



SalMar ASA

Strategisk Regnskapsanalyse og Verdsettelse



Martin Kandola Didriksen og Christian Wiik Molund

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å beregne et estimat på verdien av egenkapitalen til SalMar ASA per 31.12.2020. Det ble benyttet fundamental verdsettelse som fremgangsmetode å finne verdierestimater, supplert med komparativ verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen ble SalMars underliggende økonomiske forhold avdekket, som videre ble benyttet til å utarbeide et fremtidsregnskap og tilhørende avkastningskrav. Verdien av selskapets egenkapital ble estimert som en *nåverdi av forventede fremtidige kontantstrømmer*.

I første del av utredningen redegjorde vi for hovedtrekkene ved SalMar og oppdrettsbransjen. Videre ble det gjennomført en strategisk analyse av selskapet der det ble avdekket at selskapets interne ressurser innenfor produksjonsteknologi, herunder InnovaMar og InnovaNor, gir opphav til mulige konkurransefortrinn. Til tross for dette er imidlertid disse ressursene imiterbare av konkurrentene og følgelig kan disse fortrinnene avta i fremtiden.

Videre ble det gjennomført en regnskapsanalyse av SalMar og bransjen bestående av MOWI, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. I risikoanalysene avdekket vi at aktørene i bransjen har god soliditet og liten likviditetsrisiko. Funnene ble benyttet til å beregne passende avkastningskrav i henhold til oppnådd syntetisk rating. Deretter ble SalMars lønnsomhet analysert og den strategiske fordelene avdekket under den strategiske analysen, kvantifisert. Lønnsomhetsanalysen avdekket høy historisk lønnsomhet, der interne ressurser og driftsforhold felles for bransjen, utgjorde anslagsvis halvparten hver av superrentabiliteten.

I siste del av utredningen ble det utarbeidet fremtidsregnskap -og krav basert på innsikten som ble avdekket fra de foregående kapitlene. Dette ble fundamentet for verdsettelsen hvor det ble benyttet tre ulike metoder og en sekvensiell konvergeringsprosess som ga et felles verdierestimater. Deretter ble usikkerhetsaspektet ved verdierestimater belyst ved hjelp av simulering og sensitivitetsanalyser. Til slutt ble verdierestimater fra den fundamentale verdsettelsen og verdierestimater fra den komparative verdsettelsen vektet for å estimere verdien på SalMars egenkapital.

Resultatet ble en handlingsstrategi med et endelig verdierestimater på 580,98 NOK per aksje i SalMar, som danner grunnlaget for en kjøps-anbefaling.

Forord

Utredningen om SalMar er skrevet som en avsluttende del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Begge forfatterne av utredningen har finansiell økonomi som hovedprofil, med en støtteprofil innen økonomisk styring. I tillegg har begge en over gjennomsnittlig interesse for oppdrettsnæringen. Følgelig ble en oppgave i verdsettelse av SalMar, der vi får kombinert vår kompetanse innen finans og økonomisk styring et naturlig valg av tema.

I utredningen benyttes hovedsakelig rammeverket som presenteres i kurset *Verdsettelse* av professor Kjell Henry Knivsflå. Videre har vi supplert med innsikt fra *Verdsettelse* og *Regnskapsanalyse* som undervises av professor Finn Kinserdal. Følgelig har vi forsøkt å kombinere en teoretisk tilnærming fra Knivsflå med modifisert innsikt fra Kinserdal.

Utredningen har gitt oss dypere og mer helhetlig innsikt innenfor økonomi ettersom en verdsettelse fordrer omfattende kompetanse innenfor finans, regnskap, og strategi. Arbeidet har vært lærerikt og vi har i tillegg fått innsikt i kanskje Norges viktigste eksportnæring i fremtiden.

Avslutningsvis ønsker vi å takke alle våre nære relasjoner for tålmodighet og vår veileder, Øystein Gjerde for innsiktsfulle innspill -og tilbakemeldinger underveis i prosessen, til tross for en pågående pandemi.

Bergen, Trondheim, juni 2021



Martin Kandola Didriksen



Christian Wiik Molund

Innhold

Sammendrag	1
Forord	2
Figurliste.....	8
1 Introduksjon	10
1.1 Motivasjon	10
1.2 Målsetting	11
1.3 Avgrensning.....	11
1.4 Struktur	12
2 Presentasjon av oppdrettsbransjen og SalMar	14
2.1 SalMar ASA.....	14
2.1.1 Strategi/visjon	15
2.1.2 Eierkonstellasjon	15
2.2 Oversikt over Bransjen.....	16
2.2.1 Historisk utvikling	16
2.2.2 Produksjonssyklusen	17
2.2.3 Dagens oppdrettsnæring	18
2.2.4 Kostnadsdrivere	20
2.2.5 Laksepris	22
2.3 Komparative Selskap	23
2.3.1 Mowi ASA	24
2.3.2 Grieg Seafood ASA	24
2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA	24
2.3.4 Norway Royal Salmon ASA	25
2.4 SalMar sammenlignet med bransjeutvalget	25
2.4.1 Markedsutvikling	25
2.4.2 Finansiell stilling og lønnsomhet	26
2.4.3 Lokalisering	26
3 Verdsettelsesmetoder	27
3.1 Oversikt over ulike Verdsettelsesteknikker.....	27
3.1.1 Fundamental verdsettelse	27
3.1.2 Komparativ verdivurdering	28
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	30
3.2 Valg av Verdsettelsesmetode	30
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	31
4 Strategisk analyse.....	33
4.1 Ekstern analyse	33

4.1.1	PESTEL-analyse	33
4.1.2	Porters fem krefter	42
4.1.3	Oppsummering Ekstern analyse	48
4.2	Intern Analyse	48
4.2.1	SVIMA- Analyse	48
4.3	SWOT – Analyse	53
5	Regnskapsanalyse	55
5.1	Tidshorisont for analyse av regnskapet	55
5.2	Detaljnivå og avgrensninger	57
5.3	Historiske resultatregnskap	58
5.4	Omgruppering av regnskapet	60
5.5	Omgruppering – skillet mellom driftsrelatert og finansielt	61
5.5.1	Omgruppering av resultatregnskapet for investororientert analyse	61
5.5.2	Omgruppering av balanseoppstillingen for investororientert analyse	67
5.5.3	Driftsrelaterte eiendeler	68
5.5.4	Omløpsmidler	70
5.5.5	Gjeld	70
5.5.6	Omgruppering til sysselsatt kapital	72
5.5.7	Omgruppering til netto driftskapital	73
5.5.8	Omgruppering av kontantstrøm	74
5.5.9	Analyse av målefeil og justeringer	74
5.6	Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse	79
5.7	Rammeverk for forholdstallanalyse	81
6	Analyse av risiko	82
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse	83
6.1.1	Likviditetsgrad 1	83
6.1.2	Finansiell likviditetsgrad	85
6.1.3	Rentedekningsgrad	86
6.1.4	Covenants – Gjeldsdekning i framtiden	87
6.2	Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse	88
6.2.1	Egenkapitalandel	88
6.2.2	Robustheten av Egenkapitalen	90
6.2.3	Netto driftsrentabilitet	92
6.2.4	Kapitalstruktur	93
6.3	Oppsummering av risiko – Syntetisk rating	93
7	Avkastningskrav	97
7.1	Teori for Avkastningskrav	97
7.2	Egenkapitalkrav	98

7.2.1	Risikofri rente	98
7.2.2	Markedets risikopremie	99
7.2.3	Egenkapitalbeta	100
7.2.4	Likviditetspremie	102
7.2.5	Utrekning av egenkapitalkrav	103
7.2.6	Minoritetskrav	103
7.3	Krav til netto finansiell gjeld	104
7.3.1	Finansielt gjeldskrav	104
7.3.2	Finansielt eiendelskrav	105
7.3.3	Netto finansielt gjeldskrav	106
7.4	Beta til netto finansiell gjeld	106
7.4.1	Finansiell gjeldsbeta	107
7.4.2	Finansiell eiendelsbeta	108
7.5	Netto finansiell gjeldsbeta.....	108
7.6	Selskapskrav	109
7.6.1	Netto driftsbeta	110
8	Analyse av Lønnsomhet og Strategisk fordel	111
8.1	Strategisk fordel - Egenkapitalrentabilitet.....	111
8.2	Analyse av superrentabilitet.....	114
8.3	Driftsfordel.....	115
8.3.1	Strategisk fordel drift	116
8.3.2	Common size-analyse	120
8.3.3	Omløpsfordel	123
8.4	Gearingfordel drift	127
8.5	Oppsummering samlet driftsfordel	128
8.6	Finansieringsfordel	128
8.6.1	Finansieringsfordel - Netto finansiell gjeld	129
8.6.2	Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler	129
8.6.3	Finansieringsfordel - Minoritet	130
8.6.4	Oppsummering av finansieringsfordel	130
8.7	Oppsummering av Strategisk fordel.....	131
9	Fremtidsregnskapet	133
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskapet	133
9.2	Budsjetthorisont	134
9.3	Budsjettering av fremtidige drivere	134
9.3.1	Driftsinntektsvekst	135
9.3.2	Omløpshastighet Netto Driftseiendeler	145
9.3.3	Netto driftsmargin og Netto driftsresultat	147

9.3.4	Netto finansiell gjeld	149
9.3.5	Finansiell gjeldsdel	150
9.3.6	Finansiell eiendelsdel	150
9.3.7	Netto finanskostnad	151
9.3.8	Minoritetsinteresser	152
9.3.9	Netto minoritetsresultat	153
9.4	Presentasjon av fremtidig resultatregnskap, balanse, og kontantstrøm	154
9.4.1	Fremtidig resultatregnskap	154
9.4.2	Fremtidig balanseoppstilling	154
9.4.3	Fremtidig kontantstrømoppstilling	155
10	Fremtidskrav	156
10.1	Krav til egenkapital og minoritet	156
10.1.1	Risikofri rente	156
10.1.2	Markedets risikopremie	157
10.1.3	Egenkapitalbeta	158
10.1.4	Illikviditetspremie	158
10.1.5	Egenkapitalkrav og minoritetskrav	158
10.2	Finansielle krav	159
10.2.1	Fremtidig syntetisk rating	159
10.2.2	Finansielt gjeldskrav	160
10.2.3	Finansielt eiendelskrav	160
10.2.4	Netto finansielt gjeldskrav	160
10.3	Beta til netto finansiell gjeld	161
10.4	Fremtidig netto driftskrav	162
10.5	Fremtidig strategisk fordel	162
11	Fundamental Verdsettelse	164
11.1	Egenkapitalmetoden.....	165
11.1.1	Utbyttmodellen	165
11.1.2	Fri kontantstrømmodellen	165
11.1.3	Superprofittmodellen	166
11.1.4	Superprofittvekstmodellen	166
11.2	Selskapskapitalmetoden	166
11.2.1	Sysselsatt kapitalmetoden	167
11.2.2	Netto driftskapitalmetoden	167
11.3	Første verdiestimat	167
11.3.1	Verdsettelse – Egenkapitalmetoden	168
11.3.2	Verdsettelse – Netto Driftskapitalmetoden	168
11.3.3	Verdsettelse – Sysselsatt kapitalmetoden	169

11.3.4	Oppsummering av første verdiestimat	170
11.4	Konvergering av verdiestimater	171
11.5	Usikkerhet ved verdiestimatet	172
11.5.1	Sannsynlighet for konkurs	172
11.5.2	Kvalitetssikring av sannsynlighet for konkurs	173
11.5.3	Simuleringsanalyse	176
11.5.4	Sensitivitetsanalyse	181
11.6	Oppsummering av fundamental verdsettelse	183
12	Komparativ Verdsettelse	184
12.1	Multiplikatorer	184
12.1.1	Pris/Bok (P/B)	184
12.1.2	Pris/Fortjeneste (P/E)	185
12.1.3	EV/EBIT	185
12.1.4	EV/EBITDA	186
12.1.5	EV/Volum	186
12.2	Komparative verdiestimater	186
12.2.1	Verdiestimat med Pris/Bok Multiippel	187
12.2.2	Verdiestimat med Pris/Fortjeneste multiippel	188
12.2.3	Verdiestimat med EV/EBITDA multiippel	189
12.2.4	Verdiestimat med EV/EBIT multiippel	190
12.2.5	Verdiestimat med EV/Volum	190
12.3	Oppsummering av Komparativ verdsettelse	191
13	Oppsummering og handlingsstrategi	194
13.1	Oppsummering	194
13.2	Handlingsstrategi	195
	Litteraturliste:	198
	Appendiks	204

Figurliste

Figur 2-1: Årlig global produksjon av Atlantisk laks fra 2000 til 2020, 1 000 tonn GWE (Kontali, 2021)	17
Figur 2-2: Produksjonsprosessen (Mowi, 2020a)	18
Figur 2-3: De 10 største eksportmarkedene for sjømat i 2020, jan 2021(Norges Sjømatråd, 2021)	19
Figur 2-4: Største eksportmarkeder 2019-2021(Norges Sjømatråd, 2021).....	19
Figur 2-5: Oversikt over største aktører i oppdrettsnæringen i Norge i 2019.....	20
Figur 2-6: Kostnadsfordeling for produksjonskostnad per kilo produsert Atlantisk laks i Norge (Kontali, 2020).....	21
Figur 2-7: Utvikling i estimerte produksjonskostnader for ulike regioner (Kontali, 2020). *Produksjonskostnader inkludert pakking og slaktning.....	22
Figur 2-8: Lakseprisen 2006-2021 (NASDAQ, 2021)	23
Figur 2-9: Markedsutvikling for SalMar og bransjeutvalget 2017-2020 (Oslo Børs)	26
Figur 3-1: Struktur som benyttes for fundamental verdsettelse av SalMar	32
Figur 4-1: Trafikklyssystemet illustrert (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020).....	34
Figur 4-2: Valutakurser NOK 2006-2021	36
Figur 4-3: Styringsrenten 2014-2021	37
Figur 4-4: Miljømessig påvirkningen til forskjellige proteinkilder (Mowi, 2020a)	40
Figur 4-5: Porters fem krefter.....	42
Figur 4-6: Oppsummering av strategisk analyse ved bruk av SWOT	53
Figur 5-1: Utvikling i Operasjonell EBIT for norske, børsnoterte oppdrettere i perioden 2010-2020	56
Figur 5-2: Del 1: Klassifisering av rapporterte balanseposter til analytisk balanse.....	68
Figur 5-3: Del 2: Omgruppering av balanse til sysselsatt kapital	72
Figur 5-4: Omgruppering av balanse til netto driftskapital.....	73
Figur 5-5: Ulike målemetoder under IFRS16 (Kinserdal, 2020e)	75
Figur 6-1: Likviditetsgrad 1, SalMar mot bransjen, 2014-2020.....	84
Figur 6-2: Finansiell likviditetsgrad SalMar mot bransjen, 2014-2020.....	85
Figur 6-3: Rentedekningsgrad SalMar mot bransjen, 2014-2020.....	87
Figur 6-4: Egenkapitalandel SalMar mot bransjen 2014-2020.....	89
Figur 6-5: Immaterielle eiendeler som andel av egenkapital.....	90
Figur 6-6: Immaterielle eiendeler som andel av egenkapitalen, SalMar mot bransjen, 2014-2020.....	91
Figur 6-7: Netto driftsrentabilitet SalMar mot bransjen, 2014-2020	92
Figur 7-1: Regresjonsanalyse - Historisk avkastning SalMar og OSEBX.....	101
Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet SalMar mot bransjen, 2014-2020	113
Figur 8-2: Egenkapitalrentabilitet SalMar mot bransjen, 2014-2020	113
Figur 8-3: Dekkomponering av Strategisk Fordel SalMar 2014-2020	114
Figur 8-4 Rammeverk for strategisk lønnsomhetsanalyse (Knivsflå, 2021)	115
Figur 8-5: Ressursfordel SalMar mot bransjen 2014-2020.....	118
Figur 8-6: Netto driftsmargin SalMar mot bransjen 2014-2020.....	120
Figur 8-7: Utvikling av varekostnader som en andel av driftsinntekter, SalMar mot bransjen, 2014-2020	121
Figur 8-8: Utvikling av andre driftskostnader som andel av driftsinntekter, SalMar mot bransjen 2014-2020 ..	122

Figur 8-9: Omløpshastighet Netto Driftseiendeler, SalMar mot bransjen 2014-2020.....	124
Figur 8-10: Driftsinntekter per kilo slaktet laks, SalMar mot bransjen 2014-2020.....	125
Figur 8-11: Effektivitetsfordel, antall kilo slaktet laks per krone investert, 2014-2020	126
Figur 8-12: Oppsummering av Strategisk Fordel SalMar mot bransjen 2014-2020	132
Figur 9-1: Historisk utvikling i vekst i driftsinntekter SalMar mot bransjen 2014-2020	136
Figur 9-2: Omløpshastigheten til Netto Driftseiendeler SalMar mot bransjen, 2014-2020.....	146
Figur 11-1: Oppsummering av konvergeringsprosessen for SalMar	171
Figur 11-2: Fordelingen til Monte Carlo simuleringen	179
Figur 11-3: Oppsidepotensialet.....	180
Figur 11-4: Nedsiderisikoen.....	181
Figur 11-5: Tornadoanalyse av viktige faktorer.....	182
Figur 13-1: Oppsummering av handlingsstrategi for SalMar per 31.12.2020.....	197

1 Introduksjon

Innledningsvis vil vår motivasjon for valg av tema og verdsettelsesobjekt introduseres. Deretter vil målsetningen for utredningen presenteres, før utredningens struktur og avgrensninger presenteres avslutningsvis.

1.1 Motivasjon

Gjennom studietiden på Norges Handelshøyskole har vår faginteressene utelukkende relatert seg mot finansiell økonomi og prising i aksjemarkedet. Med dette som utgangspunkt har vår hovedprofil vært innen finansiell økonomi med en støtteprofil innen økonomisk styring med mål om å øke vår kompetanse innen verdsettelse av selskaper. Støtteprofilen i økonomisk styring og spesielt kursene innen verdsettelse og regnskapsanalyse har gitt oss en dypere forståelse av underliggende verdidrivere i et selskap. En utredning innen verdsettelse mener vi vil være nyttig til arbeidslivet ettersom utredningen kombinerer strategi, finans og regnskap. I tillegg ønsket vi å bedre vår forståelse innen regnskap og følgelig ble en utredning innen verdsettelse et naturlig valg.

Oppdrettsnæringen ble et naturlig førstevalg for masterutredningen. Sektoren har i løpet av de siste årene hatt en betydelig utvikling innen både eksportverdi, omfang og produksjonsteknologi. I tillegg er sektoren en spennende næring for framtiden, som vil være å en viktig bærekraftig kilde til protein, både for Norge og den økende globale befolkningen. Sektoren har spesielt i løpet av de siste årene fått mye omtale, mye som et resultat av superprofitter og inntredenen av innovative prosjekter for både hav -og landbasert oppdrett. Vi mener bransjen utvilsomt vil være viktig for Norge i fremtiden og følgelig ønsket vi å fordype oss i sektoren.

Valget av selskap, SalMar, var et resultat av selskapets ledende fokus på lønnsomhet og nye prosjekter. SalMar gjennom de siste årene oppnådd de høyeste marginene av børsnoterte oppdrettsselskaper, både i opp –og nedgangsperioder, til tross for sektorens sykliske svingninger i laksepris. Følgelig ønsket vi å undersøke hva som er årsaken til at SalMar er ledende innen lønnsomhet og produksjonsteknologi.

1.2 Målsetting

Utredningens målsetting er å beregne et samlet verdiestimat for SalMars egenkapital og med en tilhørende aksjekurs per 31.12.2020. Verdiestimatene beregnes ved hjelp av fundamental verdsettelse, basert på underliggende økonomiske forhold. Formålet er å undersøke hvorvidt det foreligger verdier i selskapet som ikke reflekteres gjennom markedets prising av egenkapitalen. Avslutningsvis vil vårt verdiestimat sammenlignes med markedsverdien av egenkapitalen per 31.12.2020 og det vil utarbeides en handlingsstrategi basert på dette.

1.3 Avgrensning

Under utredningen har vi måtte fattet flere avgrensninger som et resultat av tilgang på informasjon og hensyn til tidsbruk. Først og fremst finnes det mange metoder for å verdsette et selskap og mye tilgjengelig litteratur som omhandler temaet. Vi har i denne utredningen fokusert hovedsakelig på fundamental verdsettelse som tar utgangspunkt i selskapets underliggende økonomiske tilstand. For å supplere metoden, benyttet vi også komparativ verdsettelse for å underbygge vårt fundamentale verdiestimat.

Videre begrenses utredningen til å omhandle hovedsakelig offentlig informasjon. Kildene til informasjon har vært selskapenes årsrapporter, publikasjoner og faglitteratur innen verdsettelse for relevante temaer. For noen analyser har vi benyttet datagrunnlag og innsikt fra Kontali, et verdensledende og uavhengig analyseselskap som i over 25 år analysert oppdrettssektoren globalt. Mesteparten av datagrunnlaget finnes offentlig og benyttes i årsrapportene for alle store oppdrettsaktører

Avgrensningen av bransjen i utredningen er først og fremst geografisk avgrenset til Norge. I tillegg benytter vi selskaper som er notert på Oslo Børs ettersom dette gir et godt sammenligningsgrunnlag til SalMar.

Avslutningsvis er utredningen begrenset til siste nyeste informasjon. Under utarbeidelsen har dette vært SalMars årsrapport for 2020. Følgelig avgrenses utredningens kvantitativt til årsrapporten 2020 og dermed er vår verdsettelsesdato for utredningen er 31.12.2020.

1.4 Struktur

Strukturen som benyttes i utredningen følger i stor grad rammeverket som presenteres i kurset *Verdsettelse* ved Norges Handelshøyskole, undervist av professor Kjell Henry Knivsflå. Tilhørende formler og terminologi i henhold til rammeverket vil benyttes. I tillegg vil denne strukturen tilføres innsikt og analyser fra kursene *Verdivurdering med regnskapsanalyse* og *Regnskapsanalyse* fra Norges Handelshøyskole, undervist av professor Finn Kinserdal. Utredningen struktureres inn i fem hoveddeler.

Første hoveddel består av kapittel 2,3 og 4. Kapittel 2 gir en introduksjon til oppdrettsnæringen, SalMar og de valgte komparative selskapene som vil utgjøre bransjen gjennom utredningen. Kapittel 3 gir en innføring i verdsettelsesmetoder og begrunnede valg for de teknikkene som vil bli benyttet senere i utredningen. Siste kapittel i første hoveddel, kapittel 4, består av en strategisk analyse som vurderer SalMars interne -og eksterne ressurser.

Andre hoveddel omhandler kapittel 5,6,7 og 8. I kapittel gjennomføres det en regnskapsanalyse basert på historiske rapporterte årsregnskaper. Først blir regnskapene omgruppert til en analytisk balanse og resultatregnskapene normalisert for å identifisere selskapets underliggende inntjening. Under kapittel 6 gjennomføres det en risikoanalyse relatert til selskapets soliditet og likviditet med formål om å gi selskapet en syntetisk rating basert på dette. I kapittel 7 beregnes avkastningskrav basert på funnene som ble avdekket under regnskapsanalysen og risikoanalysen. I kapittel 8 gjennomføres det en strategisk lønnsomhetsanalyse for å undersøke hvorvidt SalMar har noen strategiske fordeler og de underliggende årsakene til disse.

Den tredje hoveddelen består av fremtidsbalansen -og kravene som utgjør kapittel 9 og 10. Under kapittel 9 utarbeides det en prognose om SalMars fremtidsutvikling for en eksplisitt prognoseperiode. I kapittel 10 beregnes fremtidskrav for selskapet som benyttes videre i utredningen.

Fjerde hoveddel består av kapittel 11 og 12, som tar for seg fundamental verdsettelse av selskapet ved egenkapital -og selskapskapitalmetoden. Videre suppleres den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse. Avslutningsvis gjennomføres det en usikkerhetsanalyse med simulering og scenarier for å belyse usikkerheten i verdierestimater.

Femte og siste hoveddel omhandler kapittel 13 hvor utredningens hovedfunn oppsummeres. Til slutt vil utredningens konklusjon presenteres i form av en handlingsstrategi for SalMar.

2 Presentasjon av oppdrettsbransjen og SalMar

Innledningsvis vil først SalMar presenteres. Deretter vil norsk oppdrettsnæring og et bransjeutvalg bestående av SalMars komparative selskaper presenteres. Det å ha et innblikk i selskapet og bransjen er nødvendig for å forstå dynamikken i næringen og for å kunne gjennomføre den strategiske analysen som kommer i kapittel 4.

2.1 SalMar ASA

SalMar ble grunnlagt i begynnelsen av 1991 og er i dag verdens tredje største produsent av atlantisk laks. Det hele startet med et oppkjøp av et konkursbo bestående av en konsesjon for oppdrett, samt et slaktings- og bearbeidingsanlegg. Selskapet har opplevd en enorm vekst siden oppstarten, og er i dag et helintegrert oppdrettskonsern, med egen produksjon som omhandler alt fra produksjon av rogn/stamfisk til salg av ferdig produkt (SalMar, 2019). Dette innebærer at de har kontroll på kvaliteten i alle produksjonsledd, og følgelig innføre tiltak som reduserer kostnader eller fremmer selve produktet.

SalMar er i dag et internasjonalt konsern med 100 konsesjoner for oppdrett i Norge i tillegg til betydelig eierinteresser i Storbritannia og Island. Siden år 2000 har selskapet økt totalt slaktet volum fra 11 000 tonn til 159 800 tonn i 2020 (SalMar, 2020a). Selskapet har foruten noen enkelte år med nedgang, opplevd en kontinuerlig vekst gjennom dette tidsrommet, hvor produksjonsvolumet i 2019 er det største siden oppstarten. SalMar har gått fra å ha 25 ansatte i 1991 til totalt 1700 i 2020, noe som indikerer den utrolige utviklingen selskapet har gått gjennom.

Selskapet deler virksomheten inn i fire ulike segmenter, henholdsvis Icelandic Salmon, Oppdrett Midt-Norge, Oppdrett Nord-Norge og prosessering og salg. I første kvartal 2019 økte SalMar sin eierandel i Icelandic Salmon til over 50% og har blitt behandlet som et eget segment siden 1. februar i samme år (SalMar, 2019). Dette er Islands største produsent av laks og selskapet er en helintegrert lakseoppdretter med egne smoltanlegg, sjølokaliteter, slakteanlegg og salgsapparat. Oppdrettsnæringen på Island er fortsatt i en tidlig fase, men de har gjennom 2020 sett en betydelig bedring både biologisk og økonomisk sammenlignet med tidligere år.

2.1.1 Strategi/visjon

SalMars hovedfokus er å være den mest kostnadseffektive produsenten av laks med høy etisk standard på dyrehold. Selskapet satser på konsentrasjon av den marine produksjonen ved å ha større lokaliteter med riktig kapasitet og bæreevne (SalMar, 2020a). Videre har SalMar som mål være en drivkraft for bærekraftig vekst i den globale oppdrettsnæringen. Selskapet har i de siste årene investert betydelig innen bearbeiding, der formålet er å øke bearbeidingsgraden (SalMar, 2020a). En økt mengde bearbeidede produkter vil kunne redusere kostnader knyttet til transport og energiforbruk. En viktig faktor for å kunne oppfylle SalMars mål var ferdigstillelsen av InnovaMar i 2011. Dette er omtalt som verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for slakting og bearbeiding av laks. I 2019 startet også byggingen av et nytt slakteri- og videreforedlingsanlegg i Nord-Norge, InnovaNor. Et anlegg som skal ta hånd om slaktevolumet i segment Nord-Norge. InnovaNor skal stå ferdig til sommeren 2021, og vil kunne gi samme ringvirkninger som InnovaMar, med fleksibilitet til å slakte fisken på biologiske betingelser og en enda mer optimalisert logistikk (SalMar, 2020a).

