. *Torsk (oppdrett)*. [Internett]

Available at: <http://nifes.no/art/torsk-oppdrett/>

[Funnet 4. november 2014].

Nordea, 2014. *SalMar; Company Result 27 August 2014*, Oslo: Nordea Markets.

Norges Bank, 2014a. *Inflasjon*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>

[Funnet 5. september 2014].

Norges Bank, 2014b. *Styringsrenten*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

[Funnet 5. september 2014].

Norges Bank, 2014c. *Valutakurser*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/>

[Funnet 9. desember 2014].

Norges Bank, 2014d. *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

[Funnet 15. oktober 2014].

Norges Bank, 2014e. *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

[Funnet 15. oktober 2014].

Norges sjømatråd, 2006. *Fakta om fisk og skalldyr*. [Internett]

Available at: <http://www.godfisk.no/Sjømatskolen/Fakta-om-fisk-og-skalldyr>

[Funnet 7. september 2014].

Norges sjømatråd, 2013. *aarstallspresentasjon2013_NORSK.pdf*. Tromsø, Norges sjømatråd.

Norway Royal Salmon, 2010. *Årsrapport 2009*, Trondheim: Norway Royal Salmon.

Norway Royal Salmon, 2011. *Årsrapport 2010*, Trondheim: Norway Royal Salmon.

Norway Royal Salmon, 2012. *Årsrapport 2011*, Trondheim: Norway Royal Salmon.

- Norway Royal Salmon, 2013. *Årsrapport 2012*, Trondheim: Norway Royal Salmon.
- Norway Royal Salmon, 2014. *Årsrapport 2013*, Trondheim: Norway Royal Salmon.
- NrK, 2014a. *USA fjerner straffetoll på laks*. [Internett]
Available at: <http://www.nrk.no/okonomi/usa-fjerner-straffetoll-pa-laks-1.7971019>
[Funnet 9. desember 2014].
- NrK, 2014b. *Frykter lakselusa er ute av kontroll*. [Internett]
Available at: <http://www.nrk.no/trondelag/kraftig-okning-i-lakselusbestanden-1.11904281>
[Funnet 8. september 2014].
- NYTEK-forskriften, 2011. *FOR-2011-08-16-849*. [Internett]
Available at: <http://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2011-08-16-849>
[Funnet 26. august 2014].
- Oslo Børs, 2014. *Oslo Børs Benchmark Index*. [Internett]
Available at:
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt_ticker=OSEBX&newt_menuCtx=1.6.3
[Funnet 30. oktober 2014].
- Palepu, K. G. & Healy, P. M., 2008. *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*. 4. utg. red. Mason: Cengage Learning.
- PwC, 2010. *Styreboken 2010*. [Internett]
Available at: <https://www.pwc.no/no/corporate-governance/publikasjoner/styreboken-2010.pdf>
[Funnet 15. oktober 2014].
- PwC, 2014. *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014*. [Internett]
Available at: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.jhtml>
[Funnet 21. oktober 2014].
- Regjeringen, 2013. *Havbruksnæringen*. [Internett]
Available at: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/regpubl/stmeld/2012-2013/meld-st-39-20122013/6/3/1.html?id=729388>
[Funnet 8. september 2014].
- RT, 2014. *UN warns world must produce 60 % more food by 2050 to avoid mass unrest*. [Internett]
Available at: <http://rt.com/news/world-food-security-2050-846/>
[Funnet 25. september 2014].
- SalMar, 2010. *Årsrapport 2009*, Kverva: SalMar.
- SalMar, 2011. *Årsrapport 2010*, Kverva: SalMar.
- SalMar, 2012. *Årsrapport 2011*, Kverva: SalMar.
- SalMar, 2013. *Årsrapport 2012*, Kverva: SalMar.
- SalMar, 2014a. *Årsrapport 2013*, Kverva: SalMar.