Havbasert oppdrett har blitt en viktig del av SalMars strategi for å utvide produksjonen de neste årene (SalMar, 2020b). I 2016 ble SalMar, som første selskap, tildelt åtte utviklings-tillatelser for havbasert oppdrett. Disse konsesjonene muliggjorde utviklingen av havmerden Ocean Farm 1, verdens første oppdrettsanlegg til havs. Havmerden er skapt under selskapet Ocean Farming AS, et selskap som tilhører SalMar-konsernet og som er etablert for å utvikle havbasert lakseoppdrett (SalMar, 2020c). I 2019 ble SalMar tildelt ytterligere åtte utviklingskonsesjoner for offshorekonseptet Smart Fish Farm. De fikk også konvertert de åtte konsesjonene for Ocean Farm 1 i 2020, noe som befester selskapets ledende posisjon innenfor havbasert oppdrett (SalMar 2020b).

2.1.2 Eierkonstellasjon

SalMar ASA har en hovedaksjonær, Kverva AS som har en eierandel på 52,46%. Ettersom Kverva har aksjemajoritet i selskapet, har selskapet stor innflytelse på hvordan SalMar skal operere. Kverva styres av SalMars grunnlegger Gustav Witzøe og hans sønn Gustav Magnar Witzøe. Gustav Witzøe har også stilling som konsernsjef i SalMar (SalMar, 2020a). Videre holder Folketrygdfondet den neste største aksjeposten med 6,42%. SalMars 20 største aksjonær holder til sammen 75,12% av selskapets aksjer, mens resten er fordelt på resterende aksjonærer.

2.2 Oversikt over Bransjen

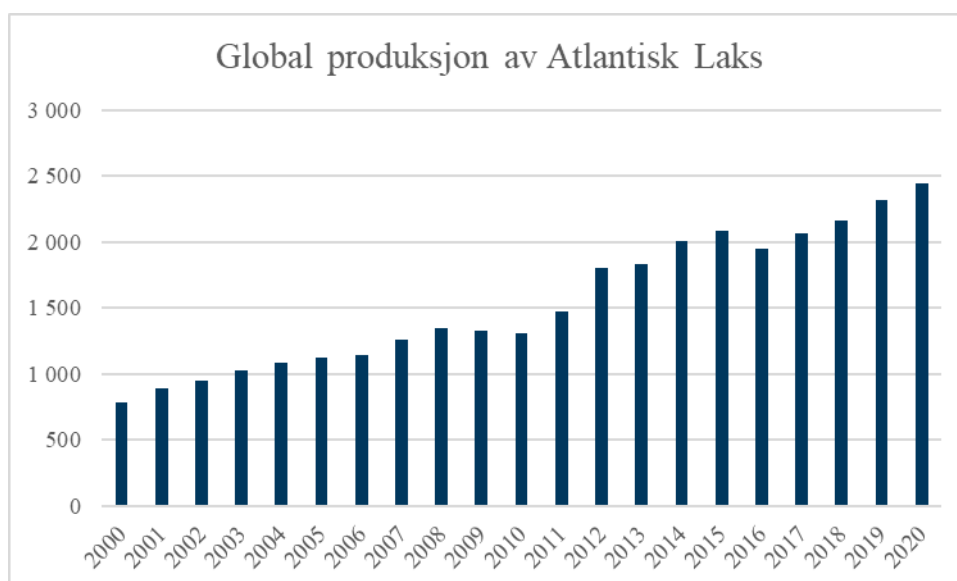
Innledningsvis i dette delkapittelet vil oppdrettsbransjens historiske utvikling presenteres, før vi går inn på produksjonssyklusen. Videre presenteres en oversikt over dagens oppdrettsbransje med største eksportmarkeder og aktører, med de viktigste kostnadsdriverne. Avslutningsvis diskuteres utviklingen i laksepriser.

2.2.1 Historisk utvikling

Norge har med sin unike natur og lange kystlinje gode forutsetninger for produksjon av oppdrettslaks i sjø. Her er det for eksempel dype fjorder, gode strømforhold og oksygenrikt vann med egnet temperatur. Næringen har helt siden 1970-tallet utviklet seg vesentlig både innenfor verdiskaping og produksjon. Det er blitt gjort store teknologiske fremskritt samtidig som det også har skjedd store regulatoriske endringer (NOU 2019: 18, 2019).

I løpet av 1960-tallet ble det gjennomført flere forsøk på oppdrett av fisk, men det var ikke før på 1970-tallet det virkelige gjennombruddet kom. En rekke nye anlegg ble deretter startet opp i raskt tempo, samtidig som produksjonen mangedoblet seg i løpet av tiåret. Overgang fra land til sjø, fra ørret til laks og nytt rekrutteringsmønster blir sett på som noen av hovedgrunnene til den økte lønnsomheten. (Solheim, 2015). I 1973 vedtok stortinget en konsesjonslov for oppdrettsnæringen med hensikt å regulere utviklingen i næringen slik at den skulle styrke norske kyst- og fjordsamfunn og forhindre at det skulle bli en næring for industrigiganter. Denne loven ga myndighetene mandat til å stille krav om kvalitet og sunnhet til anleggene (Solheim, 2015). Det ble derfor utdelt kun en konsesjon per selskap. I 1999 passerte førstehåndsverdien fra oppdrettsnæringen for første gang førstehåndsverdien fra tradisjonelt fiske (Steinset, 2017). En verdi som forteller hvor mye oppdretteren får ved salg av frossen eller uforedlet fersk fisk.

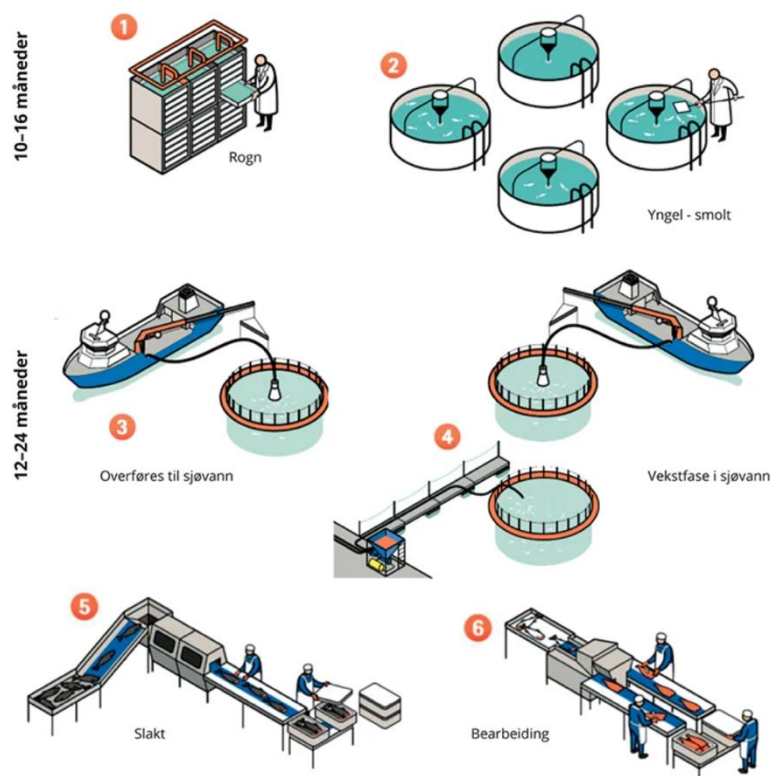
Figur 2-1 på neste side viser utviklingen i den totale produksjonen av atlantisk laks på verdensbasis siden år 2000. Det globale tilbudet av atlantisk laks har steget med 478% siden 1995 med en gjennomsnittlig årlig vekstrate på 8%. Den årlige veksten har derimot blitt noe redusert det siste tiåret, noe som skyldes at bransjen har nådd et produksjonsnivå som blir begrenset av biologiske utfordringer (Mowi, 2020a). Særlig har utfordringen med lakselus ført til at det i perioder ble utdelt færre tillatelser.



Figur 2-1: Årlig global produksjon av Atlantisk laks fra 2000 til 2020, 1 000 tonn GWE (Kontali, 2021)

2.2.2 Produksjonssyklusen

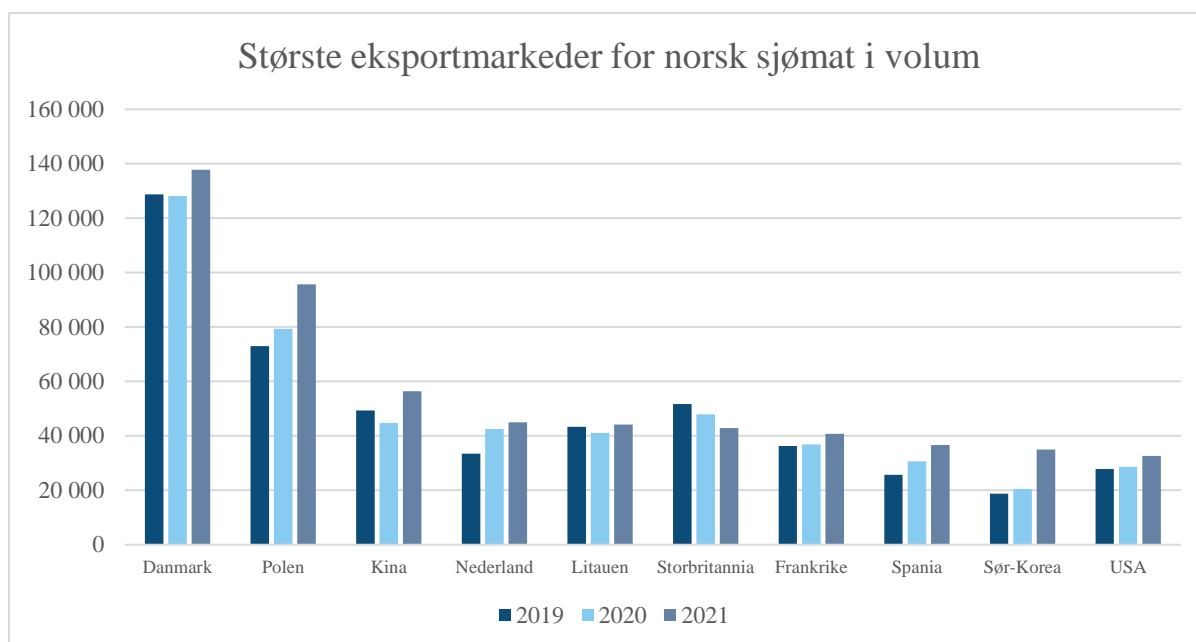
Den totale produksjonen av en oppdrettslaks frem til slakteferdig fisk tar omlag 2-3 år. Prosessen starter med at egg fra stamfisk befruktes. Dette er fisk med spesielt ønskede genetiske egenskaper. Disse eggene klekkes 8-10 uker etter befruktning og etter videre 8 uker er yngelen klar for startfôring i egne tanker på land (Teknologirådet, 2012). Det tar normalt 8 til 18 måneder i ferskvann for å få frem en smolt på cirka 100 gram og som dermed er klar til å gå i sjøvann. I dag satses det også i større grad på produksjon av stor smolt som veier mellom 250-500 gram, og som sikrer en jevn produksjon gjennom året. Neste steg i produksjonssyklusen er å sette ut smolten i oppdrettsmerder i sjøvann når den har nådd optimal størrelse. Denne fasen blir omtalt som sjøfasen, og her vokser den til ønsket størrelse før den slaktes. Nøkkelen til å opprettholde god vekst og helse er å holde miljøforholdene tilfredsstillende gjennom hele prosessen. Her er det viktig med friskt og oksygenrikt vann og forskjellige vanntemperatur, saltholdighet og lys til ulike faser av livssyklusen. Når fisken har vokst til ønsket størrelse hentes den fra merdene i sjøen og fraktes deretter med brønnbåt til et slakteanlegg. Der blir den bedøvet før den slaktes, sløyes og pakkes i is eller fryses. Det meste av fisken vil deretter eksporteres. Første fase av produksjonssyklusen som varer til smolten settes i sjøen kalles settefiskproduksjon, mens de videre fasene blir omtalt som matfiskproduksjon (NOU 2019: 18, 2019). Figur 2-2 illustrerer hele denne prosessen.



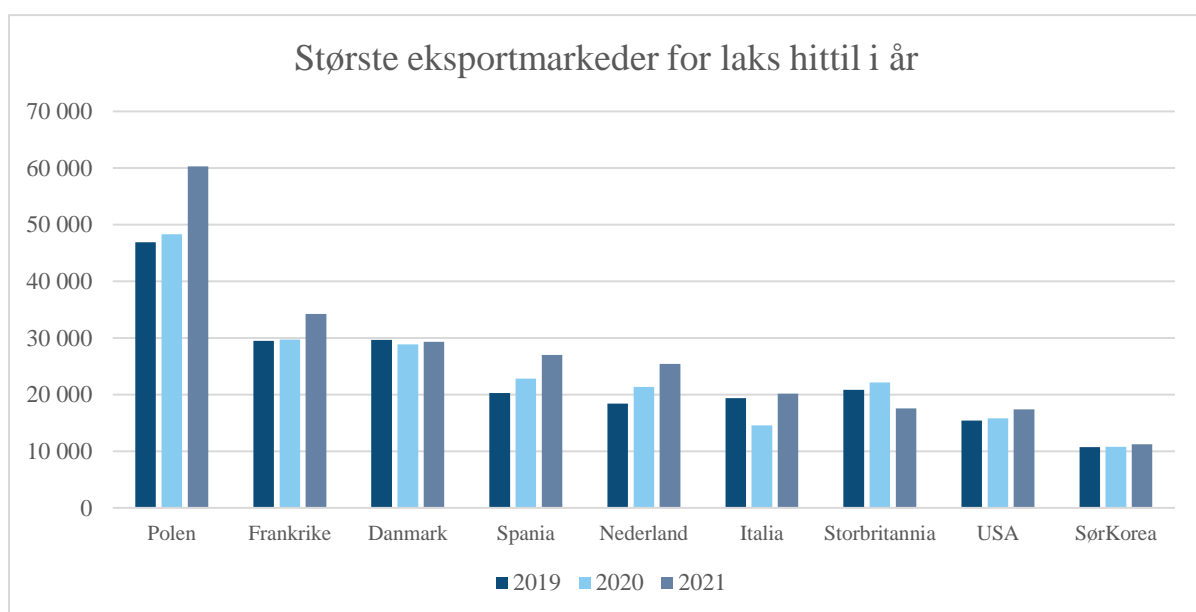
Figur 2-2: Produksjonsprosessen (Mowi, 2020a)

2.2.3 Dagens oppdrettsnæring

Den norske oppdrettsnæringen består i hovedsak av oppdrett av laks og regnbueørret. Disse artene sto i 2018 for 99,6% av alt havbruk i Norge (NOU 2019: 18, 2019). I dag eksporteres 95% av all norsk laks. Fisk er i dag den tredje viktigste eksportvaren målt i kroner etter råolje og naturgass, med en totalverdi på 104 milliarder kroner i 2019 (SSB, 2020a). Norsk fisk blir eksportert til omlag 140 land, med EU som det største markedet. Figur 2-3 viser en oversikt over de enkeltlandene som det har blitt eksport mest sjømat til. Polen og Danmark er de to største enkeltmarkedene, to land som karakteriseres som typiske videreformidlingsmarkeder. Dette betyr at mesteparten av fisken som sendes til disse landene ikke blir konsumert der, men videreføres før den blir sendt videre til endelige destinasjon (NOU 2019: 18, 2019).



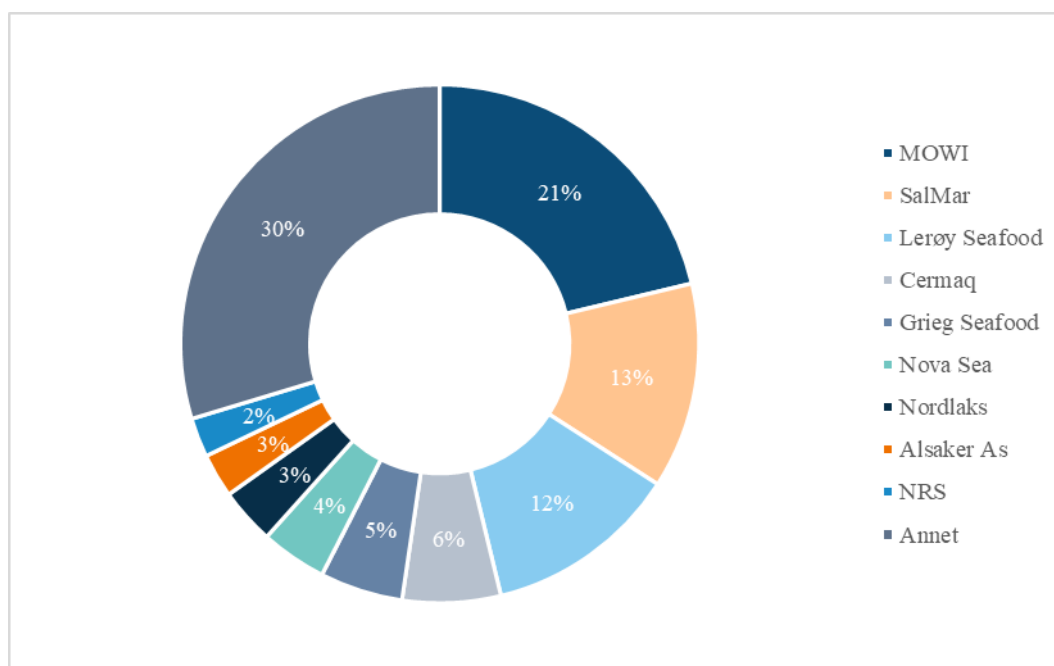
Figur 2-3: De 10 største eksportmarkedene for sjømat i 2020, jan 2021 (Norges Sjømatråd, 2021)



Figur 2-4: Største eksportmarkeder 2019-2021 (Norges Sjømatråd, 2021)

Strukturen i den norske oppdrettsnæringen har gjennom de siste årene endret seg betydelig, hvor færre og større enheter i økende grad preger bransjen. Siden år 2000 har antall selskap innen matfiskproduksjon blitt halvert, mens tallet på selskap innen settefisk er redusert med over 40%. På grunn av økt konsentrasjon, effektivisering og teknologiske fremskritt i bransjen, er det derfor i dag færre lokaliteter som både er større, bedre og mer eksponerte. I dag er det rundt 90 selskap i norsk ørret- og lakseoppdrettsnæring der børsnoterte multinasjonale selskap står bak mesteparten av produksjonen. De 4 største selskapene står til

sammen for omlag 50% av den totale produksjonen, mens de 10 største kontrollerer om lag to tredeler (NOU 2019: 18, 2019).

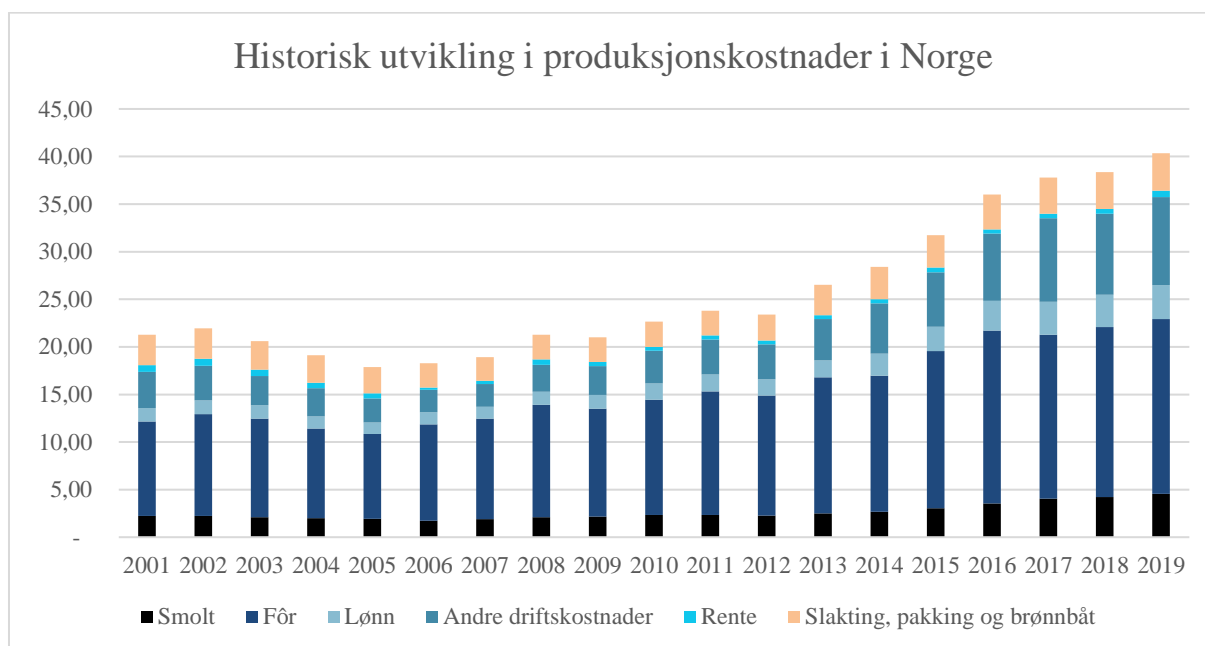


Figur 2-5: Oversikt over største aktører i oppdrettsnæringen i Norge i 2019.

2.2.4 Kostnadsdrivere

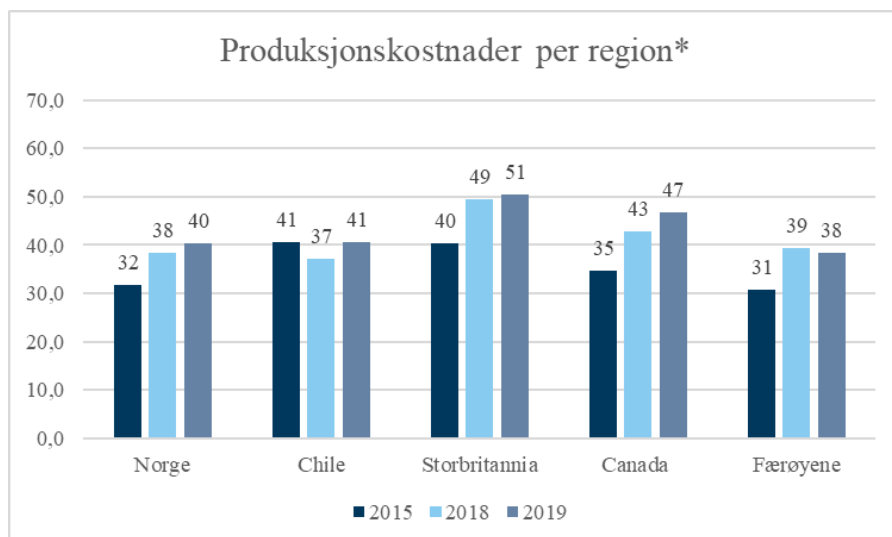
Figur 2-6 viser en oversikt over den gjennomsnittlige kostnadsutviklingen i perioden 2001-2019 for norske lakseoppdrettsselskaper. Fôrkostnader er det som står fram som den største kostnadsdriveren, og utgjør om lag 50% av de totale produksjonskostnadene (Iversen mfl., 2019). Videre er kostnader knyttet til smoltproduksjon, lønn, brønnbåt og slakting og bekjempelse av fiskesykdommer sentrale kostnadsdrivere. Siden kostnadene var på sitt laveste nivå i 2005 har de hatt den nominell økning på 118%, mens når vi tar hensyn til prisstigning, er den reelle økningen på 70%. Særlig har vi sett en betydelig økning mellom 2012 og 2016. Iversen et al., (2019) peker på økende faktorpriser, spesielt for fôr, og de store utfordringene knyttet til bekjemping av lakselus som grunner til den store kostnadsøkningen. De økte lusekostnadene er hovedgrunnen til den markante økningen vi kan se i «andre driftskostnader» i figuren under. Luseproblematikken påvirker også de andre kostnadskategoriene indirekte ved at de biologiske resultatene blir svakere, med reduserte slaktevekter, høyere dødelighet og økt fôrfaktor. Forebygging mot lus med bruk av blant annet rensefisk, luseskjørt og laser har gitt utslag i både høyere lønnskostnader og høyere kapitalkostnader. Den store økningen i

avskrivninger kan ses i sammenheng med de økte investeringene i næringen. Investeringene har i hovedsak vært tilknyttet teknologiutvikling og automatisering, men skyldes også investering i utstyr for bekjempelse av lakselus.



Figur 2-6: Kostnadsfordeling for produksjonskostnad per kilo produsert Atlantisk laks i Norge (Kontali, 2020)

Som nevnt er kostnadstallene i figur 2-5 ovenfor satt sammen av gjennomsnittkostnadene i den norske oppdrettsnæringen, med et snitt på 40,3 NOK per kilo produsert i 2019. Det er stor spredning mellom bedrifter innad i bransjen, hvor de beste ligger på rundt 30, og de med høyest kostnader passerer 50 NOK per kilo produsert. Til tross for at produksjonskostnadene i den norske oppdrettsnæringen har steget betydelig, er det fortsatt blant de med lavest kostnader blant land der det produseres laks. De siste årene er det kun Færøyene som har hatt lavere kostnader enn Norge, med en estimert kostnad på 38 NOK per kilo i 2019 (Iversen et al., 2019). Figur 2-7 illustrerer produksjonskostnadene for slaktet og pakket fisk i Norge og i deres største konkurrentland i 2015, 2018 og 2019.



Figur 2-7: Utvikling i estimerte produksjonskostnader for ulike regioner (Kontali, 2020). *Produksjonskostnader inkludert pakking og slakting.

2.2.5 Laksepris

Oppdrettsselskapenes inntekt er i stor grad avhengig av lakseprisen. Volatiliteten i laksemarkedet er høy og økende, noe som kommer av de store svingningene i lakseprisen man har sett helt siden 1980-tallet. Selv om lakseprisen bestemmes av forholdet mellom tilbud og etterspørsel er lakseprodusenter forventet å være pristakere på kort sikt. På grunn av den lange produksjonssyklusen og med det smale tidsvinduet for innhøsting, gjør at lakseprodusentene periodevis har liten fleksibilitet når det kommer til å påvirke det kortsiktige tilbudet. I tillegg er også laks solgt som ferskvare med begrenset holdbarhet noe som også svekker den kortsiktige fleksibilitet (Mowi, 2020b). Kunnskap om hvordan lakseprisvolatilitet varierer over tid er derfor viktig for å redusere negative økonomiske konsekvenser av eksponering mot lakseprisrisiko (Misund, 2018). Figur 2-8 illustrerer gjennomsnittsprisen på fersk laks i vektclassen 4-5 kg siden 2006, hvor prisen har fluktuert mellom 18,34 kroner i 2011 og toppnivået på 80,25 kroner i 2018.



Figur 2-8: Lakseprisen 2006-2021 (NASDAQ, 2021)

Vi kan se at det har vært en stigende trend i lakseprisen siden 2006, og at det i perioder har vært relativt store fluktasjoner. Videre kan man også se at prisendringene har økt over tid. Årsaker til den stigende trenden er mange, men noen av hovedgrunnene er blant annet økt inntektsvekst blant konsumenter, økte priser på alternative proteinkilder og forbedret logistikk fra selskapene. At den norske kronen har hatt en relativt svak utvikling har også vært til fordel for lakseoppdretterne (Brækken, 2019). I 2006, 2011 og 2013 kan en se noe større endringer i lakseprisen. Den store nedgangen i 2011 var et resultat av overproduksjon, og som en følge av lavere priser falt produksjonen i den påfølgende perioden, som igjen førte til større økninger i lakseprisen i 2013. Slike store prisøkninger illustrerer hvor uforutsigbart laksemarkedet er og årsaken til at bruken av prissikringsinstrumenter er utbredt blant selskapene (Misund, 2018).

2.3 Komparative Selskap

I dette delkapittelet vil vi presentere selskap som har virksomhet innenfor samme bransje som SalMar. For å kunne identifisere eventuelle konkurransefortrinn hos SalMar er det nødvendig å sammenligne selskapets prestasjoner med et sammenlignbart utvalg av selskaper i oppdrettsbransjen. Siden SalMar er et stort og børsnotert selskap finner vi det hensiktsmessig å sammenligne opp mot andre norske børsnoterte selskap. Vi tar her utgangspunkt i figur 2-5 som viser de største aktørene i oppdrettsnæringen, og betrakter Mowi ASA, Grieg Seafood ASA, Lerøy Seafood Group ASA og Norway Royal Salmon ASA som komparative selskap.

2.3.1 Mowi ASA

Mowi ble etablert tilbake i 1964 og har siden oppstarten skiftet navn til Marine Harvest etter en fusjon med Pan Fish og Fjord Seafood i 2006, før de i 2018 igjen skiftet navn til Mowi. De er i dag et av verdens største sjømatelskaper og verdens største produsent av atlantisk laks. Selskapet er størst både på slaktevolum og omsetning med salg av laks til 70 forskjellige land. Mowi er også representert i 25 land med totalt 14 866 ansatte. I tillegg til produksjonen i Norge produserer de fisk i Chile, Canada, Skottland, Irland og Færøyene. I 2019 sto produksjonen i Norge for om lag 54,3% av den totale produksjonen (Mowi, 2020b).

På lik linje med de øvrige selskapene i bransjeutvalget er Mowi et selskap som er vertikalt integrert. Det som skiller seg fra de andre er at selskapet siden 2012 har hatt sin egen fôrproduksjon. Mowi driver i dag to moderne anlegg for fôrproduksjon i Norge og Skottland med en total kapasitet på 600 000 tonn (Mowi, 2020b).

2.3.2 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood har siden oppstarten i 1992 blitt en av verdens største produsenter av atlantisk laks, med en total produksjon på 71 142 tonn i 2020 (Grieg Seafood, 2021). Selskapet har hovedkontor i Bergen, mens deres norske oppdrettsanlegg befinner seg i Finnmark og Rogaland. Videre har de også oppdrettsanlegg i Canada og på Shetland. Grieg Seafood har en helintegrert verdikjede hvor datterselskapet Ocean Quality tar hånd om salg og distribusjon i alle deres regioner. Fisken som produseres av selskapet selges både i matbutikker og blir brukt på restauranter i store deler av verden. Herunder har de 2 varemerker; Kvitsøy og Skuna Bay (Grieg Seafood, 2020). Grieg Seafood har som mål å kunne produsere 150 000 tonn laks innen 2025, og hadde som delmål å produsere 100 000 tonn laks innen 2020. Etter en nedgang i produksjonen fra 2019 til 2020 har de derimot ikke klart å oppfylle delmålet (Grieg Seafood, 2021).

2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group er verdens nest største produsent av atlantisk laks. I likhet med Grieg Seafood har selskapet hovedkontor i Bergen, men har oppdrettsanlegg i flere land. I tillegg til produksjon av laks og ørret driver selskapet også med salg og prosessering av hvitfisk og skalldyr, i motsetning til SalMar som kun driver med Laks. Lerøy er et helintegrert selskap med drift av fiskeri og havbruk, pakking og foredling av fisk ved fabrikkene og distribusjon

til kunder i over 70 forskjellige land. I 2016 kjøpte Lerøy opp flere selskaper og dannet segmentet Villfangst. Segmentet inneholder virksomheter med betydelig aktivitet knyttet til fangst og bearbeiding av hvitfisk i Norge (Lerøy Seafood, 2020a). Lerøy produserte i 2020 i overkant av 178 850 tonn laks og ørret. Selskapet satser spesielt på investering i større smolt og har som mål om å høste mellom 200 000 og 210 000 tonn i 2021 (Lerøy Seafood, 2020b).

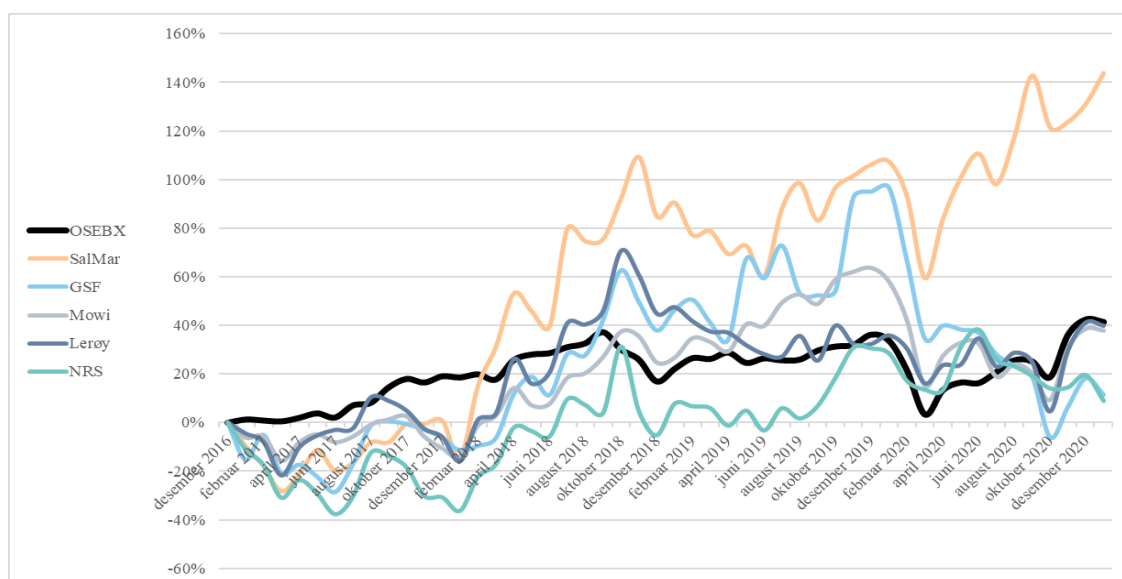
2.3.4 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon (NRS) ble grunnlagt i 1992 for å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Selskapet har gjennom flere emisjoner og oppkjøp vokst mye siden oppstarten, og er i dag et helintegrert oppdrettselskap som driver med både oppdrett og salg av laks. I 2020 produserte selskapet 30 509 tonn laks, noe som indikerer at NRS er et betydeligere mindre konsern enn SalMar (NRS, 2020a). I likhet med SalMar har NRS fått tildelt utviklingskonsesjoner for utvikling av havmerder. Disse tillatelsene ble tildelt etter en lang utviklingsprosess hvor NRS og Aker Solutions har utviklet et halvt nedsenkbart offshore oppdrettsanlegg som skal tåle hardere vær. Oppdrettsvirksomheten i Norge består av segmentet Region Nord, som omfatter lokaliteter i Troms og Finnmark. NRS har også konsesjoner på Island (NRS, 2020b). Utenom størrelsen på selskapene, er det som skiller NRS fra SalMar, deres omfattende salgsvirksomhet. I 2019 ble det solgt 89 879 tonn, hvor bare 30% kom fra selskapets egen oppdrettsvirksomhet (NRS, 2020b).

2.4 SalMar sammenlignet med bransjeutvalget

2.4.1 Markedsutvikling

Figur 2-9 viser den kumulative utviklingen i aksjekursene til SalMar og de andre selskapene i vårt bransjeutvalg på Oslo børs fra 2017 til 31.12.2020. Sammenlignet med de andre selskapene kan vi se at avkastningen i SalMar har vært vesentlig høyere med en avkastning på 143,87%. NRS er der selskapet som har hatt lavest vekst i denne perioden på 8,95. Gjennom denne perioden er det kun SalMar som har oppnådd høyere vekst enn indeksen, som har hatt en avkastning på 41,39%.



Figur 2-9: Markedsutvikling for SalMar og bransjeutvalget 2017-2020 (Oslo Børs)

2.4.2 Finansiell stilling og lønnsomhet

Alle aktørene kan sies å ha god soliditet, med egenkapitalandeler fra 41% (Grieg Seafood) til 58,5% (Lerøy) ved utgangen av fjerde kvartal i 2020. SalMar plasserer seg i midten med en egenkapitalandel på 47%, noe som tilsvarer en marginalt lavere andel sammenlignet med samme tidspunkt året før. Hvis vi retter fokus mot inntjeningen til aktørene, finner vi større forskjeller. Selskapene hadde i 2020 driftsmarginer på mellom 4,81% og 23,29%. SalMar har bransjens høyeste driftsmarginer sammenlignet med de komparative selskapene. Foruten SalMar, var det ingen av selskapene som oppnådde en driftsmargin på over 10% i 2020. Generelt har lønnsomheten gått ned hos alle aktørene under COVID-19 pandemien. Dette skyldes i hovedsak lavere laksepriser som følger av sviktende etterspørsel fra nøkkemarkeder.

2.4.3 Lokalisering

Alle selskapene i bransjeutvalget har mesteparten av sin produksjon i Norge, mens andelen fisk som produseres utenlands varierer i større grad. Mowi og Grieg Seafood er de med den største andelen av utenlandsk produksjon med henholdsvis om lag 46% og 30%. Som nevnt tidligere foregår mesteparten av SalMars produksjon i Norge, hvor produksjonen på Island utgjør omtrent 7% av deres produksjon i 2020. Fordelen ved å ha produksjon i flere land er først og fremst at man kommer nærmere de ulike markedene selskapet opererer i, i tillegg at risikoen for biologiske utfordringer diversifiseres. På en annen side er laks produsert i Norge kjent for å ha høy kvalitet, og ved å satse på færre, men større lokaliteter vil kostnadene også kunne holdes lave.

3 Verdssettelsesmetoder

I dette kapitlet vil vi presentere ulike verdsettelsesteknikker som kan være aktuelle i en verdsettelse av SalMar, for så å velge hvilke metoder som vil benyttes videre i utredningen.

3.1 Oversikt over ulike Verdssettelsesteknikker

Det finnes mange ulike metoder for verdivurdering. De tre hovedkategoriene er basert på inntjening, marked og kost, og er fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Alle metodene har sine fordeler og ulemper, og det vil derfor ofte være lurt å kombinere disse teknikkene (Kaldestad og Møller, 2016, s.28-29). I denne delen vil vi først gi en kort presentasjon av disse nevnte metodene, for så å konkludere med hvilke teknikker som vil kunne gi oss best mulig estimater i vår verdsettelse av SalMar i neste delkapittel.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Selv om fundamental verdsettelse kun er en av tre ulike fremgangsmåter for en verdsettelse, blir metoden sett på som selve fundamentet for alle verdsettelsesmetoder. (Koller et al. 2020). Denne metoden er en inntjeningbasert tilnærming som tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forventes å generere fremover, og verdien av et selskap er nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. Det finnes to ulike tilnærminger til en fundamental verdsettelse, selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Ved begge tilnærmingene diskonteres forventede framtidige kontantstrømmer, men både kontantstrømmene og avkastningskrav er forskjellige i hver av metodene. Med egenkapitalmetoden finner vi eksplisitt hvor mye av kontantstrømmen som går til aksjonærene etter finanskostnader, og derfor tas det ikke hensyn til gjeld i avkastningskravet. I selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte og man tar utgangspunkt i kontantstrøm før finanskostnader. Selv om disse metodene tar i bruk forskjellige kontantstrømmer og avkastningskrav vil de gi samme estimater ved konsistent bruk. (Damodaran, 2012, s.11-14).

Første delen av en fundamental verdsettelse er å gjennomføre en strategisk analyse hvor man ser på eksterne og interne faktorer som påvirker lønnsomheten til selskapet. Eksternanalysens hensikt er å se på lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet, mens en internanalyse skal

avdekke selskapets lønnsomhetspotensial relativt til bransjen. Produksjonsfordeler og konsumentfordeler er eksempler på faktorer som potensielt bidrar til konkurransefortrinn og dermed gir en høyere lønnsomhet en bransjesnittet (Kaldestad og Møller, 2016, s. 47-49). Etter å ha vurdert framtidsutsiktene i den strategiske analysen er det hensiktsmessig å kvantifisere fremtidig inntjening. Selskapsverdien tilsvareer nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm. Verdivurderingen kan deles opp i to, hvor den første delen handler om å estimere kontantstrømmer innenfor en eksplisitt budsjettperiodene. Den andre delen av verdivurderingen omhandler å beregne kontantstrømmene fra den eksplisitte budsjettperioden, og til det uendelige. I motsetning til de kontantstrømmene som kommer nært i tid vil disse verdsettes på en forenklet måte, for eksempel med Gordons vekstformel. All kontantstrøm fra terminalåret og fremover i tid verdsettes og deretter neddiskonteres denne verdien slik at den tilsvareer dagens kroneverdi (Kaldestad og Møller, 2016, s. 113-114).

Denne fremgangsmåten kan illustreres slik:

$$\text{Virksomhetsverdi (EV)} = \sum_{t=1}^{t-T} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^T} \times \frac{\text{Kontantstrøm}_{T+1}}{(r-g)}$$

g = vekstrate, r = Avkastningskrav / WACC (Weighted Average Cost of Capital), T =Terminalåret

Denne metoden har derimot noen begrensninger. Metoden vil blant annet fungere dårligere i tilfeller hvor et selskap har negative kontantstrømmer, har ubenyttede eiendeler eller har ubrukte patenter eller lisenser (Damodaran, 2012, s. 17-18). Videre er det knyttet utfordringer rundt nøyaktigheten til predikeringen av fremtidige kontantstrømmer og avkastningskrav. En viktig forutsettelse for en fundamental verdsettelse er tilstrekkelig tilgang til detaljert regnskapsinformasjon over flere år tilbake i tid. Denne metoden er derfor mye mer tidkrevende sammenlignet med de andre tilnærmingene.

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Ved bruk av komparativ verdsettelse estimeres verdien på et selskap basert på det sammenlignbare selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet. Verdivurdering ved bruk av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall fra resultatoppstillingen, for eksempel EBITDA og EBIT. Alternativt benyttes tall fra balansen som eiendeler og egenkapital, for så å multiplisere dette med en faktor. Prinsippet bak det å bruke multipler for verdivurdering er at tilsynelatende like eiendeler prises likt uavhengig om det er bygninger eller aksjer. Over tid har

det utviklet seg hvilke multipler som er normale for en bransje, og ved å sammenligne med andre selskaper skal vi kunne estimere verdien på et bestemt selskap (Kaldestad og Møller, 2016, s. 221).

Det vanligste å bruke er resultat og kontantstrømorienterte multipler, hvor den mest brukte er price-to-earnings (P/E) multiplene, som er markedsverdien på selskapets egenkapital delt på resultat etter skatt (Koller et al., 2020, s. 367). Videre er Enterprise value/ Sales, EV/EBIT og EV/EBITDA mye brukte multipler i denne kategorien. I tillegg brukes gjerne balanseorienterte multipler (Pris/Bok) og ikke finansielle multipler (EV/Produsert volum). Hvilke multipler som derimot er hensiktsmessig å bruke vil variere ut ifra hvilken bransje selskapet befinner seg i. For selskaper i oppdrettsbransjen er EV/Produsert volum en multiplene som ofte brukes. EV/Produsert volum måler forholdet mellom markedsverdien til selskapet og årsproduksjonen av laks målt i kilo. Denne multiplene kan være nyttig ettersom den kan brukes for selskap med negativt resultat. Som vi kunne se i figur 2-8 har oppdrettsbransjen historisk sett vært en syklisk bransje, hvor lakseprisen i perioder har vært lavere enn produksjonskostnadene. Multiplene kan også sies å være enkel å benytte seg av.

Multiplenevurdering kan benyttes på to måter. En kan benytte multipler både til å rimelighetssjekke verdiene fra kontantstrømanalysen, og til å regne ut verdien av et selskap direkte ved å kombinere regnskapstallene til selskapet med multiplene man får fra de andre selskapene. Ofte vil det være et relativt store forskjeller mellom multipler og verdier. Viktige vurderinger blir derfor å velge hvilke multipler som bør legges vekt på, samt om selskapet skal prises på gjennomsnittet eller i nedre eller øvre del av verdiintervallene (Kaldestad og Møller, 2016 s. 224-225).

Fordelen med multipler er først og fremst at metoden er enkel og lite tidkrevende siden man slipper å lage prognoser. Verdiene som fremkommer av å benytte denne metoden vil også baseres på hva markedet er villig til å betale for tilsvarende selskaper i dag. Videre vil multiplene også være nyttig benchmark til kontantstrømbasert verdi. Multipler bygger på en rekke implisitte forutsetninger som man har mindre kontroll på sammenlignet med forutsetningene i en kontantstrømanalyse. Andre svakheter med komparativ verdsettelse, er at metoden har kortsiktig fokus og at den lett kan misbrukes slik at verdiene blir høyere enn det de burde være (Kaldestad og Møller, 2016 s. 227-228).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En finansiell opsjon er en rettighet til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris. På samme måte kan et selskap i prinsippet ha rettigheter til å gjøre en bestemt investering, uten å være pliktig til å gjøre det. I en fundamental verdsettelse blir verdien av denne fleksibiliteten ofte undervurdert, spesielt i situasjoner med stor usikkerhet om fremtiden. Herunder finnes muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide et prosjekt og muligheten til å skrinlegge et prosjekt (Kaldestad og Møller, 2016).

Verdsettelse ved bruk av realopsjoner vil være mest relevant for selskaper i typiske markeder med binomiske utfall, der en investering enten ender opp som en suksess eller fiasko. Det samme gjelder for bransjer hvor verdien av fleksibilitet er stor, har generelt et høyt nivå av volatilitet med muligheter for store teknologiske skift. I bransjer som er mer stabile og hvor det i større grad konkurreres på kostnadssiden enn på innovasjon, vil derimot opsjonselementet ha en lavere verdi. Om opsjonselementet er til stede i en verdsettelse av et selskap vil det som oftest være en fordel å splitte verdien i flere deler. Mens den etablerte delen av selskapet verdsettes på lik måte som i en fundamental verdsettelse, vil realopsjonen verdsettes separat. En mulig fallgrube ved å inkludere verdien av fleksibiliteten til en opsjon er dobbelttelling, noe som vil føre til en overvurdering av den totale verdien (Kaldestad og Møller s. 267-269).

Med tanke på en verdsettelse av SalMar vil en opsjonsbasert verdsettelse ikke være relevant for selskapet sett under ett, men vil eventuelt kunne brukes på prosjektnivå, og som et supplement til fundamental verdsettelse. I dette tilfellet vil en opsjonsbasert tilnærming for eksempel være aktuell å bruke i utviklingen av havbaserte oppdrettsanlegg, hvor man enda er i en testingsfase, og er som nevnt i 2.1.1 et område SalMar har satset mye på.

3.2 Valg av Verdsettelsesmetode

Hvilke verdsettelsesmetoder som bør brukes i en verdivurdering avhenger blant annet av tilgang på informasjon, bransje, fase i livssyklusen, tidshorisont og hvorvidt det forventes videre drift og tilgang til data. De ulike metodene har hver sine styrker og svakheter, og optimalt bør man derfor benytte flere tilnærminger i en verdivurdering (Kaldestad og Møller, 2016).

Etter mange år med enorm vekst i oppdrettsbransjen har den nå blitt mer stabilisert. Dette er på grunn av de ulike reguleringene fra myndighetene og miljømessige utfordringer. Likevel finnes det muligheter for at næringen kan vokse ytterligere, spesielt hvis de miljømessige utfordringene blir løst, noe som kan føre til lettelse på dagens restriksjoner. Om man lykkes med å utvikle hav- og landbaserte anlegg som tilfredsstiller kravene om kvalitet og godt klima for fisken, vil også være essensielt for fremtidig ekspansjonsmuligheter. SalMar ble grunnlagt i 1991 og har vært børsnotert siden 2007. Selskapet har dermed en lang historikk, god tilgang på data og det er en forventning om fortsatt drift. Fundamental verdsettelse velges derfor som hovedmetode.

Som nevnt tidligere er det optimalt med flere tilnærminger i en verdivurdering. Siden oppdrettsbransjen kan sies å være syklisk ser vi det som fornuftig å bruke komparativ verdivurdering som et supplement til fundamental verdsettelse. Dette fordi selskapene som skal sammenlignes har flere likhetstrekk, med hovedbase i Norge og er underlagt norske reguleringer. I tillegg eier de også store deler av verdikjeden selv og selger det samme produktet til stort sett de samme markedene. Vi vil i kapittel 12 gå nærmere inn på hvilke multipler vi vil vektlegge.

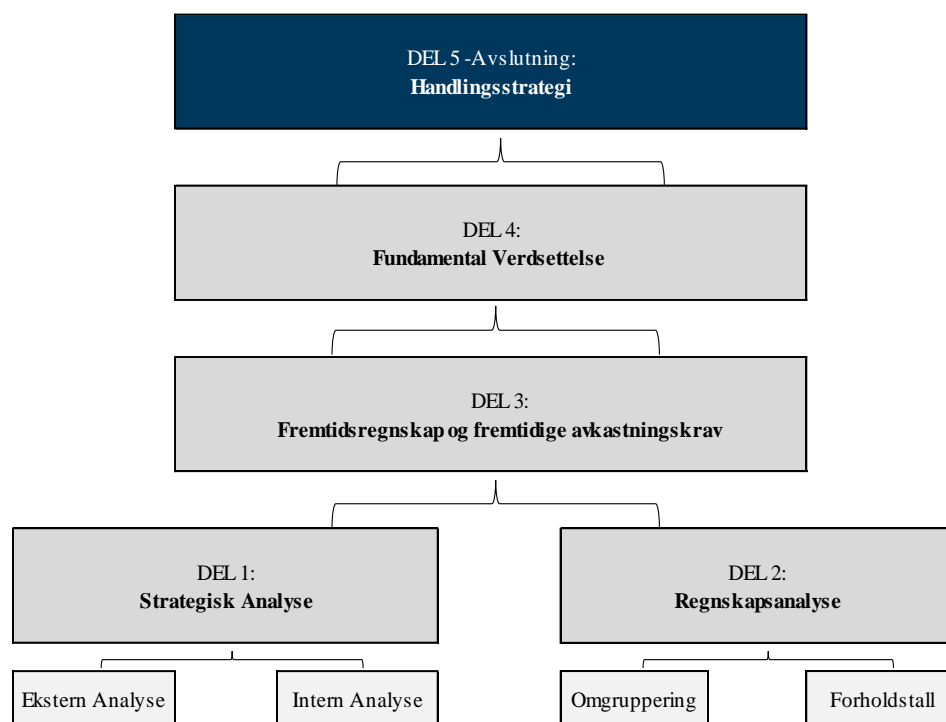
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen vil gjøres gjennom en prosess på 5 steg. Rammeverket som benyttes tar utgangspunkt i Kjell Henry Knivsflås (2021a) metode. Fremgangsmåten som er benyttet er illustrert i figur 3-1.

Første del av verdsettelsen består av en strategisk analyse. Hensikten bak den strategiske analysen er å gjøre en kvalitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene. Vi vil i denne delen se på interne styrker og svakheter, samt eksterne faktorer som kan utgjøre både muligheter og trusler for bransjen. Denne innsikten vil brukes videre i verdsettelsen. Den andre delen tar for seg en regnskapsanalyse basert på historisk informasjon. Således blir det gjort en kvantitativ analyse, som i likhet med del 1 analyserer de underliggende økonomiske forholdene. I denne delen gjennomføres først en omgruppering og justering av regnskapstallene, før vi deretter utarbeider en risikoanalyse av selskapets likviditet og soliditet. Videre gjennomføres det en strategisk lønnsomhetsanalyse for å undersøke de strategiske fordelene som ble avdekket

i den strategiske analysen. Innsikten herfra danner grunnlaget for videre analyse av SalMar, og beregninger av historiske avkastningskrav.

I del 3 utarbeides det et fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på både den strategiske analysen og regnskapsanalysen, før vi i den fjerde delen gjennomfører selve verdivurderingen. Her benytter vi oss av flere metoder for å beregne selskapets egenkapitalverdi. Ettersom det er knyttet mye usikkerhet til disse estimatene gjennomføres det flere simuleringer og sensitivitetsanalyser. Som den femte, og avsluttende delen, presenteres en handlingsstrategi basert på vårt endelige verdiestimat etter vektlegging av den fundamentale- og komparative verdsettelsen.



Figur 3-1: Struktur som benyttes for fundamental verdsettelse av SalMar

4 Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen er å kartlegge bransjen og få en forståelse for verdikjeden, vurdere bransjelønnsomheten gjennom en ekstern analyse, og SalMars lønnsomhet relativt til bransjen gjennom en internanalyse (Kaldestad og Møller, 2016). Videre vil den strategiske analysen bli brukt som et utgangspunkt for vår prediksjon av fremtidige kontantstrømmer, og den endelige verdivurderingen av selskapet. Vi vil ved bruk av ulike verktøy presentere eksterne og interne faktorer som kan påvirke framtidsutsiktene både for bransjen og for SalMar.

4.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen fokuserer på lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet (Kaldestad og Møller, 2016). De eksterne omgivelsene består av både generelle omgivelser og konkurranseomgivelser. Konkurranseomgivelsene omfatter bransjen og markedet en aktør opererer i, mens de generelle omgivelsene gjerne kalles makroomgivelser (Henry, 2008, s.40). Siden makroomgivelsene direkte påvirker konkurranseomgivelsene, er det naturlig å undersøke disse først. Et nyttig verktøy for å kartlegge disse forholdene er PESTEL analysen. For å undersøke konkurranseomgivelsene vil vi benytte Porters fem konkurransekrefter, et rammeverk som kan brukes for å vurdere lønnsomheten i bransjen.

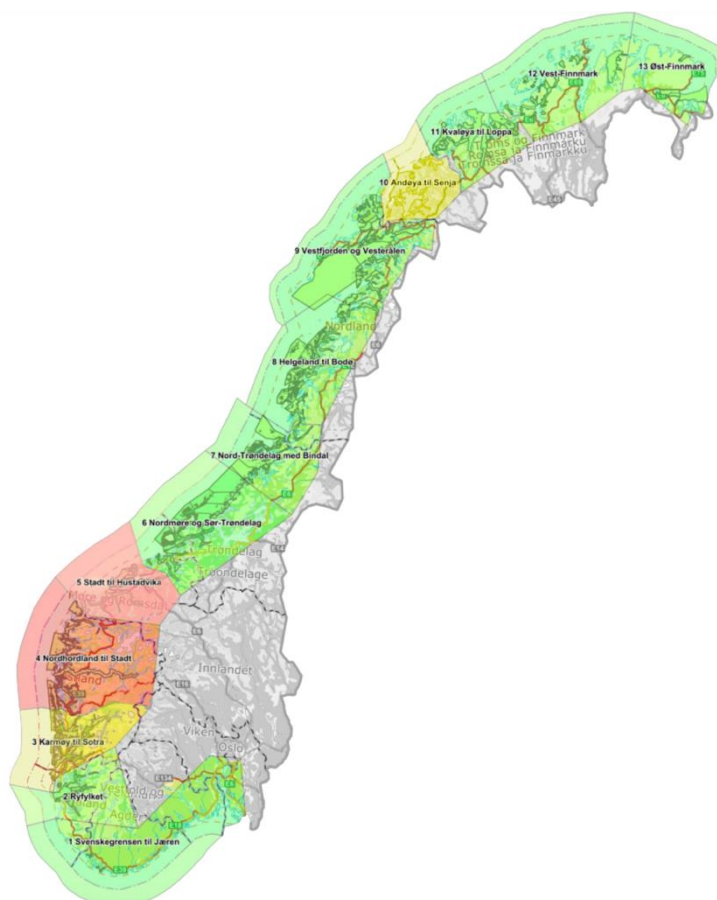
4.1.1 PESTEL-analyse

En PESTEL analyse er et verktøy for å analysere og observere makroomgivelser som potensielt kan ha en påvirkning på en organisasjons drift og bransjen den opererer i. De ulike faktorene en slik analyse tar for seg er: politiske (P), økonomiske (E), sosiale (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) forhold. Formålet med denne analysen er å undersøke muligheter og trusler for dagens oppdrettsnæring i Norge.