- SalMar, 2014b. *Kvartalsrapport: Første kvartal 2014*. [Internett]
Available at: <http://hugin.info/138695/R/1787757/613978.pdf>
[Funnet 5. september 2014].
- SalMar, 2014c. *Kvartalsrapport: Andre kvartal 2014*. [Internett]
Available at: <http://hugin.info/138695/R/1850976/646436.pdf>
[Funnet 25. august 2014].
- SalMar, 2014d. *Kvartalsrapport: Tredje kvartal 2014*. [Internett]
Available at: <http://hugin.info/138695/R/1872568/659353.pdf>
[Funnet 11. desember 2014].
- SalMar, 2014e. *Aksjekurs*. [Internett]
Available at: <http://www.salmar.no/Investor/Aksjeinformasjon/Aksjekurs>
[Funnet 30. oktober 2014].
- SalMar, 2014f. *Strategi & Visjon*. [Internett]
Available at: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/Strategi-og-visjon>
[Funnet 22. august 2014].
- SalMar, 2014g. *InnovaMar - fra drøm til virkelighet*. [Internett]
Available at: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/InnovaMar>
[Funnet 15. september 2014].
- SalMar, 2014h. *Havbasert fiskeoppdrett*. [Internett]
Available at:
http://classic.vitaminw.no/kunde/Salmar09/FilVedlegg/OceanFarming_rev_NO.pdf
[Funnet 16. september 2014].
- SalMar, 2014i. *SalMar - Avtale om refinansiering av kredittfasiliteter*. [Internett]
Available at:
<http://www.salmar.no/Presse/Pressemeldinger/Pressemeldingsarkiv/aHR0cDovL2N3cy5odWdpbm9ubGluZS5jb20vUy8xMzg2OTUvUFIvMjAxNDA3LzE4MTUwNzEueG1s>
[Funnet 20. oktober 2014].
- Salmon Brands, i.d.. *OM SALMA*. [Internett]
Available at: <http://www.salma.no/om-salma/hva-er-salma-laks>
[Funnet 11. september 2014].
- Sintef, 2014. *Havmerd - Lakseoppdrett til havs*. [Internett]
Available at: <http://www.sintef.no/MARINTEK/Nyheter/Havmerd--Lakseoppdrett-til-hav/>
[Funnet 10. oktober 2014].
- Sjømatalliansen, 2014. *Markedsadgang for laks, sild, makrell og reker til EU*. [Internett]
Available at: <http://www.sjomatalliansen.no/markedsadgang-for-laks-sild-makrell-og-reker-til-eu/>
[Funnet 9. desember 2014].
- SSB, 2014a. *Fiskeri, 2013*. [Internett]
Available at: <http://www.ssb.no/fiskeri>
[Funnet 14. desember 2014].

SSB, 2014b. *Konjunkturtendensene for Norge og utlandet: Norsk økonomi i moderat fart*. [Internett]

Available at: <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/norsk-okonomi-i-moderat-fart--180967>

[Funnet 5. september 2014].

SSB, 2014c. *Akvakultur, 2013, foreløpige tall*. [Internett]

Available at: <http://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2014-06-02?fane=tabell&sort=nummer&tabell=179188>

[Funnet 8. september 2014].

Thøgersen, J., 2012. *Et fleksibelt inflasjonsmål i endring*. [Internett]

Available at: <http://www.magma.no/et-fleksibelt-inflasjonsmal-i-endring>

[Funnet 9. desember 2014].

Todal, P. A., 2013. *Lakseskrek i media*. [Internett]

Available at: <http://www.dagotid.no/lakseskrek-i-media/>

[Funnet 25. september 2014].

Utenriksdepartementet, 2012. *Utenfor og innenfor: Norges avtaler med EU*, NOU 2012: 2. Oslo: Utenriksdepartementet.

Vikenco, 2011. *Økologisk laks*. [Internett]

Available at: <http://www.vikenco.no/default.aspx?menu=48&id=110>

[Funnet 14. desember 2014].

Worldometers, 2014. *Info: Verdens befolkning og ernæring*. [Internett]

Available at: <http://www.worldometers.info/no/>

[Funnet 25. september 2014].