Politiske og juridiske forhold

Politiske og juridiske forhold er i oppdrettsnæringen veldig overlappende. Dette er en bransje som er sterkt regulert av myndighetene, og har en rekke lover og retningslinjer som må overholdes. For å drive oppdrett i Norge i dag må en aktør ha tillatelse til produksjon av bestemte arter i et bestemt omfang, samt tillatelse til å drive på bestemte lokaliteter (NOU 2019: 18, 2019).

Hensikten med dagens strenge reguleringer knyttet til oppdrett av laks er først og fremst for å minimere negativ påvirkning på miljøet og naturen. For å sikre nettopp dette innførte den norske regjeringen i 2017 et system for regulering av vekst i oppdrettsnæringen. Dette systemet kalles for «trafikklyssystemet» og illustrert i figur 4-1. Systemet innebærer at havbruksnæringens miljøpåvirkning er avgjørende for hvorvidt det skal tilbys økning i produksjonskapasiteten innenfor de 13 fastsatte produksjonsområdene. Et område får grønt lys dersom miljøpåvirkningen ikke overskrider myndighetenes krav, og dermed kan kapasiteten økes med inntil 6 prosent. I motsatt tilfelle kan kapasiteten reduseres med tilsvarende prosentandel. Fargene blir bestemt ut ifra en rapport fra fagpersoner som tar for seg tilstanden i hvert produksjonsområde. En viktig indikator i disse vurderingene er blant annet lakselus og indusert dødelighet på villaks, i tråd med stortingets forutsetninger (Nærings- og fiskeridepartementet, 2017). Disse bestemmelsene foretas annet hvert år med nåværende vedtak gjeldende fra februar 2020, hvor Nærings og fiskeridepartementet ga ni områder grønt, to gule og 2 røde lys (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020). Figur 4-1 illustrerer hvilke farger de ulike produksjonsområdene har blitt gitt.



Figur 4-1: Trafikklyssystemet illustrert (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020)

I 2018 ga regjeringen et utvalg i oppdrag å vurdere hvordan havbruksnæringen skulle skattlegges. Flertallet i utvalget ville foreslå å innføre en grunnrenteskatt på 40 prosent av matproduzentenes overskudd, i tillegg til selskapsskatten på 22 prosent (SalMar, 2020a). Dette forslaget fikk en svært lunken mottagelse fra oppdrettsselskapene som fryktet at en slik skatt ville føre til en stor svekkelse av norsk oppdrett i et marked med økende konkurranse fra andre land. Dette forslaget om grunnrenteskatt ble derimot vraket av regjeringen i 2020, som heller vil innføre en produksjonsavgift på laks, ørret og regnbueørret i statsbudsjettet for 2021. Denne avgiften vil bli på 40 øre per produsert fisk, som vil kunne gi opp mot 500 millioner kroner i økte inntekter til kommunesektoren. Denne ordningen ble innført med virkning fra 1.januar 2021 (Giæver & Christensen, 2020).

Ettersom SalMar har eierinteresser på Island og Skottland blir selskapet også påvirket av rammebetingelsene i disse landene. På Island er det usikkerhet rundt hvor store vekstmuligheter næringen skal få med tanke på tilgang til sjøarealer. Det har også blitt innført en særskatt på lakseoppdrett som følger lakseprisen. Det foregår imidlertid en kontinuerlig dialog mellom den islandske fiskeriorganisasjonen og myndighetene, og næringen ser positivt på muligheten til å få handlingsrom til å vokse videre. Usikkerhet rundt lakseoppdrett i Skottland er først og fremst knyttet til toll- og tariffbetingelsene for skotsk laks på det europeiske markedet etter Brexit (SalMar, 2020a, side 73).

Siden mesteparten av norsk oppdrettslaks eksporteres til utlandet, vil markedsadgang være en risikofaktor for oppdrettsnæringen. På grunn av Krim-konflikten i 2014 ble det innført handelsrestriksjoner som har ført til at det russiske markedet har vært stengt for norske oppdrettere. Et marked som tidligere var et viktig marked for blant annet SalMar (SalMar, 2020a). Norge har også hatt et turbulent forhold til Kina de siste årene, spesielt etter at Liu Xiaobo mottok fredsprisen i 2010. I 2015 innførte også landet restriksjoner på import av norsk laks fra utvalgte regioner, noe som rammet SalMars slakteri InnovaMar på Frøya. Disse restriksjonene ble imidlertid opphevet i mai 2019. På grunn av dette utgjør Kina fortsatt en relativt liten andel av markedet for norsk eksport av laks.

Økonomiske forhold

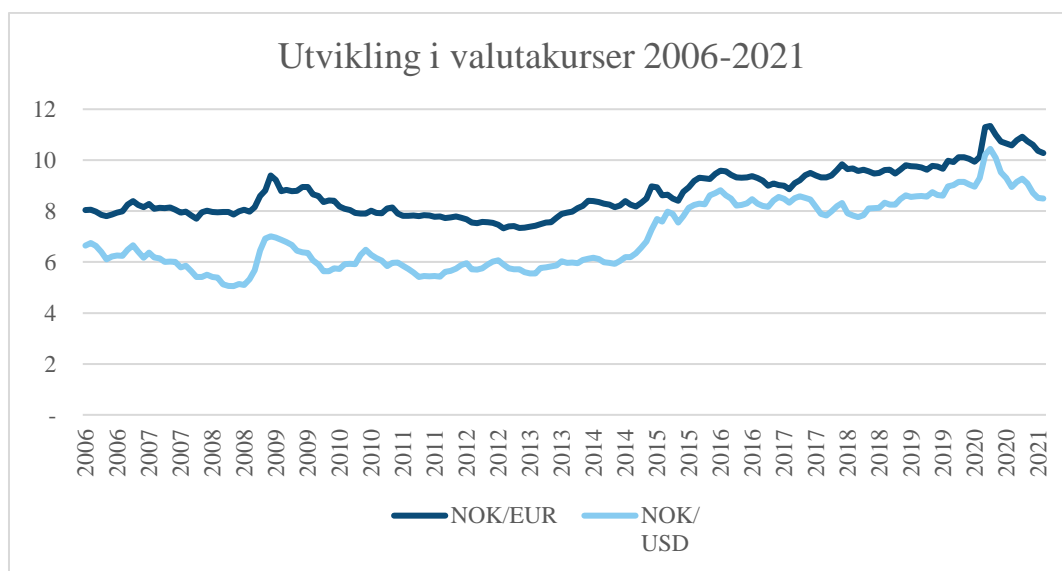
Økonomiske forhold omfatter makroøkonomiske faktorer som kan påvirke lønnsomheten i en bransje. Dette kan være faktorer som økonomisk vekst, renter, inflasjon og valutakurser.

Prisrisiko

Når hele virksomheten er knyttet til laks blir et oppdrettsselskap enten direkte eller indirekte påvirket av endringer i lakseprisene. Både selskapenes lønnsomhet og kontantstrøm er sterkt korrelert med utviklingen i lakseprisen. Som nevnt i avsnitt 2.2.4 har lakseprisen historisk vært utsatt for vesentlige fluktuasjoner, hvor etterspørselsveksten har vært relativt stabil, mens tilbudsvekst som har vært mer varierende fra år til år. For å begrense eksponeringen mot den volatile lakseprisen kan lakseoppdrettere tilby sine kunder fastpriskontrakter.

Valutarisiko

Utvikling i valutakurser er også en økonomisk risikofaktor for aktører i oppdrettsnæringen. Årsaken til dette er at det meste av norsk laks selges internasjonalt, hovedsakelig med oppgjør i euro og dollar. Derfor har kronekursens utvikling stor betydning for næringens konkurransevne. En appresiering av kronen mot en annen valuta betyr dyrere laks for de som importerer og fører dermed til en lavere etterspørsel av norsk laks og motsatt. Den norske kronen er vanskelig å spå og påvirkes i høy grad av oljeprisen, samt utvikling i BNP og nivå på styringsrenten. En svekket kronekurs mot dollar og euro de siste 10 årene har vært i favør oppdretterne, og bidratt til økt lønnsomhet i oppdrettsbransjen.

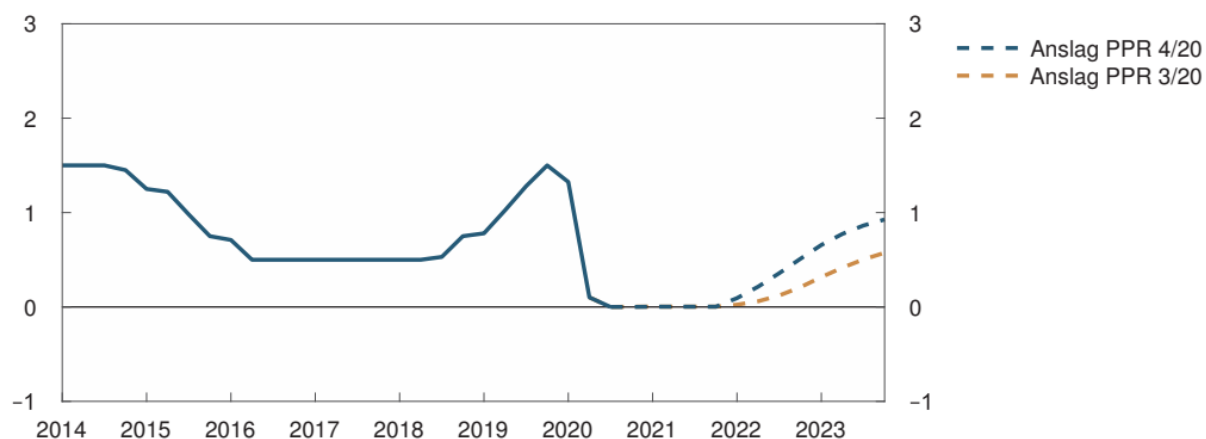


Figur 4-2: Valutakurser NOK 2006-2021

Renterisiko

Ettersom oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, er rentenivået av vesentlig betydning. Sammenlignet med historiske nivåer har styringsrenten vært relativt lav siden finanskrisen i 2008 og har på grunn av koronapandemien vært på 0% siden mai 2020. Dette betyr lavere

finanskostnader for oppdrettsselskapene. Norges Bank har forventninger om svært lave styringsrenter i lang tid og har i sine prognoser en uendret styringsrente frem til 2022 (Norges Bank, 2021). Som figur 4-3 viser er det forventninger om høyere renter fra 2022, og følgelig føre til økte finanskostnader for selskapene i fremtiden. Dette vil også føre til økte avkastningskrav fra investorene, noe vi vil diskutere nærmere i kapittel 10 om fremtidskrav.



Figur 4-3: Styringsrenten 2014-2021

Koronapandemien (Covid-19)

Spredningen av Koronaviruset har gjennom 2020 påvirket hele verden på flere måter. Strengt smitteverntiltak har blant annet tvunget store deler av verdens befolkning til å holde seg hjemme og bidratt til større markedsusikkerhet. Koronapandemien har i hovedsak påvirket markedet for oppdrettslaks gjennom endringer i etterspørselen, samt lavere priser i kjernemarkeder. Endringene i etterspørsel dreier seg om en forflytning av etterspørsel fra hoteller, restauranter og catering til å i større grad omfatte matvarehandel (Grieg Seafood, 2021). Lavere etterspørsel i Kina har også bidratt til nedgangen i lakseprisen, hvor konsumet har blitt halvert sammenlignet med nivået før covid-19 (Mowi, 2021). Oppdrettsselskapenes gode finansielle fleksibilitet gjør de godt rustet til å håndtere denne type kriser, og det er forventet videre vekst i bransjen når pandemien avtar.

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold omfatter blant annet demografiske karakteristikk, sosiale normer og konsumentenes personlige verdier. Verdens befolkning har vokst betydelig de siste hundre årene, og i 2020 er det totalt 7,8 milliarder mennesker på jorda, et antall FN forventer skal økes til omtrent 10,8 milliarder innen 2100 (FN, 2019). En annen trend er at verdens totale velstand har økt kraftig de siste 20 årene. Dette skyldes hovedsakelig den raske økonomiske veksten i Asia, og da spesielt i Kina og India, verdens to mest befolkede land (Lange et al., 2018). En

slik utvikling følger med seg både økt etterspørsel etter mat, samt bedre kjøpekraft og dermed tilgang til mat av høyere kvalitet. Samtidig som velstand og befolkning har økt har også andelen overvektige steget fra 30% til henholdsvis 37% for menn og 38% for kvinner på verdensbasis de siste 30 årene (Vandevijere et al., 2015). Med den negative påvirkningen overvekt har på folks helse, har det å få folk til å spise sunn og riktig mat blitt en viktig sak for verdens helseorganisasjon og nasjonale myndigheter. Som en del av det norske helsedirektoratets råd for et riktig kosthold anbefales det å spise mer fisk og mindre bearbeidet kjøtt og rødt kjøtt.

På verdensbasis og spesielt i vestlige land ser man en trend hvor bevissthet rundt helse har økt, og man fokuserer mer på trening og kosthold. Ettersom laks er noe av den mest næringsrike maten som finnes, er dette mat som appellerer og komplementere en sunn livsstil. Laks er blant annet rik på omega-3 fettsyrer, har høyt innhold av B vitaminer, og er en god kilde til protein, noe som er vanskelig å finne i landbasert mat.

Teknologiske forhold

Teknologiske forhold handler om innovasjoner i teknologi som vil kunne påvirke bransjen på en positiv eller negativ måte. Dette innebærer blant annet fokus på innovasjon i bransjen, automatisering, aktivitet innen forskning og utvikling (FoU) og teknologiske endringer.

I regjeringens melding om forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakseoppdrett i 2015 ble det forespeilet et vekstpotensial for bransjen samlet på om lag fem-gangeren frem mot 2050. For å kunne nå dette målet er det essensielt å løse problemer knyttet til miljø og sykdom i anleggene. Dette innebærer å lykkes med innovasjoner innen fôr, fiskehelse, avl og teknologi (St.mld. nr. 16 (2014-2015)). Med dagens produksjonsmetode og teknologi tapes i snitt 20% av fisken i produksjonssyklusen, noe som kan indikere at det finnes et betydelig forbedringspotensial. Nøkkelen blir å finne teknologier som bedrer fiskehelsen, noe som vil kunne bidra til lavere dødelighet, bedre fiskekvalitet og økt lønnsomhet.

Med Norges store havområder finnes det gode muligheter til å flytte oppdrett til havs. I slike oppdrettsanlegg vil fisken oppleve en langt sterkere vannstrøm enn ved tradisjonelle anlegg, og det finnes dermed utfordringer knyttet til om laksen vil kunne tåle dette. Fordelen med denne type lokaliteter er at det vil bli en høyere utskiftning av vann, noe som sikrer tilstrekkelig oksygenmetning og en effektiv transport av avfallsstoffer. Miljøpåvirkningen på den lokale naturen vil også minke, samtidig som det blir færre forstyrrelser av kystnære

aktiviteter (Grefserud et al., 2020). Med de værforholdene som er langt fra land langs norskekysten vil disse anleggene bli svært utsatte for naturkrefter og til tider bli mindre tilgjengelige. Utviklingen av slike lokaliteter medfører også en betydelig investering for selskapene, ikke bare i prosjektet isolert, men også i nødvendig infrastruktur i hele verdikjeden (SalMar, 2020c). På dette området har norske aktører allerede opparbeidet seg et høyt kunnskapsnivå og man ser et stort vekstpotensial med denne type lokaliteter.

Utviklingen av landbasert lakseoppdrett har også tatt betydelige steg de siste årene og kan bidra til å øke tilbudet av laks fremover. Landbasert oppdrettsanlegg handler om at laks avles i store vanntanker på land, i motsetning til dagens løsning hvor fisken avles i merder til sjøs. Denne type anlegg har mange fordeler. Det vil bli enklere å sette inn tiltak mot eventuell sykdom og man fjerner faren for rømming og de konsekvenser det fører med seg. Det muliggjør også full kontroll over inn- og utløp av vann og temperatur og oksygenforhold (Thoresen og Simonsen, 2018). Derimot er det knyttet usikkerhet rundt lønnsomheten i slike anlegg med høye driftsutgifter og fiskedødelighet som gjøre marginene mindre. I tillegg vil en satsing på landbaserte anlegg kunne endre konkurransesituasjonen. På grunn av Norges naturgitte forhold har norske aktører et konkurransefortrinn som vil reduseres dersom anleggene flyttes på land, og det blir muligheter for oppdrett i helt nye markeder. For å sikre at den norske oppdrettsnæringen ivaretar sin ledende posisjon mot økt internasjonal konkurranse, vil det dermed være viktig å utvikle teknologi som muliggjør kostnadseffektivt landbasert oppdrett.

Miljømessige forhold


Miljømessige forhold har blitt viktig på grunn av den økende knappheten på råvarer og mål knyttet til forurensning og utslipp av klimagasser satt av myndighetene. Disse forholdene inkluderer miljømessige aspekter som vær, klima, forurensning og endringer i klima som kan påvirke en bransje.

Lakselus og rømt oppdrettsfisk er de største miljøutfordringene for norsk fiskeoppdrett, men som tidligere nevnt er det også betydelige utfordringer innen fiskevelferd og dødelighet (Grefserud et al., 2020). Oppdrettsnæringen har de siste årene opplevd utfordringer knyttet til en økt forekomst av lakselus og resistent lus. Rømming er først og fremst problematisk på grunn av den genetiske innblandingen av oppdrettsfisk i de ville laksebestandene. En annen konsekvens av rømt oppdrettsfisk er at villfisken kan bli smittet med

lakselus fra oppdrett og på grunn av den lave toleransen villfisken har mot lakselusmitte representerer dette en risikofaktor for villfiskbestanden (Grefserud et al., 2020).

Som en konsekvens av de pågående klimaendringene vil det bli mer ekstremvær i form av sterk vind, stormer og bølger, noe som vil medføre økt risiko for at materielle skader kan bli større. Anlegg og strukturer må derfor bygges og designes for å bedre kunne tåle ekstremvær, slik at merdene ikke risikerer å bli ødelagt og forhindre at laks ikke rømmer. Denne risikoen for mer ekstremvær omtales som fysisk risiko (Bjartnes et al., 2019). Oppdrettsnæringen vil også stå overfor biologisk risiko forårsaket av klimaendringer. Eksempel på dette er høyere temperatur i havet. Laksen trives best i temperaturer mellom 9 og 14 grader. Hvis vannet blir varmere enn dette økes risikoen for sykdommer, ettersom forekomsten av parasitter og lakselus er høyere desto varmere vannet blir. Varmere vann kan også føre til oppblomstring av giftige alger, noe vi har sett både i Norge og Chile i henholdsvis 2019 og 2016 (Bjartnes et al., 2019).

Klimaendringer blir i dag sett på som den største utfordringen verden står overfor, og er et problem flere og flere blir bevisst på. I tillegg er jorderosjon blitt et økende problem for den tradisjonelle matproduksjonen, som gjør at man blir nødt til å finne nye måter å produsere mat på. Man kan se tegn på at bevissthet rundt utslipp av klimagasser har begynt å påvirke folks matvaner. Økt konsum av fisk kan bidra til reduksjon av klimagasser, samt gi helsegevinst. Sammenlignet med produksjon av andre typer kjøtt er lakseproduksjonen mye mer ressurseffektiv. Dette skyldes blant annet at fisk er kaldblodige og dermed ikke bruker energi på å varme opp kroppene sine, og at de ikke trenger å bruke energi på å holde seg stående som husdyr må gjøre (Mowi, 2020a). Som vist i figur 4-4 er fisk også en mer klimavennlig kilde til protein. Spesielt når det kommer til bruk av ferskvann er produksjonen av laks mer effektiv.



	Fisk	Grise	Skape	Ko
Carbon Footprint				
Kg CO ₂ / Kg edible meat	7.9 kg	6.2 kg	12.2 kg	39.0 kg
Water consumption				
Litre / Kg edible meat	2,000*	4,300	6,000	15,400

Figur 4-4: Miljømessig påvirkningen til forskjellige proteinkilder (Mowi, 2020a)

Selv om norsk oppdrett generelt sett blir mer klimavennlig, har man i de siste årene sett en endring i oppdrettslaksens diett. Fiskefôret har blitt mer vegetabilsk, og inneholder mer soya

fra Brasil enn det har gjort tidligere. Soya fra Brasil blir dyrket på arealer hvor det tidligere har vært regnskog, og gir dermed et klimaavtrykk. Regnskogsfondet har også bedt dagligvarekjeder kutte ut leverandører som ikke kan garantere at varene er avskogingsfrie (Hykkerud, 2020). Med det økte fokuset på varers klimaavtrykk blir det viktig for oppdrettsnæringen å redusere bruken av soya.

Oppsummering av PESTEL-analyse

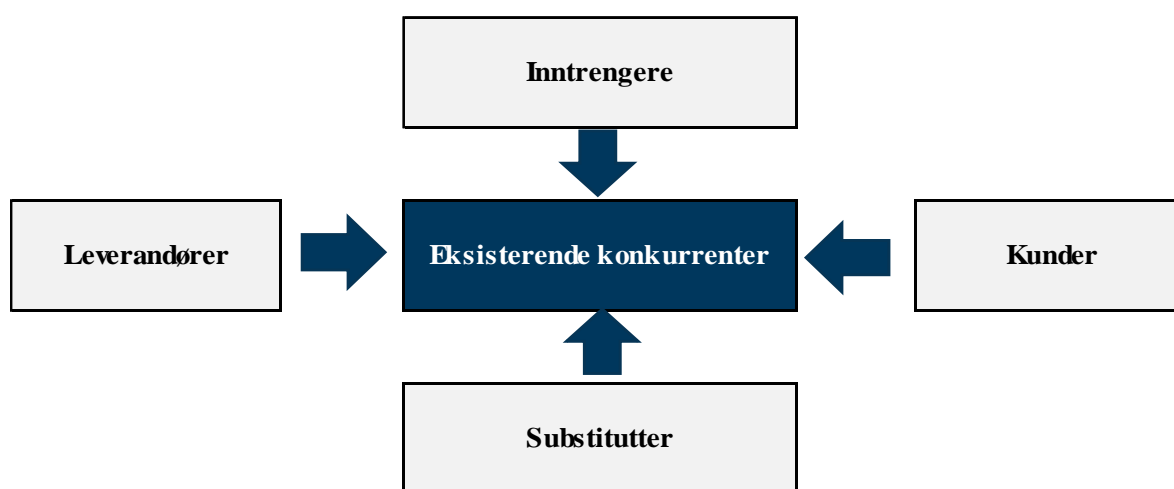
Hensikten med å gjennomføre en PESTEL-analyse er å identifiser hvilke muligheter og trusler bransjen står overfor. Politiske og juridiske faktorer påvirker tilbudet gjennom reguleringer av myndighetene som bestemmer hvor raskt man kan vokse. Her er det miljøpåvirkningen som avgjør om aktører kan øke produksjonsmengden. Ettersom SalMar har eierinteresser i selskap både i Skottland og på Island må de også forholde seg til andre retningslinjer enn de i Norge. Den teknologiske utviklingen setter også rammer for hvor mye tilbudssiden kan vokse. Med regjeringens prognoser om en mulig femdobling av produksjon innen 2050 som utgangspunkt, har bransjen ved forbedret teknologi og løsninger gode framtidsutsikter. Teknologier som forbedrer fiskehelsen samt mulige anlegg til havs og på land vil bli avgjørende for å kunne nå dette målet.

På etterspørselssiden er det på grunn av befolkningsvekst, økende velstand og økt fokus på helse ventet en økende etterspørsel fremover, noe som vil kunne bidra til at lakseprisen holder seg på et lønnsomt nivå. Siden det meste av norsk oppdrettsfisk eksporteres påvirkes næringen også nevneverdig av markedsadgang og handelsbarrierer. Coronapandemien har påvirket etterspørselen i markedet og bidratt til lavere priser, noe som har ført til lavere lønnsomhet for oppdrettsselskapene. Pandemien har også endret forbruksmønsteret knyttet til laks, hvor man ser at flere spiser laks hjemme, samt at de som allerede brukte å spise laks hjemme gjør det oftere. Videre har det under pandemien vært en betydelig nedgang i eksport til det asiatiske markedet. I Kina har konsumet av laks blitt halvert sammenlignet med året før, noe som skyldes flere restriksjoner på importerte matvarer og generelt lavere tillit blant konsumentene til importert sjømat.

Det er i dag svært god lønnsomhet i oppdrettsnæringen og etter å ha gjennomgått de makroøkonomiske faktorene som påvirker bransjen, ser vi få indikasjoner på at selskapene ikke vil kunne fortsette med lønnsom drift. Vi konkluderer med at mulighetene er større enn de potensielle truslene.

4.1.2 Porters fem krefter

Porters rammeverk er et analytisk verktøy for å vurdere de konkurransemessige forholdene i en bransje. De fem ulike kreftene Porter peker på er trussel for nye etableringer, substitutter, kjøpers maktposisjon, leverandørens maktposisjon og rivaliseringen blant dagens konkurrenter innad i bransjen. Disse konkurransekreftene vil ha ulik påvirkning på strukturen i bransjen (Henry, 2008, s.69-70). Styrken på disse kreftene samlet vil bestemme en aktørs potensial for avkastning og lønnsomhet i bransjen.



Figur 4-5: Porters fem krefter

Trussel fra nye etableringer

Trussel for nye aktører handler om hvorvidt nye konkurrenter vurderer å gå inn i en bransje og dermed redusere lønnsomheten eksisterende aktørene. Denne faktoren avhenger av om hvorvidt det finnes inngangsbarrierer og omfanget av disse. De vanligste inngangsbarrierene er blant annet stordriftsfordeler, investeringskostnader, tilgang til distribusjonskanaler, tilgang til teknologi og produktdifferensiering (Henry, 2008, s.71).

For å kunne etablere et anlegg for fiskeoppdrett må man først søke om tillatelse fra myndighetene. I Norge vurderes søknader av fylkesmannen som avgjør om det kan gis tillatelse etter forurensningsloven (Miljødirektoratet, 2021). De strenge reguleringene i Norge knyttet til tildeling av nye konsesjoner kan bli sett på som en inngangsbarriere. Her er det blant annet et krav om optimal bruk av kystsonen og arealet man eventuelt blir tildelt. Med dette tas det også beslutning ut i fra et miljøperspektiv. Faktorer som en lang produksjonssyklus, en fragmentert

bransje og en biologisk produksjonsprosess som er påvirket av mange eksterne faktorer gjør lakseoppdrett til en kapitalintensiv og volatil bransje. Det kreves derfor betydelige investeringer for å etablere seg innen oppdrett, noe som gjør det avgjørende å ha tilgang til tilstrekkelig kapital. Å produsere laks innebærer også kostnader knyttet til anlegg, merder og systemer for å opprettholde et bærekraftig miljø for fisken.

Med den høye lønnsomheten oppdrettsnæringen har opplevd de siste årene er det naturlig at nye aktører ser etter muligheter for å etablere seg, både i Norge og internasjonalt. Nye innovasjoner som lukkede anlegg til havs og landbasert oppdrett vil kunne gjøre det mulig å drive oppdrett i nye områder, som også potensielt er nærmere markedene dagens aktører opererer i.

Konklusjon: De strenge reglene knyttet til konsesjoner, samt at oppdrettsbransjen er svært kapitalintensiv, gjør at det eksisterer betydelige inngangsbarrierer. På en annen side gjør teknologiske nyvinninger det mulig å produsere laks andre steder enn i de tradisjonelle produksjonsområdene på lengre sikt. Vi vurderer dermed trusselen fra nyetableringer som *middels*.

Trussel fra substitutter

Trussel fra substitutter er konkurranse fra produkter som kan dekke et tilsvarende behov hos konsumenten. Tilstedeværelsen av substitutter vil danne en terskel for maksimal pris som et produkt kan selges for, og dersom prisen over denne terskelen, vil konsumenten heller velge å kjøpe substitutter (Henry, 2008, s.75). Substitutter til laks er annen type mat som også er en god kilde til protein. Annen sjømat som hvitfisk, ørret og reker og kjøtt fra kylling, svin og storfe samt veganske varianter går under denne kategorien. Sammenlignet med kjøtt fra husdyr er laks med sitt innhold av blant annet Omega-3 sett på som et sunnere alternativ, noe som gjør at betalingsvilligheten for laks generelt er høyere.

Prisutviklingen for hver matvaregruppe er med å bestemme utviklingen i matvareforbruket, og da spesielt den relative prisutviklingen mellom substitutter. Sammenlignet med annet kjøtt har prisen på sjømat generelt steget mer de senere årene i Norge. Ser man på prisutviklingen til fersk fisk, har laks hatt en høyere prisstigning enn torsk og annen fersk fisk de siste fem årene (SSB, 2020). Dette kan bidra til å gjøre konkurrentene mer attraktive.

I dag utgjør produksjon av sjømat 17% av den totale mengden spiselig kjøtt som blir produsert i verden (Costello et al., 2020). Som nevnt under sosiokulturelle faktorer i PESTEL analysen vil den globale etterspørselen etter matvarer øke i takt med befolkningsveksten og den voksende middelklassen på verdensbasis de neste tiårene. Ettersom dagens produksjon fra villfisk er helt avhengig av å vedlikeholde fiskebestander og at bestander i allerede overfiskede områder blir gjenoppbygd, vil mye av veksten i fremtidig fiskeproduksjon være i oppdrettsfisk.

På grunn av de problemene verden står overfor med tanke på klimaendringer er det blitt et økt fokus på det å kutte utslippet av klimagasser som CO₂ og metangass. Verdens matproduksjon utgjør en vesentlig del av de totale utslippene og er ansvarlig for omtrent 26% av det globale klimagassutslippet (Hannah Ritchie, 2019). Men i motsetning til energiproduksjon hvor det har blitt utviklet ny og mer miljøvennlig teknologi, er det mer usikkerhet knyttet til hvorvidt man vil klare å redusere utslippene knyttet til matproduksjon. En reduksjon på dette området vil kreve en endring i folks kosthold hvor man går over til mer miljøvennlig mat. Sammenlignet med produksjon av storfekjøtt og svin er lakseproduksjon vesentlig mer klimavennlig. Produksjon av ett kilo oppdrettslaks bidrar med halvparten så mye utslipp av CO₂ ekvivalenter som produksjon av ett kilo svinekjøtt, mens ett kilo storfekjøtt gir syv ganger så mye utslipp (SalMar, 2019). Laks viser seg å være et godt alternativ til annet kjøtt sett både i et miljø- og helseperspektiv. Disse faktorene gjør at laksen står godt rustet på kort og lang sikt opp mot mulige substitutter.

Konklusjon: Vi ser at dagens utfordringer knyttet til matproduksjon og klima gjør at lakseoppdrett vil kunne få en enda sterkere posisjon fremover, siden laksen både er en god kilde til protein, samtidig som produksjonen er mer miljøvennlig. Vi vurderer derfor trusselen fra substitutter som *lav*.

Trussel fra leverandører

Leverandører kan utøve makt over aktører i en bransje ved å øke priser eller ved å redusere kvaliteten på kjøpte varer og tjenester (Henry, 2008, s74). Leverandørene er spesielt sterke dersom:

- Det er et fåtalls leverandører som dominerer og bransjen er mer konsentrert enn bransjen den selger til.
- Det er få substitutter for leverandørtjenestene.
- Bransjen er ikke en viktig gruppe for leverandørene.

- Kjøperens drift er avhengig av leverandørens produkter.
- Leverandørene tilbyr differensierte produkter og tjenester.
- Det er en mulighet for leverandørene å integrere direkte inn i bransjen.

(Henry, 2008)

Viktige leverandører for oppdrettsselskap er produsenter av utstyr, elektrisk kraft, kjemikalier og emballasje, utførere av service-, brønnbåt- og fiskehelsetjenester, samt leverandører av fiskefôr som er den viktigste innsatsfaktoren.

I løpet av det siste tiåret har laksefôrbransjen blitt mer konsolidert med Mowi, Skretting, EWOS og BioMar som står for mesteparten av produksjonen (Mowi, 2020a). Vi har dermed en situasjon hvor det er relativt få leverandører sammenlignet med oppdrettsselskaper. Henry (2008 s.74) påpeker også at jo større leverandører er, desto mer forhandlingskraft har de overfor aktørene i bransjen de leverer til. Det er essensielt for oppdrettsselskap å ha tilgang til fôr som tilfredsstillende de kravene knyttet til kvalitet og næringsinnhold, og aktørene har derfor ikke tilgang på et utvalg for substitutter.

På en annen side er også leverandørene avhengige av oppdrettsselskapene ettersom deres produkt er laget er spesifikt for matfiskproduksjon. Denne gjensidige avhengigheten sammen med muligheten til å etablere egen fôrproduksjon svekker leverandørmakten på lang sikt. Trusselen fra leverandører vurderes derfor som *lav*.

Trussel fra kunder

Kunder kan påvirke en bransje gjennom deres evne til å presse ned prisene, forhandle frem bedre produktkvalitet eller tjenester, og sette markedsaktører opp mot hverandre. Kundernes maktposisjon vil avhenge i hvilken grad deres kjøp representerer en betydelig del av aktørens totale salg (Henry, 2008, s72).

Norsk oppdrettslaks selges både som hel sløyd laks og i flere porsjoner som enten fersk eller frossen, og distribueres til markeder over hele verden. Aktørene i oppdrettsbransjen har en stor kundemasse, med spredning i størrelse og lokasjon til kundene, hvor ingen enkeltkunder står for mesteparten av omsetningen. SalMar og Mowi opplyser i sine årsrapporter at ingen enkeltkunder har stått for mer enn 10% av konsernens omsetning de to siste årene. En diversifisert kundeportefølje er med på å svekke kundemakten.

Selskapenes finansielle suksess avhenger av deres evne til å gi kundene en følelse av at produktet er sunt, smakfullt og produsert på en miljøvennlig måte. Det å ha et godt omdømme rundt dyrevelferd og hvordan selve produksjonen foregår er blitt viktigere enn noen gang. Ettersom laks er et relativt homogent produkt, har pris mye å si for valg av produsent for kjøper. Det kan derfor antas at kundene har lave byttekostnader, noe som øker kundemakten.

Konklusjon: En diversifisert kundeportefølje taler for lav kundemakt. Derimot ser vi en trend ved at kunder stiller høyere krav til kvalitet og bærekraftig produksjon. Vi konkluderer derfor med at kundemakten i utgangspunktet er høy, men en diversifisert kundemasse gjør at helhetsvurderingen settes til *middels*.

Intern rivalisering

En avgjørende faktor for en bransjes lønnsomhet og konkurransedyktighet er hvor intens konkurransen er internt i en bransje. Høy grad av rivalisering fører til lavere lønnsomhet i bransjen. Forsøk på å sette en lavere pris kan lett svares på av rivaler og vil videre føre til lavere profitt for alle aktører. Mens priskrig kan være ødeleggende, kan reklamering, produktinnovasjoner og forbedret kundeservice være med å øke etterspørsel i bransjen. Faktorer som øker den interne rivaliseringen er; høye faste kostnader, manglende produktdifferensiering, lav bransjevekst, få aktører med like markedsandeler, periodevis overkapasitet og høye utgangsbarrierer. (Henry, 2008, s76).

Hvor vi tidligere så at lakseoppdrettsbransjen besto av et større antall av små selskap, har bransjen de siste tiårene blitt mer konsolidert, en utvikling som er forventet å fortsette i fremtiden. I Norge består oppdrettsbransjen av omtrent 90 selskap, hvor 20 aktører står for 80% av produksjonen mens i Chile er det kun 13 aktører som står for tilsvarende produksjon i landet (Mowi, 2020a). Videre sto de tre største selskapene, henholdsvis Mowi, SalMar og Lerøy for omtrent 43% av all produksjon i Norge i 2019, hvor Mowi alene sto for omtrent 20%. En slik markedssituasjon med mange aktører av ulike størrelse bidrar til en lavere rivalisering.

Videre har oppdrettsbransjen hatt en substansiell vekst de siste årene. Verdien av solgt laks økte med hele 133% fra 2010 til 2019, mens det totale produksjonsvolumet økte med 77% i samme periode, noe som illustrerer en sterk underliggende etterspørsel for laks (Mowi,2020a). Når en

bransje opplever betydelig vekst blir konkurranseintensiteten lavere ved at selskapene kan ekspandere uten å gjøre det på bekostning av konkurrentene.

Som nevnt tidligere er lakseoppdrettsbransjen volatil og kapitalintensiv hvor det er produksjonstid på opptil 3 år. Høye faste kostnader kan ifølge Henry (2008, s.76) skape press blant aktørene for å øke kapasiteten slik at man oppnår stordriftsfordeler. Ser man dette i sammenheng med den økte graden av konsolidering de siste årene kan det tyde på at det finnes stordriftsfordeler i oppdrettsbransjen, noe som bidrar til økt konkurranseintensitet.

Siden laks er et relativt homogent produkt forventer man at tilsvarende produkter fra ulike land og produsenter prises temmelig likt. Ettersom lakseprodusenter fra flere land er til stede i de fleste markedene kan det tyde på en relativt sterk substitusjon mellom landene (NOU 2019: 18, 2019). Liten differensiering mellom produkter og lave byttekostnader for kunden, er faktorer som øker rivaliseringen. Perioder med ekstra tilførsel til markedene kan i tillegg forstyrre balansen mellom bransjens tilbud og etterspørsel ved at aktører velger å senke prisen for å få solgt den ekstra produksjonen, noe som igjen intensiverer rivaliseringen.

Konklusjon: Med et høyt antall aktører med vesentlige forskjeller i markedsandeler og en bransje som opplever økt etterspørsel, er det mye som tyder på at rivaliseringen i bransjen er lav. Likevel er det faktorer som homogene produkt, høye faste kostnader og tidvis overkapasitet på tilbudssiden som kan påvirke rivaliseringen i motsatt retning. Den interne rivaliseringen vurderes totalt sett som *lav*.

Oppsummering Porter

Resultatene fra analysen om bransjeforhold er oppsummert i tabell 4-1. Gjennom analysen ved bruk av Porters rammeverk har vi identifisert de mulige truslene innad i oppdrettsbransjen. Vi har sett at det generelt er få krefter som truer lønnsomheten, og setter derfor totalvurderingen som lav til middels.

Faktor	Lav	Middels	Høy
Trussel fra nye etableringer		X	
Trussel fra substitutter	X		
Trussel fra leverandører	X		
Trussel fra kunder		X	
Intern rivalisering	X		
Totalvurdering	X		

Tabell 4-1: Analyse av konkurransemessige forhold i oppdrettsbransjen

4.1.3 Oppsummering Ekstern analyse

Den eksterne analysen gjort ved bruk av PESTEL og Porter fem konkurransekrefter viser en bransje som i dag har god lønnsomhet og som har gode muligheter for å vokse de neste årene. Det som først og fremst setter begrensninger for hvor raskt bransjen kan ekspandere fremover er de miljømessige faktorene og de krav som settes av myndighetene knyttet til å drive en bærekraftig produksjon. Nøkkelen her er å redusere rømming og forekomst av lakselus. De sosiokulturelle forholdene med økt befolkning og sterkere middelklasse har bidratt til etterspørselsveksten man har sett de siste årene. Videre har den svake kronekursen kombinert med lave renter og gunstig laksepriser har dette samlet før til at oppdrettsbransjen har blitt svært attraktiv. Med teknologiske fremskritt innen nye løsninger som hav- og landbasert oppdrett vil produksjonen kunne fortsette å øke, men også potensielt tiltrekke seg nye aktører fra flere land.

4.2 Intern Analyse

Målet med den interne analysen er å identifisere mulige konkurransefortrinn SalMar er innehaver av. En bedrifts konkurransefortrinn kan defineres som langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet (Porter, 1985). Her tar vi utgangspunkt i at markedet ikke er homogent og at aktører er forskjellige med hensyn til hvilke ressurser de besitter. Dersom ressurser skal resultere i en høyere avkastning enn gjennomsnittet må de være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar (Jakobsen og Lien, 2015, s 74-80). For å analysere utvalgte ressurser SalMar besitter vil vi bruke SVIMA-verktøyet.

4.2.1 SVIMA- Analyse

SVIMA er et verktøy for å analysere hvorvidt ulike ressurser har potensiale til å skape konkurransefortrinn ut ifra de fem faktorene nevnt ovenfor. Kriteriene for at en ressurs skal bli kvalifisert som *sjelden* er at konkurrenter ikke har denne i lik mengde og kvalitet. At en ressurs klassifiseres som *viktig* innebærer at en den har en stor effekt på bedriftens kostnader og/eller inntekter. Graden av hvor ikke-imiterbar en ressurs er, avhenger av hvor vanskelig det er for konkurrenter å kopiere eller erstatte den. Mobiliserbarheten til en ressurs indikerer om den kan konverteres til økonomiske verdier, mens approprierbarhet handler om hvorvidt bedriften har lyktes i å beholde de økonomiske verdiene selv (Jakobsen og Lien, 2015, s 80-86).

Som vi tidligere har nevnt er laks et relativt homogent produkt, og aktørene må derfor finne seg andre måter å opparbeide konkurransefortrinn på enn gjennom produkt differensiering. I oppdrettsbransjen vil bedrifter først å fremst skaffe seg konkurransefortrinn ved å utvikle ressurser som kan føre til en mer effektiv produksjon slik at kostnadene blir lavere enn hos konkurrentene. For SalMar er Ocean Farming og Smart Fish Farm, InnovaMar og InnovaNor som er under utbygging, ressurser som potensielt skaper konkurransefortrinn for selskapet.

Ocean Farming og Smart Fish farm (SalMar Ocean AS)

SalMar Ocean AS er et datterselskap av SalMar som omhandler deres satsing på havbasert oppdrett. SalMar var i 2016 den første aktøren til å få utdelt utviklingstillatelser for havbruk i det åpne hav til Ocean Farming AS. Videre fikk selskapet i 2019 tildelt ytterligere 8 utviklingskonsesjoner for offshorekonseptet Smart Fish Farm. Som nevnt under teknologiske forhold i PESTEL-analysen vil oppdrettsanlegg til havs ha en mindre miljøpåvirkning og føre til færre forstyrrelser av kystnære aktiviteter. For å kunne ekspandere og øke produksjonen er det vesentlig å kunne vise til god fiskevelferd og en generell lav miljøpåvirkning. Ocean farm 1, verdens første havmerd, ankom i 2017 og dersom dette prosjektet lykkes vil det kunne bety store ekspansjonsmuligheter for oppdrettsnæringen og SalMar. Første produksjonssyklus ble avsluttet tidlig i 2019 og havmerdens andre driftssyklus var høsten 2020 (SalMar, 2020a). Smart Fish Farm skal være en havmerd med over dobbelt så stor kapasitet som Ocean Farm 1 og vil også kunne være bedre rustet i mer eksponerte områder (SalMar, 2020c).

Sjeldenhet

Ressursen kan i stor grad anses som sjelden da SalMar som første selskap fikk tildelt utviklingskonsesjoner for havbaserte anlegg. I tillegg var havmerden den aller første av sitt slag da den ankom i 2017. Frem til Nordlaks mottok en tilsvarende havmerd i juni 2020 var Ocean Farm 1 det eneste prosjektet knyttet til utvikling av havbasert oppdrett. Siden 2016 har flere selskap fått tildelt lignende utviklingskonsesjoner, men det er helt klart SalMar som ligger fremst i utviklingen på dette området.

Viktighet

Ettersom Ocean Farm 1 har tilfredsstilt Fiskedirektoratets målekriterier, har disse utviklingskonsesjonene allerede blitt konvertert til ordinære tillatelser. Dette er også viktig for utarbeidelsen av Smart Fish Farm. Dersom prosjektene blir en suksess vil dette kunne stimulere

til økte investeringer i bærekraftig teknologi og økt verdiskaping i hele næringen, noe som understreker viktighet av denne ressursen.

Imiterbarhet

Utviklingstillatelse har som hensikt å legge til rette for utvikling av teknologi som kan bidra til å løse de ulike utfordringene oppdrettsbransjen står overfor. Teknologien som blir utviklet i prosjektene skal deles slik at den kommer hele næringen til gode. (Fiskedirektoratet, 2020). Dette betyr at dersom prosjektene lykkes vil konkurrentene i stor grad kunne imitere denne teknologien. Det vil derimot ta år før andre konkurrenter eventuelt skal kunne imitere slik at SalMar fortsatt vil ha et forsprang på dette område i flere år fremover.

Mobiliserbarhet

Om Ocean Farm 1 og Smart Fish Farm vil kunne gi SalMar økonomiske verdier vil være avhengig om hvorvidt prosjektene lykkes eller ikke. Imidlertid viser de første delene av produksjonssyklusen i havmerden at fisken har hatt meget god tilvekst og god kvalitet. I tillegg har det vært lav forekomst av lakselus og et kostnadsnivå som er på nivå med de tradisjonelle anleggene (SalMar, 2020a). Disse resultatene gir en klar indikasjon på at prosjektet vil medføre økonomisk verdi og vekstmuligheter for SalMar.

Approprierbarhet

De økonomiske verdiene som oppnås ved en suksessfull produksjon i havmerden er noe SalMar i liten grad vil kunne beholde helt selv. Andre selskaper vil få tilgang til denne teknologien og etter hvert ha muligheten til å skaffe seg tilsvarende anlegg. SalMar har imidlertid allerede fått omgjort de åtte første utviklingskonsesjonene til ordinære konsesjoner og vil kunne bruke kunnskapen tilegnet fra utviklingen av Ocean Farm 1 inn i nye prosjekter. Selv om SalMars investering i havmerd vil komme de andre aktørene til gode, er det ingen tvil om at de selv vil øke sin produksjonsmengde betydelig. Den totale vurderingen er at denne ressursen er approprierbar.

Konklusjon SalMar Ocean

Totalvurderingen for SalMar Ocean er at denne satsingen vil med stor sannsynlighet komme til å skape betydelige økonomiske verdier for SalMar, men siden denne teknologien vil kunne kopieres av andre i fremtiden konkluderer vi med at denne ressursen er et *midlertidig konkurransefortrinn*.

InnovaNor og InnovaMar

InnovaNor er et kommende slakteri- og videreformidlingsanlegg i Senja som forventes å være ferdig i løpet av sommeren 2021, mens InnovaMar er et allerede ferdigstilt anlegg med samme funksjon plassert på Frøya. InnovaMar er i dag det største slakteriet for laks og har kapasitet til å slakte ca. 150 000 tonn laks i året. Gjennom innovativ teknologi i produksjonen oppnår de økt kvalitet på sluttproduktet og reduserte kostnader. Byggingen av InnovaNor vil kunne bidra til å styrke selskapet posisjon i Nord-Norge ved at logistikken effektiviseres og en økt videreforedlingskapasitet i regionen. InnovaNor vil kunne slakte 75.000 tonn laks per skift i året og anlegget har kapasitet til å utvide ved fremtidige behov (SalMar, 2020b).

Sjeldenhet

SalMar vil etter ferdigstillelsen av InnovaNor være i besittelse av de to største anleggene for slakteri og prosessering i oppdrettsbransjen og ressursen kan derfor karakteriseres som sjelden. Ved å ha større anlegg vil både produksjon og logistikk bli mer effektiv sammenlignet med konkurrentene.

Viktighet

Ressursen er viktig for SalMar ettersom den bidrar til å øke kvaliteten på produktet, redusere kostnadene, samt forbedre arbeidsmiljøet for de ansatte. Anleggene gir også mulighet for fleksibilitet til å slakte fisken på biologiske betingelser (SalMar, 2020a).

Imiterbarhet

Anleggene kan til en viss grad karakteriseres som imiterbar da selve teknologien bak anleggene vil være mulig for konkurrentene å kopiere. Det er imidlertid to grunner til at ressursen kan være vanskelig for andre aktører å imitere. For det første kreves det en betydelig investering for å kunne bygge et tilsvarende anlegg. I tillegg er det å kunne utnytte kapasiteten en forutsetning for at en slik investering skal bli lønnsom for et selskap. Det at InnovaMar fortsatt er det største anlegget med klar margin tyder på at det finnes barrierer. På grunn av ulemper som økt smittefare ved store anlegg og usikkerhet rundt det å kunne utnytte produksjonskapasiteten forventes det at disse anleggene vil være et konkurransefortrinn for SalMar også i fremtiden.

Mobiliserbarhet

InnovaMar og InnovaNor vil gi SalMar økonomisk verdi gjennom stordriftsfordelene som oppnås ved disse anleggene og teknologien som tas i bruk. Når InnovaNor er ferdigstilt vil

anleggene dekke den totale produksjonen i hvert av SalMars segmenter i Norge og dermed kunne bidra til å optimalisere logistikken ytterligere (SalMar, 2020a).

Approprierbarhet

Produksjonsanleggene kan definitivt vurderes som approprierbar ettersom den økte kvaliteten på produktene og de reduserte kostnadene ikke havner hos andre aktører enn SalMar.

Konklusjon InnovaMar og InnovaNor

InnovaMar og InnovaNor gir SalMar et konkurransefortrinn ved å bidra til lavere enhetskostnader enn konkurrentene, en viktig faktor for å kunne oppnå høyere lønnsomhet i oppdrettsbransjen. Teknologien knyttet til disse anleggene vil kunne imiteres, men per dags dato vil det for mange selskap ikke være hensiktsmessig med anlegg av slik størrelse. Vi ser derfor på denne ressursen som et *mulig varig konkurransefortrinn*.

Oppsummering SVIMA-analyse

Vi har i denne delen identifisert de ressursene som potensielt gir SalMar konkurransefortrinn og brukt SVIMA-verktøyet for å vurdere disse ressursene. Vi karakteriserer SalMars satsning på havbasert oppdrett som et midlertidig fortrinn. Dette fordi de som første selskap fikk utdelt utviklingstillatelser og åtte av disse har allerede blitt konvertert til ordinære tillatelser. SalMar vil derfor ha et forsprang når det kommer til kunnskap og drift av anlegg til havs selv om de er nødt til å dele teknologi og mye av kunnskapen med resten av bransjen.

Videre vurderer vi InnovaMar og InnovaNor som et mulig varig fortrinn først og fremst fordi få selskap har muligheten til å kunne utnytte kapasiteten ved slike anlegg. Ved å ha anlegg på denne størrelsen får SalMar en lavere enhetskostnad, i tillegg gjør bruk av innovativ teknologi at fiskens kvalitet økes. Ved å ha to unike anlegg i nærheten av hvert segment bidrar også til økt fleksibilitet til å optimalisere logistikken.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
SalMar Ocean	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
InnovaMar/ InnovaNor	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Mulig varig fortrinn

Tabell 4-2: Analyse av SalMars konkurransefortrinn i oppdrettsbransjen

4.3 SWOT – Analyse

For å oppsummere resultatene fra den strategiske analysen vil vi gjennomføre en SWOT-analyse. SWOT analysen er et verktøy for å evaluere en organisasjons styrker, svakheter og muligheter og trusler som kan påvirke organisasjonens utvikling. Selskapets styrker og svakheter har vi identifisert gjennom den interne analysen ved bruk av SVIMA verktøyet. Videre er potensielle muligheter og trusler kartlagt i den eksterne analysen ved hjelp av PESTEL og Porters fem markedskrefter.

<p>Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> • Havbasert lakseoppdrett • InnovaMar og InnovaNor • Naturlige konkurransefortrinn • Innovasjon og forskning • Kostnadsleder • Kapasitetsutnyttelse 	<p>Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stor avstand til flere av de viktigste markedene • Innhold av soya i fiskefôr
<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Svak kronekurs • Lave renter • Økt fokus på helse blant verdens befolkning • Viktigheten av mer klimavennlig matproduksjon • Lav intern rivalisering i bransjen • Økende befolkning og velstands 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lakselus og rømming • Markedsadgang • Strengere reguleringer • Konsumenter får økt makt/ blir mer krevende • Koronapandemien • Nye teknologiske løsninger som gjør at flere aktører i andre land kan etablere seg • Mer ekstremvær

Figur 4-6: Oppsummering av strategisk analyse ved bruk av SWOT

PESTEL analysen avdekket at framtidssiktene for oppdrettsbransjen ser lovende ut, med muligheter for videre og god lønnsomhet, på tross av den pågående koronapandemien og problemer knyttet til blant annet lakselus og rømming. Ved å bruke Porters rammeverk kunne vi se at bransjen fremstår som attraktiv. Med høye etableringsbarrierer, lav intern rivalisering og en voksende etterspørsel etter laks på verdensbasis kan man forvente høy lønnsomhet også i fremtiden. Her er det spesielt utvikling av landbaserte oppdrettsanlegg som kan true den sterke posisjonen norsk lakseoppdrett har i dag. I SVIMA-analysen konkluderte vi med at SalMar

innehar et mulig varig konkurransefortrinn knyttet til deres produksjonsanlegg InnovaMar og InnovaNor, og et midlertidig fortrinn i deres satsing på havbaserte oppdrettsanlegg. Totalt sett vurderer vi SalMars strategiske fordel som betydelig.