16 Bilder

Bilde 2-1: Bilde over viser SalMars lokalitet i Kvalvika på Senja med en tillatt biomasse på 945 tonn (eget bilde)	11
Bilde 4-1: Produksjonsanlegget InnovaMar på Frøya (SalMar, 2014g)	45
Bilde 4-2: Tegning av planlagt havbasert oppdrettsanlegg (SalMar, 2014h)	47

17 Figurer

Figur 2-1: Totalt salg av atlantisk laks i Norge i perioden 1998-2013 (Fiskeridirektoratet, 2014a).....	4
Figur 2-2: Antall rømt laks (matfisk og settefisk) i perioden 2001-2014 (Fiskeridirektoratet, 2014b).....	5
Figur 2-3: Spotpris på fersk atlantisk laks fra 2004 til uke 43 2014, med trendlinje (Fish Pool, 2014a).....	6
Figur 2-4: Biomasseutvikling i norske merder i perioden 2005-2014 (Fiskeridirektoratet, 2014c).....	7
Figur 2-5: Markedsandeler for oppdrett i Norge (Marine Harvest, 2014a)	9
Figur 3-1: SalMars verdikjede.....	12
Figur 3-2: Aksjekursutvikling, 2008 til 12.12.2014 (SalMar, 2014e).....	13
Figur 3-3: SalMars aksjekurs utvikling sett i sammenheng med hovedindeksen (Oslo Børs, 2014).....	14
Figur 4-1: Rammeverk for fundamental analyse (Knivsflå, 2014a)	19
Figur 5-1: PESTEL-analyse	21
Figur 5-2: BNP-vekst land (IMF, 2014).....	23
Figur 5-3: Utvikling og anslag av KPI (Norges Bank, 2014a).....	24
Figur 5-4: Utvikling og anslag av styringsrenten (Norges Bank, 2014b)	24
Figur 5-5: Spotpris atlantisk laks 2012-2014 (Fish Pool, 2014a)	25
Figur 5-6: Valutakurser mot NOK (Norges Bank, 2014c).....	26
Figur 5-7: Porters fem krefter.....	31
Figur 5-8: Antall matfisk konsesjoner for laks og regnbueørret for årene 2003-2013 (SSB, 2014c).....	32
Figur 5-9: Utvikling i produksjonskostnad for små, mellomstore og store selskap (Fiskeridirektoratet, 2013).....	33
Figur 5-10: Relativ prisutvikling 1980-2013 (Marine Harvest, 2014a)	35
Figur 5-11: Type fôr brukt i Norge i 2008 og 2013 (Marine Harvest, 2010a) og (Marine Harvest, 2014a)	37
Figur 8-1: Månedlig samvariasjon mellom aksjeavkastningen til SalMar og OSEBX, 2008-2014.....	100
Figur 9-1: Dekkomponering ressursfordel drift	114
Figur 9-2: Dekkomponering av strategisk fordel	118
Figur 10-1: Rammeverk for enkel budsjettering (Knivsflå, 2014l)	122
Figur 12-1: Verdikonvergens over budsjettperioden.....	144
Figur 12-2: Simulering	154
Figur 12-3: Sensitivitetsanalyse	155
Figur 13-1: Rammeverk for verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodellen (Knivsflå, 2014s).....	157
Figur 13-2: EV/KG forklart ut i fra den uavhengige variabelen EBIT/KG	166