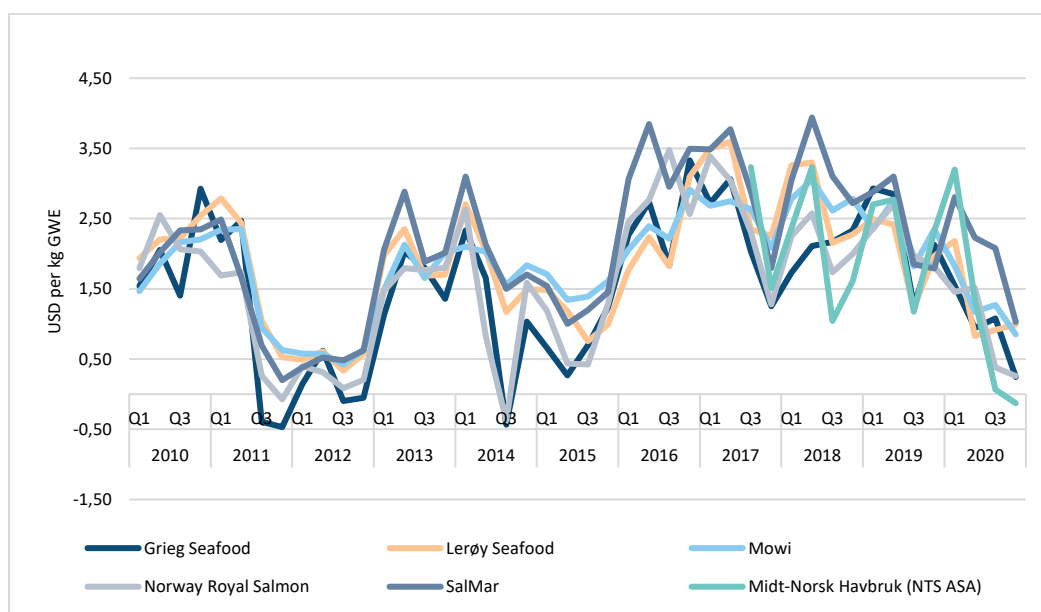
5 Regnskapsanalyse

5.1 Tidshorisont for analyse av regnskapet

Å benytte seg av en fornuftig tidshorisont ved analyse av regnskap er svært viktig for å få et nøyaktig helhetsbilde av den historiske inntjeningen til et selskap. En valgt periodisering kan ha betydelig innvirkning på hvorvidt man får et rettmessig bilde av selskapets virkelige inntjening. I økonomiske oppgangstider vil selskapene vanligvis, relativt enkelt, oppnå organisk vekst ettersom andre utenforstående faktorer har positiv innvirkning på inntjeningen. Følgelig kan en bestemt periode som utgjør en kort tidsperiode, gi et inntrykk som baseres på kunstig høy inntjening og vekst. Knivsflå (2021c) argumenterer for at selskaper som har opplevd høy vekst i de siste årene, spesielt gjennom oppkjøp og fusjoner bør analyseres over en kortere tidsperiode. Selskaper som imidlertid hovedsakelig har vokst organisk bør derimot analyseres over en lengre periode ettersom historisk utvikling ofte gjentar seg selv. Følgelig vil historiske disse historiske regnskapene være forholdsvis representative for framtidig inntjening og vekst. På den andre siden, anbefaler Koller et al. (2020) at ved analyse av regnskap for verdsettelsesformål, bør det benyttes en så lang tidsperiode som mulig, eksempelvis en 10-års periode, uavhengig av selskapets vekst eller utenforstående økonomiske faktorer. Dette underbygges videre ved at selskaper over tid vil vende tilbake til en normalisert inntjening. I tillegg vil man ved hjelp av en lengre tidshorisont kunne identifiserer trender og sykliske svingninger på kort sikt. Kinserdal (2020) argumenter for at det bør benyttes 3 eller 5 år med historiske tall ved regnskapsanalyse, ettersom selskaper endres kontinuerlig og følgelig hvordan selskapene skaper inntjening. Et eksempel på dette er hvordan SalMar i de seneste årene har investert tungt i havbasert oppdrett og at dette i stor grad skiller seg fra selskapets tidligere operasjonelle drift.

Som nevnt under den strategiske analysen, har norske oppdrettsnæringen i løpet av de siste tiåret vært betydelig av oppkjøp og konsolideringer. En av årsakene til dette er trafikklyssystemet, som i praksis gjør at oppdretterne hovedsakelig oppnår vekst gjennom oppkjøp eller konsolideringer. SalMar har i stor grad tatt del i konsolideringsbølgen som har vært i bransjen, i tillegg til store satsninger på havbasert oppdrett for å skaffe utviklingskonsesjoner, som til slutt kan omgjøres til ordinære matfiskkonsesjoner. Konsolideringene og nysatsningene taler i seg selv for en kort tidshorisont, ettersom regnskaper som er eldre enn 3-5 år i mindre grad vil kunne representere SalMars nåværende situasjon og

kilden til inntjening. Et viktig moment er at oppdrettere av atlantisk laks og deres fortjeneste er svært avhengig av lakseprisene de kan oppnå i markedene. Som vi så under avsnitt 2.2.5, har lakseprisene historisk hatt store periodiske svingninger, som gjør at sektoren karakteriseres som syklisk. Figur 5-1 nedenfor, illustrerer historisk utvikling i operasjonell EBIT for norske oppdrettere, notert på Oslo Børs. Ser man denne i sammenheng med lakseprisene, ser vi at det naturligvis er en stor sammenheng mellom prisoppnåelse for oppdretterne og den lakseprisen i markedet.



Figur 5-1: Utvikling i Operasjonell EBIT for norske, børsnoterte oppdrettere i perioden 2010-2020

Koller et al. (2020) påpeker at en lengre tidshorison på regnskaper fanger opp år med lave priser og år med høye priser, og derfor hensyntar de sykliske svingningene i sektoren. Kinserdal (2020) argumenterer i likhet med Koller for at sykliske bransjer, spesielt fiskeoppdrett, bør tilegnes en lengre tidshorison, til tross for at dette kan ha innvirkning på relevansen av regnskapene som benyttes i analysen.

Tar man disse momentene i betraktning, anser vi en 5-10 års periode som det tidsperspektivet som i størst grad hensyntar de sykliske svingningene i oppdrettssektoren. At et selskap opplever nedgang i resultater, trenger ikke nødvendigvis konstituere en nedadgående trend, det kan simpelthen skyldes at selskapet befinner seg i en av bransjens sykliske svingninger. Til tross for at SalMar de siste årene har gjennomført store nysatsninger og oppkjøp, anser vi sektorens sykliske svingninger som en mer betydningsfull faktor ved identifisering av selskapets underliggende økonomiske forhold basert på regnskap. For å hensynta de sykliske svingningene

i sektoren, vil regnskapsanalysen av SalMar omhandle årsregnskapene for perioden 2014 til 2020.

5.2 Detaljnivå og avgrensninger

SalMar er i dag et vertikalt, hel-integrert selskap som omfatter hele verdikjeden innen oppdrett, herunder produksjon av rogn og smolt, til oppdrett i sjø, videreforedling og salg (SalMar, 2020a). Følgelig kan det argumenteres for at hvert segmentene bør analyseres separat, istedenfor som en enhet. Årsaken til dette er at de forskjellige segmentene har ulik kjernedrift og eksponering mot forretningsrisiko. Formålet med å analysere segmentene separat er å fange opp trender eller faktorer som har innvirkning på et enkelt segment, som man ellers ikke ville identifisert dersom man analyserer alle segmentene samlet. Til tross for dette er det tilgangen på regnskap og informasjon om segmentene ofte begrenset jfr. IFRS8, segmentrapportering (Kinserdal, 2021e), som også er tilfellet i årsrapportene til SalMar.

Videre anser vi SalMar som et selskap der de ulike segmentene innad i selskapet er utelukkende avhengige av hverandre. Følgelig vil risikofaktorer som svingninger i pris, teknologiske endringer, biologiske-og miljømessige faktorer være felles for alle segmentene. Basert på dette vil derfor de ulike segmentene ikke analyseres isolert, men analysen vil omfatte selskapet som en helhetlig enhet.

En annen sentral avgrensning er hvorvidt analysen skal baseres på konsernregnskapet eller SalMar ASA som morselskap. Et at formålene med konsoliderte regnskapstall er å eliminere interne transaksjoner innad i selskaper. Knivsflå (2021d) og Kinserdal (2021e) argumenterer for at konsernregnskapet gir en mer presis framstilling av selskaper ettersom man eliminerer interne transaksjoner som kan gi opphav til forstyrrelser i analyser. Kaldestad & Møller (2016) foreslår at man benytter konsernets regnskapstall for selskaper med integrert virksomhet. Med utgangspunkt i at de ulike segmentene i SalMar er integrerte og avhengige av hverandre, samt at årsrapportene ikke inneholder tilstrekkelig informasjon for våre analyseformål, vil denne analysen baseres på konsernregnskapet til SalMar.

5.3 Historiske resultatregnskap

I dette avsnittet vil SalMars resultatregnskaper fra 2014-2020 presenteres. Regnskapene er innhentet fra selskapenes årsrapporter for hver respektiv periode. Videre i neste avsnitt, vil resultatregnskapet omgrupperes for analyseformål og verdivurdering. Tabell 5-1 nedenfor viser SalMars rapporterte resultatregnskap for vår analyseperiode:

Resultatregnskap Salmar ASA - Tabulert	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	7 185 887	7 327 134	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
- Varekostnad	3 175 292	3 562 811	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 600
- Lønnskostnader	710 430	765 881	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	1 320 000
- Andre driftskostnader	1 142 953	1 272 186	1 337 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 200
- Avskrivinger	275 765	307 280	358 020	414 686	487 778	716 807	812 100
= Driftsresultat før unormale kostnader	1 881 447	1 418 976	2 471 647	3 166 153	3 460 811	3 069 238	3 007 500
+/- Virkelig verdiendringer biologiske eiendeler	(38 963)	147 263	1 052 535	(927 767)	934 782	(151 584)	(179 532)
+/- Virkelig verdiendringer driftsrelaterte eiendeler	(193 386)	(107 331)	(398 580)	557 752	(88 951)	118 588	
- Nedskrivinger av driftsrelaterte eiendeler	2 399	14 169	-	3 926	-	1 642	31 121
+Engangsgvinster og tap	(628)	(893)	(26 600)			(2 400)	
= Driftsresultat	1 646 071	1 443 846	3 099 002	2 792 212	4 306 642	3 032 200	2 796 847
+ Normalt nettoresultat tilknyttet selskap	96 136	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208
+ Normale Finansinntekter	9 057	3 477	5 014	11 109	10 965	12 465	10 264
- Normale Finanskostnader	124 193	98 780	106 328	106 961	116 101	170 190	149 854
+ Unormale Finansinntekter	2 044	685	78 142	-	-	236 926	1 321
- Unormale Finanskostnader	902	5 744	7 194	49 100	1 871	74 093	160 261
= Resultat før skatt, diskontinuerlig drift og minor	1 628 213	1 383 726	3 355 480	2 856 201	4 452 568	3 155 963	2 540 525
- Normal skattekostnad	413 364	254 891	691 090	558 403	873 343	613 877	563 400
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minor	1 214 849	1 128 835	2 664 390	2 297 798	3 579 225	2 542 086	1 977 125
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet							
- Netto minoritetsresultat	22 997	25 506	13 910	23 816	10 812	56 452	29 272
= Årsresultat til majoritet	1 191 852	1 103 329	2 650 480	2 273 982	3 568 413	2 485 634	1 947 853
+ Andre resultatelementer	62 063	63 180	(95 865)	33 768	(729)	39 908	212 083
= Totalresultat til majoritet	1 253 915	1 166 509	2 554 615	2 307 750	3 567 684	2 525 542	2 159 936
Utdelt utbytte	896 000	1 120 000	1 121 199	1 347 788	2 138 356	2 592 997	1 469 900

Tabell 5-1: Rapportert Resultatregnskap SalMar ASA, 2014-2020

Balanseoppstilling - SalMar ASA							
Tall i 1 000NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Konsesjoner, patenter, lisenser	2 451 271	2 466 171	2 464 332	2 478 510	2 957 486	4 295 467	6 385 101
Goodwill	447 372	447 372	446 464	446 465	446 465	446 465	441 130
Sum immatrielle eiendeler	2 898 643	2 913 543	2 910 796	2 924 975	3 403 951	4 741 932	6 826 230
Tomter bygninger og annen fast eiendom	489 496	617 182	882 066	1 030 052	1 100 269	4 369 921	5 554 028
Maskiner og anlegg	-	1 554 914	1 981 840	2 314 523	2 234 617	-	-
Skip, rigger, fly og lignende	-	239 863	273 616	260 195	256 604	-	-
Driftsløsøre, inventar, verktøy etc	1 528 079	-	-	-	-	-	-
Rett-til-bruk eiendeler	-	-	-	-	-	569 700	848 767
Sum varige driftsmidler	2 017 575	2 411 959	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795
Investeringer i aksjer og andeler	519	289	289	393	394	472	472
Investeringer i tilknyttet selskap	523 711	627 681	908 400	1 023 796	1 188 971	717 819	752 562
Pensjonsmidler	1 592	1 397	1 379	1 379	7 324	1 510	7 217
Andre finansielle fordringer	13 403	6 840	49 949	55 284	18 812	94 415	90 747
Sum finansielle anleggsmidler	539 225	636 207	960 017	1 080 852	1 215 501	814 216	850 998
Totale Anleggsmidler	5 455 443	5 961 709	7 008 335	7 610 597	8 210 942	10 495 769	14 080 022
Biologiske eiendeler - Virkelig verdi	3 114 684	3 306 052	4 997 001	4 135 523	5 305 616	5 720 810	5 988 790
Biologiske eiendeler - Historisk kost	3 153 647	3 158 789	3 944 466	5 063 290	4 370 834	3 766 800	4 221 937
Biologiske eiendeler - Verdjusteringer	(38 963)	147 263	1 052 535	(927 767)	934 782	1 954 010	1 766 853
Andre varer	206 454	328 216	224 783	259 050	459 934	468 728	681 081
Sum varer	3 321 138	3 634 268	5 221 784	4 394 573	5 765 550	6 189 538	6 669 789
Kundefordringer	888 219	815 540	595 773	501 112	630 061	739 429	588 989
Andre fordringer	292 644	258 288	302 079	242 866	289 416	330 331	435 947
Sum fordringer	1 180 863	1 073 828	897 852	743 978	919 477	1 069 760	1 024 936
Bankinnskudd, kontanter og lignende	166 963	273 696	273 715	177 098	239 595	230 990	223 447
Totale omløpsmidler	4 668 964	4 981 792	6 393 351	5 315 649	6 924 622	7 490 288	7 918 172
SUM EIENDELER	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 246	15 135 564	17 986 057	21 998 194
Selskapskapital	28 325	28 325	28 325	28 325	28 325	28 325	28 325
Egne aksjer	(325)	(295)	(246)	(189)	(140)	(94)	(58)
Overkursfond	415 286	415 286	415 286	415 286	415 286	415 286	415 286
Annen innskutt egenkapital	34 834	57 768	85 673	114 188	153 895	201 508	248 394
Sum innskutt egenkapital	478 120	501 084	529 038	557 610	597 366	645 025	691 947
Fond	4 598 535	4 646 272	6 069 363	7 022 449	8 450 748	8 362 685	9 159 069
Sum opptjent egenkapital	4 598 535	4 646 272	6 069 363	7 022 449	8 450 748	8 362 685	9 159 069
Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
Sum egenkapital konsern	5 137 277	5 227 040	6 680 833	7 668 128	9 139 843	9 740 101	10 986 902
Pensjonsforpliktelsler	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skatt	1 262 594	1 230 815	1 495 301	1 362 222	1 541 431	1 757 557	1 828 109
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 780 174	2 371 338	2 079 001	811 027	689 927	2 751 570	3 677 627
Leasingforpliktelsler og annen langsiktig gjeld	411 388	390 035	360 556	344 972	329 190	488 871	769 128
Sum langsiktig gjeld og forpliktelsler	3 454 156	3 992 188	3 934 858	2 518 221	2 560 548	4 997 998	6 274 864
Gjeld til kredittinstitusjoner (kortsiktig)	276 667	140 421	198 613	243 633	733 583	381 539	1 438 435
Kortsiktig leieforpliktelse	-	-	-	-	14 604	140 733	164 567
Leverandørgjeld	409 485	649 274	1 199 402	1 248 975	1 194 760	1 305 050	2 056 323
Betalbar skatt	321 839	292 320	423 223	672 448	690 717	588 455	537 833
Skyldig offentlige avgifter	143 757	153 262	189 136	170 716	300 591	218 923	110 839
Annen kortsiktig gjeld	381 226	488 996	775 621	404 125	500 917	613 258	428 430
Sum kortsiktig gjeld	1 532 974	1 724 273	2 785 995	2 739 897	3 435 172	3 247 958	4 736 427
SUM GJELD	4 987 130	5 716 461	6 720 853	5 258 118	5 995 720	8 245 956	11 011 291
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 246	15 135 563	17 986 057	21 998 193

Tabell 5-2: Balanseoppstilling SalMar ASA, 2014-2020

Egenkapitaloppstilling Salmar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital per 01.01.	5 060 783	5 137 277	5 227 040	6 680 833	7 668 128	9 139 843	9 740 101
+ Totalresultat til majoritet	1 253 915	1 166 509	2 554 615	2 307 750	3 567 684	2 525 542	2 191 100
- Betalt utbytte	896 000	1 120 000	1 121 199	1 347 788	2 138 356	2 592 997	1 469 900
+ Netto kapitalinnskudd	-280 918	43 353	20 377	27 333	42 387	667 713	525 699
+ Dirty surplus	-503	-99	-	-	-	-	-
Egenkapital per 31.12.	5 137 277	5 227 040	6 680 833	7 668 128	9 139 843	9 740 101	10 987 000
Endring i egenkapital	76 494	89 763	1 453 793	987 295	1 471 715	600 258	1 246 899

Tabell 5-3: Egenkapitaltransaksjoner SalMar ASA, 2014-2020

5.4 Omgruppering av regnskapet

Formålet ved omgruppering regnskapet ved analyseformål er å kunne identifisere kilden til verdiskaping og hvordan denne verdien distribueres til eiere og kreditorer (Koller et al., 2020). Et tradisjonelt regnskap gir i liten innsikt i et selskaps underliggende vekst og fortjeneste, ettersom det er de operasjonelle eiendelene fra drift som er den primære drivkraften for verdiskaping (Kinserdal, 2021e). Årsaken er at balanseregnskapet blander operasjonelle eiendeler, ikke-operasjonelle eiendeler og finansielle eiendeler. I likhet med balansen blander også resultatregnskapet operasjonelle inntekter, renteinntekter, amortisering av kjøpte immaterielle eiendeler og andre ikke-operasjonelle eiendeler (Koller et al. 2020, s.169).

Videre, har regnskapsstandarden IFRS16 har gjort at rapporterte regnskaper som følger denne standarden i større grad belyser selskapets resultater fra et kreditors perspektiv, der eiendeler grupperes etter likviditet og gjeld etter forfallstidspunkt. (Kinserdal, 2021e). Ved en verdivurdering ønsker vi imidlertid at balansen skal være investor orientert, der man ønsker å estimere verdien av selskapets egenkapital (Kinserdal, 2021e). Fokuset skal være på operasjonell drift framfor finansiering (Knivsflå, 2021d). Metodikken som benyttes for å estimere egenkapitalverdien er først å finne selskapets totale verdi for så å korrigere denne for netto finansiell gjeld, som er summen av finansielle eiendeler fratrukket finansiell gjeld. Videre vil de historiske resultatene normaliseres ved å eliminere poster som ikke vil gjenta seg. Dette vil være unormale engangseffekter, samt at effektene fra sykliske svingninger vil hensyntas for å identifisere den underliggende inntjeningen i selskapet.

Som nevnt, vil altså de driftsrelaterte eiendelene være det som skaper resultatet og følgelig verdien i selskapet. Dermed vil verdien av selskapets egenkapital være nåverdien av resultatet eller kontantstrømmen fra de operasjonelle eiendelene. Finansiell eiendeler eller gjeld vil følgelig være poster som forrentes utenfor driftsresultatet. Derfor skaper ikke disse postene direkte inntjening til selskapet og dermed kan de selges uten å påvirke operasjonell drift (Kinserdal, 2021e).

5.5 Omgruppering – skillet mellom driftsrelatert og finansielt

Det analytiske resultatregnskapet oppnås ved å justere for verdijusteringer, avsetninger eller lignende. Formålet er å identifisere selskapets underliggende inntjening og forstå hva som skaper driftsresultatet. I tillegg er det svært viktig at omgrupperingen av balansen og at de postene som tas med i driftsresultatet er konsistente (Kinserdal & Plenborg, 2021, s.140). Dette impliserer at dersom *investeringer i tilknyttet selskap* er plassert som en driftsrelatert post, må også inntektene fra tilknyttede selskaper tas med i driftsresultatet. Videre vil dermed historiske regnskapstall analyseres for å avdekke unormal poster og ekskludere inntekter eller kostnader i tråd med omgrupperingen. For å gjøre dette benyttes rammeverket til Knivsflå (2021e). Rammeverket gir en metodisk og grundig gjennomgang av de ulike postene og sammenhengene i regnskapet.

5.5.1 Omgruppering av resultatregnskapet for investororientert analyse

For å omgruppere av resultatregnskapet, benyttes Knivsflås (2021e) stegvise modell som består av fire trinn.

Trinn 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat, FNR

Selskapets fullstendige nettoresultat består av årsresultatet (ÅRE), andre fullstendige resultatelementer (AFR) og såkalt dirty surplus (DSP) etter IFRS:

$$NFR = \text{ÅRE} + \text{AFR} \pm \text{DSP}$$

Andre fullstendige resultatelementer omtales som «other comprehensive income» under IFRS og dermed skal det ikke foreligge noen form for «dirty surplus» (Knivsflå, 2021e). Sistnevnte omhandler inntekter eller kostnader som føres direkte mot selskapets egenkapital, fremfor å ha påvirkning gjennom resultat. Derfor finnes det endringer i selskapets egenkapital som ikke skyldes hverken resultat eller kapitalinnskudd. (Knivsflå, 2021e). «Dirty surplus» bryter med kongruensprinsippet i regnskapsloven 4-3 som stadfester at inntekter og kostnader skal resultatføres. SalMar gjennomfører egenkapitaltransaksjoner i analyseperioden gjennom posten «andre endringer». Det foreligger ingen ytterligere informasjon i notene om egenkapitaltransaksjonen og følgelig legges posten som «dirty surplus».

Fullstendig nettoresultat		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ÅRE	Årsresultat Majoritet	1 192 480	1 103 290	2 650 990	2 297 798	3 568 413	2 488 035	2 159 936
AFR	+Andre fullstendige resultatelementer	62 063	63 180	(95 865)	33 768	(729)	39 908	212 083
"FNR"	=Totalresultat	1 254 543	1 166 470	2 555 125	2 331 566	3 567 684	2 527 943	2 372 019
DSP	+Dirty surplus	(503)	(100)	(989)	162	2 518	337	(5 700)
FNR	=Fullstendig nettoresultat	1 254 040	1 166 370	2 554 136	2 331 728	3 570 202	2 528 280	2 366 319

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat SalMar ASA, 2014-2020

Etter å ha indentifisert det fullstendige nettoresultatet, fordeles dette så på de ulike resultatelementene slik at disse stemmer overens med den kapitalen benyttes for å skape selskapets driftsresultat.

Trinn 2: Omgruppering – klassifisering av poster

I det følgende vil de ulike postene i resultatregnskapet nå gjennomgå og klassifiseres som driftsrelatert eller finansiell eiendel eller gjeld. Videre, i steg 3, vil poster som inneholder engangseffekter og er transitoriske normaliseres.

Salgsinntekter omhandler SalMars oppdrettsvirksomhet og stammer fra salg av oppdrettslaks til kunder. Det er også *andre driftsinntekter* som er knyttet til prosessering av fisk. Begge postene utgjør selskapets *driftsinntekter* og klassifiseres følgelig som driftsrelaterte og som normale poster.

Varekostnader omhandler hovedsakelig selskapets kostnader knyttet til oppdrett av laks. Kjøp av smolt, fôr, behandlinger etc. Posten er utelukkende driftsrelatert ettersom den løper parallelt med produksjonen og klassifiseres følgelig som normal.

Lønnskostnader klassifiseres også som driftsrelaterte og normale. I posten for lønnskostnader foreligger det også kostnader knyttet til pensjon. Fra årsrapporten fremkommer det at SalMars *pensjonskostnad* kan deles inn i en ytelsesbasert del og en innskuddsbasert del. I tillegg

Avskrivninger og nedskrivninger følger også parallelt med selskapets operasjonelle drift og følgelig klassifiseres disse som driftsrelaterte og normale.

Andre driftskostnader fremkommer det i SalMars årsrapport at omhandler avsetninger som følger av tap på kundefordringer, vedlikehold av driftsutstyr og lignende. Posten klassifiseres som driftsrelatert og normal.

Finansinntekter og Finanskostnader omhandler henholdsvis renteinntekter og rentekostnader. Disse inntektene og kostnadene er finansposter som forekommer årlig og følgelig kan predikeres fram i tid.

På lik måte er *unormale finansinntekter og unormale finanskostnader* en samlepost som omtales som *Netto Unormal Finansresultat*. Fra årsrapportene i analyseperioden ser man at

disse postene har variert svært mye, noe som gjør at det er svært vanskelig å predikere posten og følgelig klassifiseres denne som unormal.

Netto minoritetsresultat antas å være regelmessig og klassifiseres derfor som driftsrelatert og normal.

Andre resultatelementer består av en samlepost med av varierende omfang gjennom analyseperioden, både i beløp og innhold. Ofte omhandler posten omregningsdifferanser og andre justeringer. Vi anser posten som lite uregelmessig og følgelig ansees posten som unormal, og vil videre diskuteres i neste avsnitt.

Skattekostnaden til selskapet har fra informasjonene som gis i årsregnskapene intet klart skille mellom normal og unormale skattekostnader. Det skilles dog mellom utsatt- og betalbar skatt, noe som vi antar kommer som et resultat av midlertidige forskjeller og følgelig klassifiseres som normale poster. Med utgangspunkt i dette klassifiseres hele skattekostnaden til SalMar som normal, til tross for at vi anerkjenner at skattekostnaden fortrinnsvis burde vært skilt ut som en normal og unormal skattekostnad.

Klassifiseringen av postene og normaliseringen av resultatregnskapet ulike poster er nå diskuteres og det vil i neste avsnitt fokuseres på spesielle engangseffekter- og hendelser som det vil normaliseres, før det avslutningsvis i kapitlet vil bli fordelt en skattekostnad for hver post slik at de omgrupperte omstillingene er etter skatt, i tråd med investorenes perspektiv.

Trinn 3: Omgruppering – Normalisering av poster

Som nevnt innledningsvis i kapitlet, normaliseres historiske regnskapstall for engangseffekter for å identifisere det underliggende resultatet til selskapet. Et tradisjonelt regnskap gir i liten grad innsikt i et selskaps underliggende vekst og fortjeneste, ettersom det er de operasjonelle eiendelene fra drift som er den primære drivkraften for verdiskaping (Kinserdal, 2021e). Skillet mellom unormale og normale poster beror på subjektiv vurdering, basert på noteinformasjon. Dersom det ikke foreligger tilstrekkelig noteinformasjon i årsrapporten og vil det ikke være mulig å isolere disse postene. En annen måte å skille de normale og unormale postene på er å undersøke hvorvidt det foreligger et «normalnivå» for posten i løpet av analyseperioden og kun justere dersom det er store avvik. I det følgende gjennomgås transitoriske -og unormale poster for henholdsvis driftsrelaterte og finansielle poster:

Unormale eller transitoriske driftsrelaterte poster:

- 1- *Engangsgevinster knyttet til oppkjøp* klassifiseres som en unormal post, ettersom disse engangsgevinstene er ekstraordinære og ikke kommer konsekvent i løpet av analyseperioden. Disse gevinstene forekommer i noen tilfeller i løpet analysert periode.
- 2- *Særskilte biologiske hendelser* klassifiseres som en unormal post. Posten omhandler utenforstående hendelser inntreffer i produksjonssyklusen av laks og resulterer i betydelig dødelighet i produksjonen. Disse hendelsene omhandler vanligvis store rømminger eller myndighetspålagt sanering av laks, som fører til at dødeligheten overskriver et normalnivå (SalMar, 2018).
- 3- *Tapskontrakter* klassifiseres som en unormal post. Posten omhandler bindende avtaler som gir negativ netto nåverdi for selskapet. Forekommer en gang i løpet av perioden.
- 4- *Restruktureringskostnader*, denne posten klassifiseres delvis som unormal. SalMar har i løpet av analyseperioden foretatt en rekke oppkjøp og følgelig vil det påløpe noe restrukturerings og/eller transaksjonskostnader knyttet til dette, og dermed vil dette være en del av operasjonell drift. Til tross for dette opplyses det i selskapets årsrapporter hvorvidt disse kostnadene befinner seg innenfor et normalnivå eller ikke. I forbindelse med oppkjøp av Icelandic Salmon i 2019, fremkommer det av årsrapporten at det påløpte 2.4 MNOK i transaksjonskostnader knyttet til oppkjøpet og vi velger å normalisere for effekten.
- 5- *Verdijusteringer av biologiske eiendeler* ansees som en unormal i post i regnskapet. Posten omhandler at selskapets biologiske eiendeler føres til virkelig verdi etter IAS 41, basert på en forwardpris som er konsistent med forventet slaktetidspunkt for den respektive biomassen. Posten utgjør betydelige skjønsmessige vurderinger og opphav til betydelige justeringer fra år til år ettersom lakseprisen er syklisk og volatil. Følgelig klassifiseres posten som en unormal post for å redusere støy og bedre presisjon i verdivurderingen. Det samme gjelder også for *andre driftsrelaterte verdijusteringer* som ofte omhandler fishpoolkontrakter, verdiendringer på terminkontrakter og andre justeringer.
- 6- *Nedskrivinger av driftsrelaterte eiendeler* ansees som en unormal post.