18 Tabeller

Tabell 2-1: Salg av atlantisk laks i 2013 fordelt på produkttype og land (Kontali Analyse, 2014b).....	4
Tabell 5-1: Relativ prisforskjell mellom laks og andre proteinrike dyrearter, 2013 (Marine Harvest, 2014a)	35
Tabell 5-2: Gjennomsnittlig produksjonskostnad for oppdrettselskaper i Norge i 2013 (Marine Harvest, 2014a)	37
Tabell 5-3: Største aktører i verden innenfor oppdrettsnæringen (Marine Harvest, 2014a)	40
Tabell 5-4: Utvikling i antall konsesjoner (Kontali Analyse, 2013)	40
Tabell 5-5: Konkurransforhold i oppdrettsnæringen ved hjelp av Porters fem krefter	43
Tabell 5-6: Oppsummering intern ressursbasert analyse	49
Tabell 6-1: Vekting av år fra 2009-2014T	53
Tabell 6-2: Resultatregnskap, 2008-2014T	59
Tabell 6-3: Balanseoppstilling SalMar med trailing for 2014.....	61
Tabell 6-4: Endring egenkapital	63
Tabell 6-5: Fullstendig nettoresultat til egenkapital.....	65
Tabell 6-6: Fordeling av drift- og finansposter	65
Tabell 6-7: Normale og unormale driftsrelaterte poster	68
Tabell 6-8: Normale og unormale finansrelaterte poster.....	69
Tabell 6-9: Normal og unormal skattekostnad	69
Tabell 6-10: Nettoresultat for de ulike finanspostene	70
Tabell 6-11: Driftsskattesatsen for årene 2008-2014T.....	70
Tabell 6-12: Driftsrelaterte poster etter skatt	71
Tabell 6-13: Normalisering av unormale poster.....	72
Tabell 6-14: Omgruppert resultatregnskap.....	73
Tabell 6-15: Omgruppert konsernbalanse	76
Tabell 6-16: Fra total kapital til sysselsatt kapital.....	77
Tabell 6-17: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital	77
Tabell 6-18: Kostnadsførte FoU-utgifter.....	78
Tabell 6-19: Balanseføring FoU	79
Tabell 6-20: Justering resultat	80
Tabell 6-21: Justering balanse.....	81
Tabell 6-22: Justering av resultat	81
Tabell 6-23: Justering balanse.....	81
Tabell 6-24: Justert resultat	82
Tabell 6-25: Justert konsernbalanse	83
Tabell 6-26: Utrekning av netto driftseiendeler og –driftskapital, SalMar	83
Tabell 6-27: Justert resultat bransje	84
Tabell 6-28: Justert bransjebalanse	85
Tabell 6-29: Netto driftseiendeler og –driftskapital, bransje	85
Tabell 7-1: Likviditetsgrad 1 for SalMar og bransje.....	87
Tabell 7-2: Likviditetsgrad 2 for SalMar og bransje.....	88
Tabell 7-3: Rentedekningsgrad for SalMar og bransje	90
Tabell 7-4: Fri kontantstrøm til egenkapital, SalMar	91
Tabell 7-5: Egenkapitalprosenten til SalMar og bransjen	92

Tabell 7-6: Finansieringsstruktur SalMar	93
Tabell 7-7: Finansieringsstruktur SalMar, i prosent.....	93
Tabell 7-8: Finansieringsstruktur bransje.....	93
Tabell 7-9: Finansieringsstruktur bransje, i prosent.....	93
Tabell 7-10: Netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen.....	94
Tabell 7-11: Grenseverdier for syntetisk rating (Knivsflå, 2014h).....	95
Tabell 7-12: Syntetisk rating, SalMar	96
Tabell 7-13: Syntetisk rating, bransje	96
Tabell 8-1: Risikofri rente	98
Tabell 8-2: Løpende risikopremie	101
Tabell 8-3: Egenkapitalkrav og minoritetskrav.....	102
Tabell 8-4: Finansielt gjeldskrav etter skatt	103
Tabell 8-5: Finansiell gjeldsbeta	103
Tabell 8-6: Finansielt eiendelskrav	104
Tabell 8-7: Finansiell eiendelsbeta.....	104
Tabell 8-8: Netto finansielt gjeldskrav	105
Tabell 8-9: Netto finansiell gjeldsbeta	105
Tabell 8-10: Netto driftskrav	105
Tabell 8-11: Netto driftsbeta	106
Tabell 8-12: Egenkapitalbeta	106
Tabell 8-13: Netto driftsbeta	106
Tabell 9-1: Egenkapitalrentabiliteten for SalMar og bransjen.....	107
Tabell 9-2: Strategisk fordel, SalMar	108
Tabell 9-3: Strategisk fordel, bransje	108
Tabell 9-4: Dekomponering av strategisk fordel.....	109
Tabell 9-5: Netto driftsrentabilitet.....	110
Tabell 9-6: Ressursfordel drift basert på marginfordel og omløpsfordel.....	110
Tabell 9-7: Netto driftsresultat, SalMar	111
Tabell 9-8: Netto driftsresultat bransje.....	111
Tabell 9-9: Gearingfordel drift.....	114
Tabell 9-10: Finansieringsfordel	115
Tabell 9-11: Finansieringsfordel til finansiell gjeld.....	116
Tabell 9-12: Finansieringsfordel til finansielle eiendeler	116
Tabell 9-13: Finansieringsfordel minoritet	117
Tabell 10-1: SalMar og bransjens driftsinntektsvekst.....	120
Tabell 10-2: Driftsinntektene i budsjettperioden	124
Tabell 10-3: Omløpet til netto driftseiendeler.....	125
Tabell 10-4: Netto driftseiendeler	125
Tabell 10-5: Netto driftsmargin for SalMar og bransjen.....	126
Tabell 10-6: Netto driftsresultat	127
Tabell 10-7: Finansiell gjeldsdel for SalMar og bransjen.....	128
Tabell 10-8: Finansiell eiendelsdel for SalMar og bransjen	128
Tabell 10-9: Netto finansiell gjeld i budsjettperioden.....	129
Tabell 10-10: Netto finanskostnader og – finansinntekter	130
Tabell 10-11: Minoritetsdel for SalMar og bransjen.....	130
Tabell 10-12: Minoritetsinteresser over budsjettperioden.....	130