Trinn 4: Fordeling av skattesatsen

For å identifisere de respektive resultatelementene i SalMar, må skattekostnaden splittes for å kunne få et mest mulig nøyaktig og nøkternt bilde av resultatene. Ettersom det ikke foreligger noen ytterligere informasjon i notene til SalMars regnskap angående skattekostnadene, er det ikke mulig å identifisere, for så å isolere unormale skattekostnader. Følgelig ansees hele skattekostnaden til selskapet til å være normal og vil fordeles til de ulike resultatelementene. For å beregne driftsskattesatsen til SalMar i analyseperioden, benyttes metoden fra Knivsflå (2021d) med følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - fiss * FI - ufrss * UFR + fkss * FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Der $NSK - fiss * UFR - fkss * FK = \text{Driftsrelatert skattekostnad}$ og $DR + UDR = \text{Driftsresultat før skatt}$

NSK = Normal Skattekostnad fiss = Finansinntektsskattesats

FI = Finansinntekt ufrss = Unormal finansresultatsskattesats

UFR = Unormalt finansresultat fkss = Finanskostnadsskattesats

Finansinntektsskattesats: Når en skattesats på finansinntekter skal estimeres, er det flere faktorer som har innvirkning. Per i dag skatlegges hverken utbytte og gevinster knyttet til aksjer på selskapsnivå i Norge, ihht. Sktl 2-38. Dette fører til at skattesatsen på finansinntekter for norske selskaper ikke er lik skattesatsen på selskapsnivå. Effekten av dette er at effektiv skattesats på normale finansinntekter og unormale finansresultater reduseres. Ettersom det ikke foreligger tilstrekkelig detaljert informasjon i notene, kan ikke den effektive skattesatsen for finansinntekter beregnes og følgelig vil Knivsflås (2021d) anbefaling benyttes, der 2/3 av selskapsskatten benyttes som en proxy for finansinntektsskattesatsen. Finansinntektsskattesatsen blir ved hjelp av Knivsflås rammeverk estimert til 18% i analyseperioden.

Unormal finansresultatsskattesats: For å beregne denne skattesatsen benyttes samme argumentasjon som ovenfor og følgelig samme sats på 18% i analyseperioden.

Netto finanskostnad: For netto finanskostnader benyttes nominell skattesats for selskaper i Norge som i løpet av analyseperioden var på 27% fra 2014-2017, 23% i 2018 og 22% i 2019-2020.

Normalisert driftsskattesats (ndss): For å kunne beregne netto driftsresultat på selskapets operasjonelle drift, normaliseres skattesatsen ved å beregne et aritmetisk gjennomsnitt og medianen av skattesatsene i analyseperioden. Videre benyttes det estimatet som i størst grad er tilnærmet selskapsskatten. I beregningen av normalisert driftsskattesats benyttes den verdien som er likest den nominelle skattesatsen.

Unormal driftsskattesats: Differansen mellom driftsskattesatsen og den normaliserte skattesatsen, altså dss-ndss.

Tabellene nedenfor oppsummer identifiseringen av unormale poster og fordelingen av skattekostnader. Fordelingene og resultatene er gjort i tråd med omgrupperingene av resultatregnskapene.

Unormalt Netto Finansresultat (NOK 1 000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Unormale finansinntekter	2 044	685	78 142	-	-	236 926	1 321
-Unormale finanskostnader	902	5 744	7 194	49 100	1 871	74 093	160 261
= Unormalt Finansresultat	1 142	(5 059)	70 948	(49 100)	(1 871)	162 833	(158 900)
- Skatt på unormalt finansresultat (18%)	206	(911)	12 771	(8 838)	(337)	29 310	(28 602)
+ Andre finansielle resultatelementer							
+ Finansielt dirty surplus							
= Unormalt netto finansresultat	936	(4 148)	58 177	(40 262)	(1 534)	133 523	(130 298)

Tabell 5-5: Unormal Netto Finansresultat SalMar ASA, 2014-2020

Unormalt Netto Driftsresultat (NOK 1 000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gevinst/tap på salg av varige driftsmidler	-628	-893					
Engangsgevinster/tap						(2 400)	
Salg av eierandeler			(26 600)				
Særskilte biologiske hendelser						(5 100)	(51 400)
Verdijusteringer - Biologiske eiendeler	(38 963)	147 263	1 052 535	(927 767)	934 782	(151 584)	(186 136)
Verdijusteringer - Avsetninger tapskontrakter	(30 629)	(91 932)	(315 985)	407 555	30 036	(1 520)	(16 030)
Verdijusteringer - Urealisert verdi Fish- Pool kontrakter	(39 160)	56 092	(144 293)	143 583	(31 395)	(270)	(8 560)
Verdijusteringer - Urealisert verdi valutaterminkontrakter	(123 597)	(71 491)	61 698	6 614	(87 592)	120 378	31 194
Sum verdijusteringer	(232 349)	39 932	653 955	(370 015)	845 831	(38 096)	(179 532)
Nedskrivinger av varige driftsmidler	2 399	14 169	-	3 926	-	1 642	-
= Unormalt driftsresultat før skatt	(235 376)	24 870	653 955	(373 941)	845 831	(47 238)	(230 932)
- Skatt på unormalt driftsresultat	(63 640)	4 855	147 739	(79 566)	176 449	(9 688)	(51 826)
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	62 063	63 180	(95 865)	33 768	(729)	39 908	84 100
+ Driftsrelatert dirty surplus	-503	-100	-989	162	2518	337	-5700
- Unormal driftsskatt normalt driftsresultat	108 370	(24 935)	32 474	-	(14 424)	(23 613)	35 019
= Unormalt netto driftsresultat	(218 546)	108 030	376 887	(260 445)	685 595	26 308	(135 725)

Tabell 5-6: Unormalt Netto Driftsresultat SalMar ASA, 2014-2020

Skattesatser SalMar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansinnteksts-kostnad (fiss)	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %
Finansskatte-kostnad (fiks)	27 %	27 %	27 %	27 %	23 %	22 %	22 %
Unormal finansskatt-kostnad (UFR)	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %
Driftsskattesats (dss)	27,04 %	19,52 %	22,59 %	21,28 %	20,86 %	20,51 %	22,44 %
Normalisert driftsskattesats (ndss)	21,28 %	21,28 %	21,28 %	21,28 %	21,28 %	21,28 %	21,28 %
Differanse dss - ndss	5,76 %	-1,76 %	1,31 %	0,00 %	-0,42 %	-0,77 %	1,16 %

Tabell 5-7: Skattesatser SalMar ASA, 2014-2020

Skattekostnader SalMar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Normal driftskattekostnad	400 330	301 927	525 912	673 687	736 384	653 066	639 929
+ Skatt på finansinntekter	1 630	626	903	2 000	1 974	2 244	1 848
- Skatt på finanskostnader	33 532	26 671	28 709	28 879	26 703	37 442	32 968
+ Skatt på unormalt driftsresultat	(63 640)	4 855	147 739	(79 566)	176 449	(9 688)	(51 826)
+ Unormal driftskatt på normalt driftsresultat	108 370	(24 935)	32 474	-	(14 424)	(23 613)	35 019
+ Unormal skattekostnad							
+ Skatt på unormalt finansresultat	206	(911)	12 771	(8 838)	(337)	29 310	(28 602)
= Rapportert Skattekostnad	413 364	254 891	691 090	558 403	873 343	613 877	563 400

Tabell 5-8: Fordeling av Skattekostnader SalMar ASA, 2014-2020

Oppsummert gir dette oss SalMars omgrupperte resultatregnskap, vist i tabell 5-9 nedenfor:

Omgruppert Resultatregnskap SalMar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	7 185 887	7 327 134	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
- Varekostnad	3 175 292	3 562 811	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 600
- Lønnskostnader	710 430	765 881	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	1 320 000
- Andre driftskostnader	1 142 953	1 272 186	1 337 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 200
- Avskrivninger	275 765	307 280	358 020	414 686	487 778	716 807	812 100
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 881 447	1 418 976	2 471 647	3 166 153	3 460 811	3 069 238	3 007 442
- Driftsrelatert skattekostnad	400 330	301 927	525 912	673 687	736 384	653 066	639 929
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 481 117	1 117 049	1 945 735	2 492 466	2 724 427	2 416 172	2 367 513
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	96 136	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208
= Netto driftsresultat	1 577 253	1 157 291	2 232 579	2 701 407	2 977 360	2 534 827	2 409 721
+ Netto Finansinntekter	7 427	2 851	4 111	9 109	8 991	10 221	8 416
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 584 680	1 160 142	2 236 691	2 710 516	2 986 351	2 545 048	2 418 137
- Netto Finanskostnader	90 661	72 109	77 619	78 082	89 398	132 748	116 886
- Netto Minoritetsresultat	22 997	25 506	13 910	23 816	10 812	56 452	29 272
= Nettoresultat til egenkapital	1 471 022	1 062 527	2 145 161	2 608 619	2 886 142	2 355 848	2 271 979
+ Unormalt netto driftsresultat	(218 546)	108 030	376 887	(260 445)	685 595	26 308	(135 725)
+ Unormalt netto finansresultat	936	(4 148)	58 177	(40 262)	(1 534)	133 523	(130 298)
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 253 412	1 166 409	2 580 226	2 307 912	3 570 202	2 515 679	2 005 956
+Netto utbetalt utbytte	1 176 918	1 076 646	1 126 433	1 320 617	2 098 487	1 915 421	759 057
= Endring i egenkapital	76 494	89 763	1 453 793	987 295	1 471 715	600 258	1 246 899
Utbytte	896 000	1 120 000	1 121 199	1 347 788	2 138 356	2 592 997	1 469 900

Tabell 5-9: Omgruppert Resultatregnskap SalMar ASA, 2014-2020

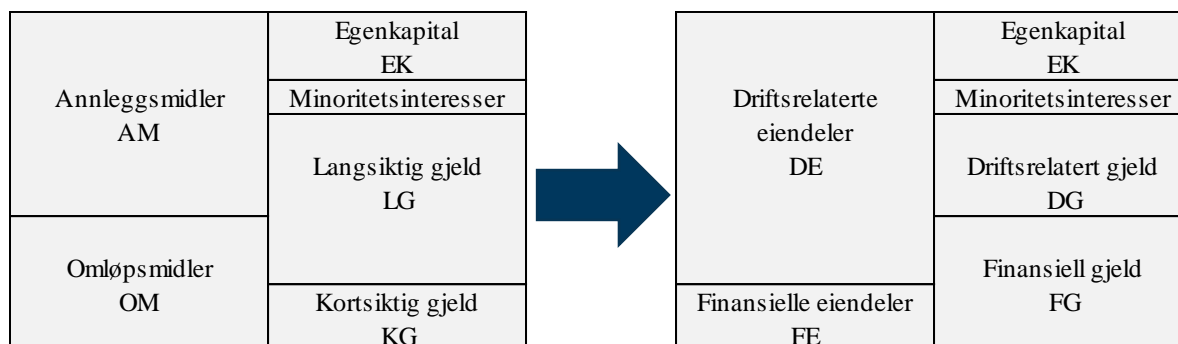
Egenkapitaloppstilling SalMar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital per 01.01.	4 903 215	5 045 982	5 263 285	7 426 980	6 849 700	9 783 995	10 545 950
+ Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 253 412	1 166 409	2 580 226	2 307 912	3 570 202	2 515 679	2 005 900
- Netto utbetalt utbytte	-503	-99	-	-	-	-	-
Egenkapital per 31.12.	5 045 982	5 263 285	7 426 980	6 849 700	9 783 995	10 545 950	11 242 043
Endring i egenkapital	142 768	217 302	2 163 695	-577 280	2 934 295	761 955	696 093

Tabell 5-10: Egenkapitaloppstilling SalMar ASA, 2014-2020

5.5.2 Omgruppering av balanseoppstillingen for investororientert analyse

I likhet med omgrupperingen av resultatregnskapet, må også balanseoppstillingen omgrupperes ettersom den etter IFRS er kreditororientert fremfor investororientert. Følgelig vil nå balanseregnskapet omorganiseres til en analytisk balanse slik som vist i figur 5-2. Den analytiske balansen muliggjør analyse av økonomiske resultater, samt estimering av selskapsverdien til SalMar. Postene i balansen vil klassifisert etter driftsrelaterte eiendeler -og gjeld, samt finansielle eiendeler -og gjeld. I de neste avsnittene vil de ulike postene i balansen defineres og klassifiseres etter de ovennevnte kategoriene for å få en analytisk balanse. Klassifiseringen vil også være konsistent med omgrupperingen av resultatregnskapet.

I de neste avsnittene vil hver post i balansen gjennomgå som illustrert i figur 5-2 nedenfor og herunder kategoriseres som driftsrelaterte eiendeler og gjeld (O), finansielle eiendeler og gjeld (F), i likhet med omgrupperingen fra resultatregnskapet.



Figur 5-2: Del 1: Klassifisering av rapporterte balanseposter til analytisk balanse

5.5.3 Driftsrelaterte eiendeler

Driftsrelaterte eiendeler er de eiendelene som inngår i selskapets daglige, operasjonelle drift. Som tidligere nevnt, er det disse eiendelene som skaper driftsresultatet og *ikke* kan selges uten å påvirke selskapets operasjonelle drift (Kinserdal, 2021e).

Immaterielle eiendeler

Selskapets immaterielle eiendeler omhandler *konsesjoner, patenter og lisenser*, samt *goodwill* som en egen post. Konsesjoner, rettigheter og patenter kategoriseres som operasjonelle eiendeler. De konsesjonene, rettighetene og patentene som SalMar innehar, er kritiske for at selskapet skal kunne ivareta den operasjonelle driften. Konsesjonene gir SalMar mulighet til å kunne produsere laks. Følgelig vil selskapets operasjonell drift i stor grad påvirkes dersom disse selges. Patenter dreier seg om selskapets produksjonsteknologi. Det foreligger ingen ytterligere informasjon om at disse patentene er ubenyttede og kan selges.

Selskapets *goodwill* er dog en mer usikker post, men vil i de fleste tilfellene knytte seg til tidligere oppkjøp av andre selskaper med godt rykte eller status som kan medføre en merverdi som er ervervet i selskapet. Ettersom oppkjøp av selskaper har vært en del av SalMars strategi og operasjonelle drift i løpet av perioden, klassifiseres denne posten som operasjonell.

Varige driftsmidler

Selskapets varige driftsmidler omhandler *fast eiendom, maskiner, anlegg, verktøy og inventar*. Dette er eiendeler som er med på å skape driftsresultatet og klassifiseres derfor som en operasjonell eiendel. Til tross for at dette i utgangspunktet er eiendeler som er nødvendige operasjonell drift, skal det nevnes at dersom tomter eller lignende ikke benyttes, kan disse videre selges uten å ha innvirkning på den operasjonelle driften. Likevel foreligger det ingen informasjon om dette i årsrapporten og følgelig klassifiseres hele posten som operasjonell. Det samme gjelder for balanseført eiendel fra leasing.

Finansielle anleggsmidler

De finansielle anleggsmidlene omhandler *investeringer i tilknyttede selskaper, aksjer i andeler og selskaper, samt obligasjoner og andre fordringer*. Postene er balanseført etter den bokført verdi ved investeringer i kapital- og gjeldmarkedene eller i strategiske eierinteresser i selskaper med en horisont på mer enn 12 måneder.

Investeringer i tilknyttede selskaper kategoriseres som operasjonelle eiendeler. Investeringer i tilknyttende selskaper som er nært relatert til selskapets kjernedrift og er med på å skape driftsresultatet, bør klassifiseres som operasjonelle eiendeler (Kinserdal & Plenborg, 2021, s. 120). Til tross for at det i praksis vanlig å behandle denne posten som operasjonell, bør den aller helst klassifiseres som en finansiell eiendel og verdsettes til virkelig verdi. Selskapet er dog ikke børsnotert og det er derfor vanskelig å verdsette den aktuelle posten.

Investeringer i aksjer og andeler kategoriseres som finansielle eiendeler ettersom dette omhandler investeringer i verdipapirer, som ikke er en del av SalMars kjernevirksomhet og følgelig kan selges uten å påvirke den operasjonelle driften.

Andre finansielle fordringer kan i utgangspunktet både være driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Forskjellen er at førstnevnte vanligvis omhandler fordringer til kunder, mens sistnevnte er fordringer som er omgjort til lengre lån, gjerne på mer enn ett års løpetid. Fra noteopplysningene i årsregnskapet for 2020 fremkommer det lite informasjon om posten, foruten at posten relaterer seg noe til derivater. Følgelig klassifiseres posten som finansiell.

5.5.4 Omløpsmidler

Lager ferdige varer omhandler selskapets varelager og biologiske eiendeler. Fra notene i årsrapporten fremkommer det ikke noe mer enn postens beskrivelse. Ettersom dette er en del av den vanlige operasjonelle driften og skaper driftsresultatet, klassifiseres denne posten en operasjonell.

Kundefordringer er midlertidige utlån til kunder med løpetid på mindre enn 12 måneder, dette kan dreie seg om solgt fisk med forfallende betaling en måned senere i tid. Klassifiseres som operasjonell.

Andre fordringer klassifiseres som operasjonell. Antar at dette er løpende fordringer som et resultat av operasjonell drift.

Bankinnskudd, kontanter og ekvivalenter klassifiseres som en finansiell eiendel. Likvidene i denne posten vil i realiteten være en blanding mellom finansielle eiendeler og likviditet som er nødvendig for operasjonell drift. Den delen av likvidene som er driftsrelaterte benyttes som oftest til å dekke svingningene i arbeidskapital gjennom året og følgelig bør all overskuddslikviditet klassifiseres som en finansiell eiendel (Kinserdal, 2021e). En vanlig metode for å splitte likviditeten, er å benytte 10% av varelager og kundefordringer knytter seg til operasjonell drift og at resterende er overskuddslikviditet (Kinserdal, 2021e). Fra årsrapporten til SalMar fremkommer det at likvidene plasseres i rentebærende kontoer med flytende rente (SalMar, 2020a). Avkastningen på disse likvidene, i form av renteinntekter, vil derfor inngå i selskapets driftsresultat. Som et resultat av dette, kategoriseres hele posten som en finansiell eiendel for å sikre at den analytiske balansen og resultatregnskapet er konsistent.

5.5.5 Gjeld

Langsiktig gjeld

Pensjonsforpliktelser klassifiseres som finansiell gjeld. Posten omhandler selskapets framtidige pensjonsutbetalinger som er opptjent av ansatte og forplikter selskapet til fremtidige utbetalinger. Det vil med andre ord være en gjeld til selskapets ansatte. Ettersom pensjonsforpliktelser er rentebærende og følgelig gir en rentekostnad, bør posten klassifiseres som finansiell, slik at kostnadene elimineres fra resultatet (Kinserdal & Plenborg, 2021 s.123).

Utsatt skatt klassifiseres som en driftsrelatert gjeld. Utsatt skatt skyldes midlertidige skatteforskjeller mellom bokførte og skattemessige verdier eller som et resultat av fremførbare underskudd. Effekten av dette vil først inntreffe dersom selskapet selger mer eiendeler enn nyinvesteringer. Siden majoriteten av selskaper vokser og følgelig investerer mer i eiendeler

enn de selger, vil den utsatte skatten bare forflytte seg fram i tid. Antar man i tillegg at selskaper er evigvarende, vil nåverdien av den utsatte skatten være lik null (Kinserdal, 2021e).

Gjeld til kredittinstitusjoner klassifiseres som finansiell gjeld ettersom posten er finansierende ettersom den finansierer selskapets eiendeler og forrentes utenfor driftsresultatet. Det samme gjelder også for *langsiktig gjeld*.

Kortsiktig gjeld

Gjeld til kredittinstitusjoner klassifiseres som finansiell gjeld ettersom den er rentebærende og forrentes utenfor driftsresultatet.

Leverandørgjeld klassifiseres som driftsrelatert gjeld.

Betalbar skatt klassifiseres som driftsrelatert gjeld.

Skyldig offentlige avgifter klassifiseres som driftsrelatert gjeld.

Annen kortsiktig gjeld klassifiseres som driftsrelatert gjeld.

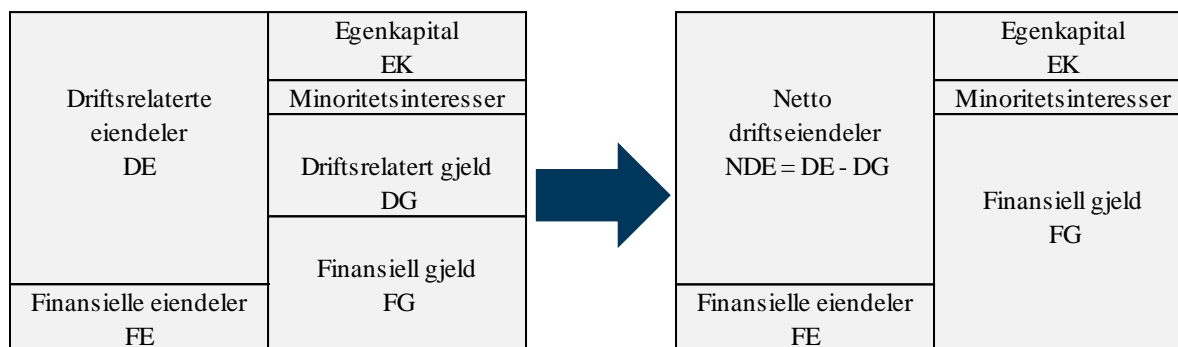
Nedenfor er den omgrupperte balansen oppstilt. Samme omgruppering er gjennomført for bransjeutvalget og er vedlagt som appendiks.

Totalbalanse SalMar ASA - per 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 441 521	5 954 580	6 958 097	7 554 920	8 191 736	10 400 882	13 988 804
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 502 001	4 708 096	6 119 636	5 138 551	6 685 027	7 259 298	7 694 725
Sum Driftsrelaterte eiendeler	9 943 522	10 662 676	13 077 733	12 693 471	14 876 763	17 660 180	21 683 529
Finansielle anleggsmidler	13 403	6 840	49 949	55 284	18 812	94 415	90 747
Finansielle omløpsmidler	167 482	273 985	274 004	177 491	239 989	231 462	223 919
Sum Finansielle eiendeler	180 885	280 825	323 953	232 775	258 801	325 877	314 666
Totale Eiendeler	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 246	15 135 564	17 986 057	21 998 195
Egenkapital	5 076 655	5 147 356	6 598 401	7 580 059	9 048 114	9 007 710	9 851 016
Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 262 594	1 230 815	1 495 301	1 362 222	1 541 431	1 757 557	1 828 109
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 256 307	1 583 852	2 587 382	2 496 264	2 686 985	2 725 686	3 133 425
Sum driftsrelatert gjeld	2 518 901	2 814 667	4 082 683	3 858 486	4 228 416	4 483 243	4 961 534
Langsiktig finansiell gjeld	2 191 562	2 761 373	2 439 557	1 155 999	1 019 117	3 240 441	4 446 755
Kortsiktig finansiell gjeld	276 667	140 421	198 613	243 633	748 187	522 272	1 603 002
Sum Finansiell gjeld	2 468 229	2 901 794	2 638 170	1 399 632	1 767 304	3 762 713	6 049 757
Totalkapital	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 246	15 135 563	17 986 057	21 998 193

Tabell 5-11: Omgruppert og klassifisert totalbalanse for SalMar ASA, 2014-2020

5.5.6 Omgruppering til sysselsatt kapital

Første del av omgrupperingen er nå gjennomført og videre vil balansen omgrupperes for å avdekke SalMars sysselsatte kapital, illustrert ved figur 5-3 nedenfor.



Figur 5-3: Del 2: Omgruppering av balanse til sysselsatt kapital

Omgrupperingen til sysselsatt kapital med balansen fra steg 1 i omgrupperingen er oppsummert i tabell 5-12 og 5-13 nedenfor:

Omgruppert balanse SalMar ASA - per 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 441 521	5 954 580	6 958 097	7 554 920	8 191 736	10 400 882	13 988 804
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 262 594	1 230 815	1 495 301	1 362 222	1 541 431	1 757 557	1 828 109
=Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 178 927	4 723 765	5 462 796	6 192 698	6 650 305	8 643 325	12 160 695
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 502 001	4 708 096	6 119 636	5 138 551	6 685 027	7 259 298	7 694 725
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 256 307	1 583 852	2 587 382	2 496 264	2 686 985	2 725 686	3 133 425
=Driftsrelatert arbeidskapital	3 245 694	3 124 244	3 532 254	2 642 287	3 998 042	4 533 612	4 561 300

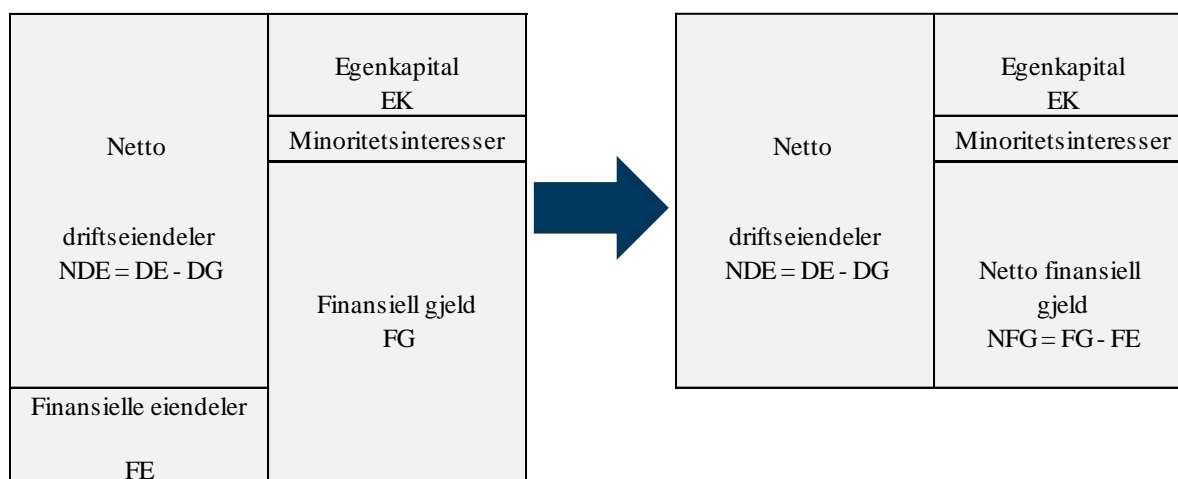
Tabell 5-12: Beregning av driftsrelaterte anleggsmidler -og arbeidskapital, SalMar ASA, 2014-2020

Sysselsatt kapital SalMar ASA - per 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 178 927	4 723 765	5 462 796	6 192 698	6 650 305	8 643 325	12 160 695
+ Driftsrelatert arbeidskapital	3 245 694	3 124 244	3 532 254	2 642 287	3 998 042	4 533 612	4 561 300
=Netto driftseiendeler	7 424 621	7 848 009	8 995 050	8 834 985	10 648 347	13 176 937	16 721 995
+ Finansielle eiendeler	180 885	280 825	323 953	232 775	258 801	325 877	314 666
=Sysselsatte eiendeler	7 605 506	8 128 834	9 319 003	9 067 760	10 907 148	13 502 814	17 036 661
Egenkapital	5 076 655	5 147 356	6 598 401	7 580 059	9 048 114	9 007 710	9 851 016
+Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
+Finansiell gjeld	2 468 229	2 901 794	2 638 170	1 399 632	1 767 304	3 762 713	6 049 757
=Sysselsatt kapital	7 605 506	8 128 834	9 319 003	9 067 760	10 907 147	13 502 814	17 036 659

Tabell 5-13: Sysselsatt kapital SalMar ASA, 2014-2020

5.5.7 Omgruppering til netto driftskapital

I den omgrupperte balansen, er de ulike postene kategorisert etter hvorvidt de er operasjonelle eller finansielle. Som tidligere nevnt, skilles operasjonelle og finansielle eiendeler ut for å kunne identifisere de operasjonelle eiendelene som skaper selskapets inntjening. Disse eiendelene utgjør selskapets investerte kapital. Sammenhengen er illustrert i figur 5-4:



Figur 5-4: Omgruppering av balanse til netto driftskapital

Beregningen av SalMars netto driftskapital gjennomføres først ved å beregne selskaps netto finansielle gjeld i tabell 5-14, for deretter å beregne netto driftskapital i tabell 5-15 (Knivsflå, 2021e).