Tabell 10-13: Netto minoritetsresultat over budsjettperioden.....	131
Tabell 10-14: Resultatregnskap.....	131
Tabell 10-15: Estimat EPS og konsensus Bloomberg.....	132
Tabell 10-16: Balanse.....	132
Tabell 10-17: Kontantstrøm	132
Tabell 11-1: Risikofri rente	134
Tabell 11-2: Syntetisk rating	134
Tabell 11-3: Finansiell gjeldsbeta	135
Tabell 11-4: Finansiell eiendelsbeta.....	135
Tabell 11-5: Netto finansiell gjeldsbeta	135
Tabell 11-6: Egenkapitalbeta	135
Tabell 11-7: Egenkapital- og minoritetskrav	136
Tabell 11-8: Finansiell gjeldskrav	136
Tabell 11-9: Finansiell eiendelskrav	136
Tabell 11-10: Netto finansiell gjeldskrav	136
Tabell 11-11: Netto driftskrav	137
Tabell 11-12: Driftsfordel	137
Tabell 12-1: Fri kontantstrøm - modellen	140
Tabell 12-2: Superprofittmodellen	141
Tabell 12-3: Fri kontantstrøm fra drift - modellen.....	142
Tabell 12-4: Superprofitt fra drift modellen.....	143
Tabell 12-5: Oppsummert første verdiestimat	143
Tabell 12-6: Verdikonvergens over budsjettperioden.....	144
Tabell 12-7: Driftsinntekstvekst i budsjettpunktet 2019 og steady state	148
Tabell 12-8: Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunktet 2019 og steady state.....	149
Tabell 12-9: Netto driftsmargin i budsjettpunktet 2019 og steady state	149
Tabell 12-10: Finansiell gjeldsdel i steady state	150
Tabell 12-11: Markedsrisikopremie	150
Tabell 12-12: Egenkapitalbeta.....	151
Tabell 12-13: Standardavvik SalMar og bransje.....	152
Tabell 12-14: Standardavvik	153
Tabell 13-1: Utestående aksjer oppdatert fra selskapenes kvartalsrapporter for 2.kvartal	160
Tabell 13-2: Ujustert P/B-forholdet til SalMar og de komparative selskapene	161
Tabell 13-3: Netto finansiell gjeldsgrad for de komparative selskapene	161
Tabell 13-4: Netto finansiell gjeldsgrad for SalMar	162
Tabell 13-5: Utrekning av bransjemultiplikator, VNDK/NDR.....	162
Tabell 13-6: EV/EBIT-forholdet for bransjen, 2014T	163
Tabell 13-7: Den uavhengige variabelen EBIT/KG.....	163
Tabell 13-8: Den avhengige variabelen EV/KG	164
Tabell 13-9: DR, NFG og MI for SalMar, 2014T	165
Tabell 13-10: Oppsummering komparativ verdivurdering	166

19 Appendix

Linear Regression

Regression Statistics

R	0,44427
R Square	0,19738
Adjusted R Square	0,18575
Standard Error	0,08084
Total Number Of Cases	71

$$A = 0,0099 + 0,7838 * B$$

ANOVA

	d.f.	SS	MS	F	p-level
Regression	1,	0,1109	0,1109	16,96835	0,0001
Residual	69,	0,45097	0,00654		
Total	70,	0,56187			

	Coefficients	Standard Error	LCL	UCL	t Stat	p-level	H0 (2%) rejected?
Intercept	0,0099	0,0099	-0,01368	0,03348	0,99969	0,32095	No
B	0,78382	0,19028	0,33064	1,23699	4,11927	0,0001	Yes
T (2%)	2,38161						

LCL - Lower value of a reliable interval (LCL)
UCL - Upper value of a reliable interval (UCL)

Appendix 1: Regresjonsanalyse SalMar vs. OSEBX, basert på månedlige observasjoner fra oktober 2008

Linear Regression

Regression Statistics

R	0,3275
R Square	0,10725
Adjusted R Square	0,09432
Standard Error	0,11566
Total Number Of Cases	71

$$A = 0,0198 + 0,7838 * B$$

ANOVA

	d.f.	SS	MS	F	p-level
Regression	1,	0,1109	0,1109	8,28961	0,00531
Residual	69,	0,92306	0,01338		
Total	70,	1,03395			

	Coefficients	Standard Error	LCL	UCL	t Stat	p-level	H0 (2%) rejected?
Intercept	0,01978	0,01416	-0,01396	0,05351	1,39632	0,16709	No
B	0,78379	0,27223	0,13545	1,43214	2,87917	0,00531	Yes
T (2%)	2,38161						

LCL - Lower value of a reliable interval (LCL)
UCL - Upper value of a reliable interval (UCL)

Appendix 2: Regresjonsanalyse Marine Harvest vs. OSEBX, basert på månedlige observasjoner fra oktober 2008

Linear Regression

Regression Statistics

R	0,32146
R Square	0,10333
Adjusted R Square	0,09034
Standard Error	0,11248
Total Number Of Cases	71

$$A = 0,0088 + 0,7466 * B$$

ANOVA

	d.f.	SS	MS	F	p-level
Regression	1,	0,10061	0,10061	7,95179	0,00627
Residual	69,	0,87301	0,01265		
Total	70,	0,97362			

	Coefficients	Standard Error	LCL	UCL	t Stat	p-level	H0 (2%) rejected?
Intercept	0,00876	0,01378	-0,02405	0,04156	0,63561	0,52713	No
B	0,74656	0,26475	0,11603	1,37708	2,81989	0,00627	Yes
T (2%)	2,38161						

LCL - Lower value of a reliable interval (LCL)
UCL - Upper value of a reliable interval (UCL)

Appendix 3: Regresjonsanalyse Cermaq vs. OSEBX, basert på månedlige observasjoner fra oktober 2008

Linear Regression

Regression Statistics

R	0,40355
R Square	0,16286
Adjusted R Square	0,15072
Standard Error	0,09493
Total Number Of Cases	71

$$A = 0,0097 + 0,8186 * B$$

ANOVA

	d.f.	SS	MS	F	p-level
Regression	1,	0,12097	0,12097	13,42309	0,00048
Residual	69,	0,62181	0,00901		
Total	70,	0,74278			

	Coefficients	Standard Error	LCL	UCL	t Stat	p-level	H0 (2%) rejected?
Intercept	0,00974	0,01163	-0,01795	0,03743	0,83775	0,40506	No
B	0,81861	0,22343	0,28647	1,35074	3,66375	0,00048	Yes
T (2%)	2,38161						

LCL - Lower value of a reliable interval (LCL)
UCL - Upper value of a reliable interval (UCL)

Appendix 4: Regresjonsanalyse Lerøy vs. OSEBX, basert på månedlige observasjoner fra oktober 2008

Linear Regression

Regression Statistics

R	0,2645
R Square	0,06996
Adjusted R Square	0,04728
Standard Error	0,12667
Total Number Of Cases	43

A = 0,0142 + 0,8474 * B

ANOVA

	d.f.	SS	MS	F	p-level
Regression	1,	0,04949	0,04949	3,08426	0,08652
Residual	41,	0,65783	0,01604		
Total	42,	0,70731			

	Coefficients	Standard Error	LCL	UCL	t Stat	p-level	H0 (2%) rejected?
Intercept	0,01424	0,01964	-0,03331	0,06179	0,72478	0,4727	No
B	0,84744	0,48254	-0,3207	2,01558	1,75621	0,08652	No

T (2%) 2,4208
 LCL - Lower value of a reliable interval (LCL)
 UCL - Upper value of a reliable interval (UCL)

Appendix 5: Regresjonsanalyse Norway Royal Salmon vs. OSEBX, basert på månedlige observasjoner fra oktober 2008