Netto finansiell gjeld - SalMar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansiell gjeld	2 468 229	2 901 794	2 638 170	1 399 632	1 767 304	3 762 713	6 049 757
- Finansielle eiendeler	180 885	280 825	323 953	232 775	258 801	325 877	314 666
=Netto Finansiell gjeld	2 287 344	2 620 969	2 314 217	1 166 857	1 508 503	3 436 836	5 735 091

Tabell 5-14: Beregning av netto finansiell gjeld, SalMar ASA 2014-2020

Netto driftskapital - SalMar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 178 927	4 723 765	5 462 796	6 192 698	6 650 305	8 643 325	12 160 695
+ Driftsrelatert arbeidskapital	3 245 694	3 124 244	3 532 254	2 642 287	3 998 042	4 533 612	4 561 300
=Netto driftseiendeler	7 424 621	7 848 009	8 995 050	8 834 985	10 648 347	13 176 937	16 721 995
Egenkapital	5 076 655	5 147 356	6 598 401	7 580 059	9 048 114	9 007 710	9 851 016
+Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
+Netto Finansiell gjeld	2 287 344	2 620 969	2 314 217	1 166 857	1 508 503	3 436 836	5 735 091
=Netto driftskapital	7 424 621	7 848 009	8 995 050	8 834 985	10 648 346	13 176 937	16 721 993

Tabell 5-15: Omgruppering av balansen til netto driftskapital SalMar ASA, 2014-2020

5.5.8 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen er i likhet med resultatregnskapet og balanseoppstillingen også kreditororientert under IFRS. Følgelig vil kontantstrømmen for SalMar omgrupperes for å kunne identifisere hvilke kontanter som er skapt gjennom operasjonell drift og beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen (FKE). Årsaken ligger i at rapportert kontantstrøm fra operasjonell drift også inneholder rentekostnader og inntekter, som i denne analysen vil representere en feilklassifisering, ettersom disse postene i tidligere avsnitt har blitt definert som finansielle. FKE er kontantstrøm som blir skapt av selskapets kapital når reinvesteringer og vedlikeholds investeringer hensyntas. Videre er også kontantstrømmen til egenkapitalen kontanter som «fritt» kan utdeles og dermed viktig for investorer. Fri kontantstrøm til egenkapital er mer eller mindre ekvivalent til netto utbetalt utbytte (Knivsflå, 2021e). Kontantstrømmen omgrupperes i tråd med klassifiseringene som er gjort under omgruppering av resultatregnskapet og balansen. Omgrupperingen av kontantstrømmen vises i tabell 5-16:

Omgruppert Kontantstrøm SalMar ASA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsresultat	1 577 253	1 157 291	2 232 579	2 701 407	2 977 360	2 534 827	2 409 721
+ Unormalt netto driftsresultat	(218 546)	108 030	376 887	(260 445)	685 595	26 308	(135 725)
- Endring i netto driftseiendeler	304 377	457 744	1 103 250	(100 852)	1 766 812	2 487 675	4 964 294
= Fri kontantstrøm fra drift	1 054 330	807 578	1 506 217	2 541 814	1 896 143	73 460	(2 690 298)
+ Netto finansinntekter	7 427	2 851	4 111	9 109	8 991	10 221	8 416
+ Unormale netto finansinntekter	936	(4 148)	58 177	(40 262)	(1 534)	133 523	(130 298)
- Endring i finansielle eiendeler	(895 721)	99 940	43 128	(91 178)	26 026	67 076	(102 477)
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	166 972	906 220	1 611 633	2 419 484	1 929 626	284 280	(2 914 657)
+ Netto finanskostnad	90 661	72 109	77 619	78 082	89 398	132 748	116 886
+ Endring i finansiell gjeld	(375 194)	433 565	(263 624)	(1 238 538)	367 672	1 995 409	2 286 987
- Netto minoritetsresultat	22 997	25 506	13 910	23 816	10 812	56 452	29 272
+ Endring i minoritetsinteresse	(277 186)	19 062	2 748	5 637	3 660	640 662	403 509
= Fri kontantstrøm til egenkapital	(599 066)	1 261 232	1 259 228	1 084 685	2 200 748	2 731 151	(370 319)

Tabell 5-16: Omgruppert kontantstrømoppstilling SalMar ASA, 2014-2020

5.5.9 Analyse av målefeil og justeringer

Til tross for at regnskapet til SalMar er ført etter strenge regler og lovpålagt standarder under IFRS, kan det fortsatt forekomme målefeil. Målefeil er avvik mellom bokførte verdier og virkelige verdier i regnskapet. Ettersom det under IFRS benyttes flere ulike metoder for måling av størrelser, herunder virkelig verdi, historisk kost, nåverdi, samt at det foreligger en betydelig fleksibilitet i valg av målemetode, kan dette gi opphav til målefeil og avvik (Kinserdal, 2021e). Målemetodene under IFRS er oppsummert i figur 5-5:

Historical cost minus depr/amort OR Recoverable amount OR Fair value	Intangible assets	Equity ?	Undiscounted value Assets only if convincing evidence
	Plant, property and equipment		
	Investments properties	Deferred tax	
Amortised cost OR fair value	Not-for-sale fin. instruments	Long term debt	Amortised cost OR fair value
Historical cost OR fair value	Associates	Lease debt	Present value
	Financial instruments		
Fair value	Biological assets	Pensions	Net present value
% of expected sales value	Construction contracts	Short-term employee benefits	Undiscounted expected
Historical cost OR Net realisable value	Inventory	Provisions	Discounted expected value if probable
Historical cost OR Expected value	Accounts receivable	Accounts payable	Assets only if virtually certain Nominal value

Figur 5-5: Ulike målemetoder under IFRS16 (Kinserdal, 2020e)

Knivsflå (2021h) deler de ulike typene av målefeil i tre kategorier, i likhet med Penman (2013):

Type 1 – feil som følger av avvik mellom virkelig verdi og historisk kost

Type 2 – feil som følger av avvik mellom god regnskapsskikk og historisk kost

Type 3 – feil som følger av kreativ bokføring

Fra Knivsflå (2021g) forekommer type 1 feil fordi selskapet kan velge hvorvidt man ønsker å balanseføre varige driftsmidler og immaterielle eiendeler til historisk kost eller virkelig verdi, jfr. IAS 38 og ISA 16. Målefeilen utgjør dermed differansen mellom kravet for egenkapital ved balanseføring til historisk kost og egenkapitalrentabiliteten. Denne typen målefeil ansees som en indikator for et selskaps strategiske fordel og trenger dermed ikke korrigeres for (Knivsflå, 2021g).

Type 2 feil forekommer ved avvik mellom god regnskapsskikk og historisk kost, siden det er fleksibilitet under regnskapsstandardene eller at det kreves forsiktig regnskapsføring av poster i balansen som vil gi en misvisende framstilling av rentabiliteten. Problemet med type 2 feil er at selskapets rentabilitet blir kunstig høy ettersom den bokførte investerte kapitalen blir undervurdert, noe som er problematisk ved en investororientert analyse av regnskapet. Dette gjelder vanligvis for poster som FoU, leasing eller operasjonell leie, samt markedsføring (Knivsflå, 2021g). Årsaken til avvikene er at disse postene ikke direkte gir negative effekter det året de kostnadsføres eller «aktiveres», men at det på lang sikt gir en negativ innvirkning ettersom verdiene i balansen blir for lave, til tross for at dette hensyntas gjennom å oppjustere resultatet.

Type 3 feil forekommer som er resultat av kreativ bokføring eller regnskapsmanipulasjon som strider med god bokføring -og regnskapsskikk jfr. Bokføringsloven og Regnskapsloven (Knivsflå, 2021g). Håndtering av målefeil ved hjelp av justeringer, er svært viktig for å eliminere avvikene og dermed kunne oppnå et rettmessig bilde av et selskaps underliggende økonomiske forhold. Til tross for dette kan det diskuteres hvorvidt justering av rapporterte regnskap faktisk gir et bedre bilde av selskaps underliggende økonomiske tilstand. I en verdivurderingssammenheng er man i en situasjon der man eksternt sitter og vurderer postene for målefeil, for så å gjøre justeringen for å korrigere dette. Følgelig har man ingen form for innsideinformasjon som kan komme til uttrykk gjennom regnskapet, og dermed vil justeringene ikke redusere støy, men potensielt snarere tilføre mer støy i analysen. På den andre siden, kan mangelfull oppføring av verdier i balansen gi et misvisende bilde av selskaps underliggende økonomiske tilstand, uttrykk gjennom eksempelvis rentabilitet. Videre muliggjør justeringer av rapporterte tall at SalMars strategiske fordel kan fremskrives. Med dette som utgangspunkt bør rapporterte tall justeres innledningsvis, slik at framskrivingen av selskaps resultater forenkles, for så å framskrive den strategiske fordelene ved hjelp av superrentabiliteten.

Med utgangspunkt i det ovennevnte, vil det herunder vektlegges målefeil av type 2 og 3, ettersom type 1 feil kan forekomme som følger av strategiske fordeler (Knivsflå, 2021g). Målefeil av type 2 og 3 har imidlertid så stor innvirkning at selskaps økonomiske situasjon kan bli misvisende. Videre utelukkes feil som kommer av kreativ bokføring, altså type 3 feil. Bakgrunnen for dette er at SalMar, i likhet med de komparative selskapene, er objekter for nøye gjennomgang og revisjon, samt at selskapene er ilagt strenge krav for transparens og deling av informasjon til offentligheten ettersom de er børsnoterte. Det foreligger heller ingen informasjon i revisjonsberetningene om hvorvidt det forekommer målefeil av type 3 i løpet av analyseperioden. Dermed er det type 2 feil som følger av avvik mellom god regnskapsskikk og historisk kost som det videre vil diskuteres og justeres for. Dette omhandler bokføringen av biologiske eiendeler til virkelig verdi, kostnader knyttet til forskning og utvikling, og markedsføring.

Biologiske eiendeler omhandler regnskapsføringen av levende fisk og er regulert av IFRS og IAS41. Under reguleringene skal biologiske eiendeler, og i dette tilfellet levende fisk vurderes til virkelig verdi i regnskapet (Knivsflå, 2021g). Et svært sentralt skille i IAS41, er at den fisken i merdene med en vekt som overstiger 4 kg skal vurderes til virkelig verdi, mens fisk som er under 4kg skal vurderes til historisk kost. Prisen som skal benyttes er det fisken kan omsettes

for i et marked basert på vekt etter gjeldene markedspriser. Dette gir opphav til usikkerhet i estimatene og gjør posten svært kompleks å estimere dersom man ønsker å oppnå en rettmessig framstilling av selskapets faktiske inntjening fra biomassen. Basert på kompleksiteten i vurderingen av biologiske eiendeler vil derfor disse justeres til historisk kost for å i større grad få et mer rettmessig bilde av selskapets underliggende inntjening (Knivsflå, 2021h). Dette fordi historisk kost er en gjennomført transaksjon og med det en verifiserbar verdi. Ved å gjennomføre disse justeringene i resultatregnskapet og balansen, elimineres effektene av virkelig verdijusteringer av eiendeler. Justeringene av biologiske eiendeler fra virkelig verdi til historisk kost er gjort i for resultatregnskapet, balansen og for egenkapitalen, illustrert tabell 5-17 og 5-18 nedenfor:

Justeringer - Virking på resultat	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nettoreultat til egenkapitalen	1 471 022	1 062 527	2 145 161	2 608 619	2 886 142	2 355 848	2 271 979
+ Unormalt netto driftsresultat før justeringer	(218 546)	108 030	376 887	(260 445)	685 595	26 308	(135 725)
- Justering fra virkelig verdi til historisk kost	38 963	(147 263)	(1 052 535)	927 767	(934 782)	(1 954 010)	(1 766 853)
- Justering fra virkelig verdi til resultat	568 396	(186 226)	(905 272)	1 980 302	(1 862 549)	(1 019 228)	187 157
	(568 396)	186 226	905 272	(1 980 302)	1 862 549	1 019 228	(187 157)
+ Skatteeffekt nnds	120 942	(39 625)	(192 622)	421 364	(396 309)	(216 869)	39 823
+Unormalt netto finansresultat	936	(4 148)	58 177	(40 262)	(1 534)	133 523	(130 298)
= Fullstendig nettoreultat til EK	564 074	1 392 260	3 678 120	(93 754)	5 829 060	3 751 776	1 778 976

Tabell 5-17: Justeringer for biologiske eiendeler - virking på Resultat

Justert og omgruppert balanse	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balanseførte biologiske eiendeler (virkelig verdi)	3 114 684	3 306 052	4 997 001	4 135 523	5 305 616	5 720 810	5 988 790
Biologiske eiendeler (Historisk kost)	3 153 647	3 158 789	3 944 466	5 063 290	4 370 834	3 766 800	4 221 937
Verdijusteringer av biologiske eiendeler	38 963	(147 263)	(1 052 535)	927 767	(934 782)	(1 954 010)	(1 766 853)
Netto driftseiendeler før justeringer	7 424 621	7 848 009	8 995 050	8 834 985	10 648 347	13 176 937	16 721 995
-Justering fra virkelig verdi til historisk kost (merverdi)	38 963	(147 263)	(1 052 535)	927 767	(934 782)	(1 954 010)	(1 766 853)
+Skatteeffekt (ndss)	8 290	(31 334)	(223 956)	197 408	(198 901)	(415 770)	(375 947)
-Netto justeringer for biologiske eiendeler	(30 673)	115 929	828 579	(730 359)	735 881	1 538 240	1 390 906
=Netto driftseiendeler etter justeringer	7 455 294	7 732 080	8 166 471	9 565 344	9 912 466	11 638 697	15 331 171
Egenkapital	5 076 655	5 147 356	6 598 401	7 580 059	9 048 114	9 007 710	9 851 100
- Tilbakeføring av netto merverdi	(30 673)	115 929	828 579	(730 359)	735 881	1 538 240	1 390 906
=Egenkapital etter justeringer	5 107 328	5 031 427	5 769 822	8 310 418	8 312 233	7 469 470	8 460 194
+ Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
+ Netto finansiell gjeld	2 287 344	2 620 969	2 314 217	1 166 857	1 508 503	3 436 836	5 735 091
= Justert Netto driftskapital	7 455 294	7 732 080	8 166 471	9 565 344	9 912 465	11 638 697	15 331 171

Tabell 5-18: Justeringer for biologiske eiendeler - Virking på balanse

Manglende balanseføring er som tidligere nevnt problematisk ved en investororientert analyse, ettersom dette underestimerer faktisk investert kapital, som resulterer i en kunstig høy rentabilitet og målefeil. Ofte gjelder dette poster knyttet til FoU-kostnader og markedsføring. Under IFRS må postene oppfylle en rekke krav for å kunne «aktiveres» blant annet at postene må kunne resultere i en økonomisk fordel i framtiden. Effekten ved av aktivering av disse kostnadene avhenger av forutsetningene for vekst. Dersom det ikke forutsettes noen vekst, vil simpelthen kostnadene flyttes fra andre driftskostnader til avskrivninger i resultatregnskapet (Knivsflå, 2021g).

FoU-kostnader er en betydelig post i SalMar. Selskapet har, i likhet med resterende aktører i havbrukssektoren, i økende grad fokusert på forskning og utvikling av produksjonsteknologi og løsninger knyttet til lakselus, miljøavtrykk fra anlegg, samt rømninger ved lokaliteter. Kostnader relatert til FoU i oppdrettsbransjen har i løpet av de siste fem årene økt betydelig. Årsaken er at FoU er en av metodene for en oppdretter for å øke produksjonskapasitet. Dette kan skje ved tildeling av utviklingskonsesjoner fra myndighetene, dersom selskapet utvikler innovative og nye løsninger på utfordringene i oppdrettsnæringen. SalMar har i de siste årene hatt et betydelig fokus på innovative løsninger. Som nevnt i kapittel 2, har selskapet utviklet havbaserte oppdrettsanlegg for å løse problematikken knyttet til lakselus og rømninger av fisk. «Ocean farm 1» kostet opp mot 690 millioner NOK når den ble utviklet. Det er i tillegg, en ny, og utbedret havmerd under produksjon med en kostnadsramme på opptil 1.5 milliarder. Disse prosjektene tyder utvilsomt på at SalMar anser nyvinningene som profitable prosjekter og som i aller høyeste grad er realiserbare, som i seg selv vil tale for ytterligere balanseføring av FoU-kostnadene og avskrivninger. Det sentrale spørsmålet i forbindelse med justeringer av FoU-kostnader er hvorvidt disse kostnadene tilfredsstillende de kravene aktivering. Kostnader relatert til FoU som kan ha en fremtidig verdi, og i realiteten inngår i investert kapital blir ikke balanseført dersom disse ikke aktiveres. Fra notene i årsrapporten fremkommer det selskapet har aktivert deler av kostnadene og det påpekes videre at avskrivningene av denne typen prosjekter ikke vil starte før prosjektene er ferdigstilte, som vil føre til at rentabiliteten blir kunstig høy i starten av prosjektenes levetid. Til tross for dette foreligger det ikke tilstrekkelig med informasjon til at vi kan isolere effektene og justere for disse.

I likhet med FoU-kostnader kan også *markedsføringskostnader* aktiveres ettersom investeringer knyttet til omdømme og egen merkevare i dag potensielt kan gi verdier i framtiden. Fra årsrapportene fremkommer det ingen eksplisitt informasjon om hvorvidt selskapet fokuserer på markedsføring mot konsumenter eller hvilke kostnader som er knyttet til dette. SalMars fokus har hovedsakelig vært mot videreforedlingsindustrien og det antas at eventuelle kostnader knyttet til dette er inkludert i andre driftskostnader. Følgelig vil det ikke gjøres noen ytterligere justeringer.

Utsatt skatt blir i årsregnskapene balanseført, der verdien estimeres ved hjelp av en nominell skattesats uten diskontering. I tråd med rammeverket til Knivsflå (2021g) vil dette implisere at posten for utsatt skatt bør justeres for å bedre estimatet på diskontert verdi. Ettersom selskapets effektive skattesats er lavere enn nominell skattesats, vil dette føre til undervurdering av den

balanseførte egenkapitalen dersom utsatt skatt ikke diskonteres. Til tross for dette antas det at en eventuell justering av utsatt skatt i dette tilfellet ikke er formålstjenlig ettersom det er vanskelig å etablere en adekvat justeringsfaktor for posten og som kan virke mot sin hensikt ved at det tilføres støy. Videre har også rentenivået i Norge historisk lavt det siste årene, og spesielt nå, noe som gjør at differansen mellom diskontert nåverdi og nominell verdi er mindre. Basert på dette foretas det følgelig ingen justeringer, ettersom potensiell tilføring av målestøy ved justering trumfer eventuelle fordeler som kan oppnås ved en justering av egenkapitalen.

5.6 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Selskapets rapporterte balanseoppstilling er nå omgruppert til en analytisk balanse som kan benyttes til verdsettelsesformål. Videre har vi nå normalisert resultatregnskapet for de viktigste unormale postene. Avslutningsvis har vi justert for verdiendringer knyttet til biologiske eiendeler. Oppsummert gir dette oss følgende omgrupperte og justerte balanse samt resultatregnskap for SalMar:

Omgruppert og justert Resultatregnskap	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	7 185 887	7 327 134	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
- Varekostnad	3 175 292	3 562 811	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 600
- Lønnskostnader	710 430	765 881	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	1 320 000
- Andre driftskostnader	1 142 953	1 272 186	1 337 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 200
- Avskrivninger	275 765	307 280	358 020	414 686	487 778	716 807	812 100
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 881 447	1 418 976	2 471 647	3 166 153	3 460 811	3 069 238	3 007 442
- Driftsrelatert skattekostnad	400 330	301 927	525 912	673 687	736 384	653 066	639 929
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 481 117	1 117 049	1 945 735	2 492 466	2 724 427	2 416 172	2 367 513
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	96 136	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208
= Netto driftsresultat	1 577 253	1 157 291	2 232 579	2 701 407	2 977 360	2 534 827	2 409 721
+ Netto Finansinntekter	7 427	2 851	4 111	9 109	8 991	10 221	8 416
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 584 680	1 160 142	2 236 691	2 710 516	2 986 351	2 545 048	2 418 137
- Netto Finanskostnader	90 661	72 109	77 619	78 082	89 398	132 748	116 886
- Netto Minoritetsresultat	22 997	25 506	13 910	23 816	10 812	56 452	29 272
= Nettoresultat til egenkapital	1 471 022	1 062 527	2 145 161	2 608 619	2 886 142	2 355 848	2 271 979
+ Unormalt netto driftsresultat	(907 884)	333 881	1 474 781	(2 662 111)	2 944 453	1 262 405	(362 705)
+ Unormalt netto finansresultat	936	(4 148)	58 177	(40 262)	(1 534)	133 523	(130 298)
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	564 074	1 392 260	3 678 120	(93 754)	5 829 060	3 751 776	1 778 976
+Netto utbetalt utbytte	421 306	1 174 958	1 514 425	483 526	2 894 765	2 989 821	1 082 883
= Endring i egenkapital	142 768	217 302	2 163 695	(577 280)	2 934 295	761 955	696 093

Tabell 5-19: Omgruppert og justert resultatregnskap SalMar ASA, 2014-2020

Justert og omgruppert balanse SalMar - per 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 441 521	5 954 580	6 958 097	7 554 920	8 191 736	10 400 882	13 988 804
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 540 964	4 560 833	5 067 101	6 066 318	5 750 245	5 305 288	5 927 954
Sum Driftsrelaterte eiendeler	9 982 485	10 515 413	12 025 198	13 621 238	13 941 981	15 706 170	19 916 758
Finansielle anleggsmidler	13 403	6 840	49 949	55 284	18 812	94 415	90 747
Finansielle omløpsmidler	167 482	273 985	274 004	177 491	239 989	231 462	223 919
Sum Finansielle eiendeler	180 885	280 825	323 953	232 775	258 801	325 877	314 666
Totale Eiendeler	10 163 370	10 796 238	12 349 151	13 854 013	14 200 782	16 032 047	20 231 424
Egenkapital	5 107 328	5 031 427	5 769 822	8 310 418	8 312 233	7 469 470	8 460 194
Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 270 884	1 199 481	1 271 345	1 559 630	1 342 530	1 341 787	1 452 162
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 256 307	1 583 852	2 587 382	2 496 264	2 686 985	2 725 686	3 133 425
Sum driftsrelatert gjeld	2 527 191	2 783 333	3 858 727	4 055 894	4 029 515	4 067 473	4 585 587
Langsiktig finansiell gjeld	2 191 562	2 761 373	2 439 557	1 155 999	1 019 117	3 240 441	4 446 755
Kortsiktig finansiell gjeld	276 667	140 421	198 613	243 633	748 187	522 272	1 603 002
Sum Finansiell gjeld	2 468 229	2 901 794	2 638 170	1 399 632	1 767 304	3 762 713	6 049 757
Totalkapital	10 163 370	10 796 238	12 349 151	13 854 013	14 200 781	16 032 047	20 231 424

Tabell 5-20: Omgruppert og justert balanse SalMar ASA, 2014-2020

Justert og omgruppert SalMar 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 441 521	5 954 580	6 958 097	7 554 920	8 191 736	10 400 882	13 988 804
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 270 884	1 199 481	1 271 345	1 559 630	1 342 530	1 341 787	1 452 162
=Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 170 637	4 755 099	5 686 752	5 995 290	6 849 206	9 059 095	12 536 642
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 540 964	4 560 833	5 067 101	6 066 318	5 750 245	5 305 288	5 927 954
-Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 256 307	1 583 852	2 587 382	2 496 264	2 686 985	2 725 686	3 133 425
=Driftsrelatert arbeidskapital	3 284 657	2 976 981	2 479 719	3 570 054	3 063 260	2 579 602	2 794 529

Tabell 5-21: Justert og omgruppert driftsrelaterte anleggsmidler -og arbeidskapital

Justert og omgruppert Sysselsatt kapital per 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 170 637	4 755 099	5 686 752	5 995 290	6 849 206	9 059 095	12 536 642
+ Driftsrelatert arbeidskapital	3 284 657	2 976 981	2 479 719	3 570 054	3 063 260	2 579 602	2 794 529
=Netto driftseiendeler	7 455 294	7 732 080	8 166 471	9 565 344	9 912 466	11 638 697	15 331 171
+ Finansielle eiendeler	180 885	280 825	323 953	232 775	258 801	325 877	314 666
=Sysselsatte eiendeler	7 636 179	8 012 905	8 490 424	9 798 119	10 171 267	11 964 574	15 645 837
Egenkapital	5 107 328	5 031 427	5 769 822	8 310 418	8 312 233	7 469 470	8 460 194
+Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
+Fiansiell gjeld	2 468 229	2 901 794	2 638 170	1 399 632	1 767 304	3 762 713	6 049 757
=Sysselsatt kapital	7 636 179	8 012 905	8 490 424	9 798 119	10 171 266	11 964 574	15 645 837

Tabell 5-22: Omgruppert og justert sysselsatt kapital SalMar ASA, 2014-2020

Netto finansiell gjeld	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansiell gjeld	2 468 229	2 901 794	2 638 170	1 399 632	1 767 304	3 762 713	6 049 757
- Fiansielle eiendeler	180 885	280 825	323 953	232 775	258 801	325 877	314 666
=Netto Finansiell gjeld	2 287 344	2 620 969	2 314 217	1 166 857	1 508 503	3 436 836	5 735 091

Tabell 5-23: Omgruppert og justert netto finansiell gjeld SalMar ASA, 2014-2020

Justert og omgruppert Netto driftskapital	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 170 637	4 755 099	5 686 752	5 995 290	6 849 206	9 059 095	12 536 642
+ Driftsrelatert arbeidskapital	3 284 657	2 976 981	2 479 719	3 570 054	3 063 260	2 579 602	2 794 529
=Netto driftseiendeler	7 455 294	7 732 080	8 166 471	9 565 344	9 912 466	11 638 697	15 331 171
Egenkapital	5 107 328	5 031 427	5 769 822	8 310 418	8 312 233	7 469 470	8 460 194
+Minoritetsinteresser	60 622	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886
+Netto Fiansiell gjeld	2 287 344	2 620 969	2 314 217	1 166 857	1 508 503	3 436 836	5 735 091
=Netto driftskapital	7 455 294	7 732 080	8 166 471	9 565 344	9 912 465	11 638 697	15 331 171

Tabell 5-24: Justert og omgruppert netto driftskapital SalMar ASA, 2014-2020

Tilsvarende ligger omgrupperte og justerte resultatregnskaper og balanseoppstilling for bransjen vedlagt som appendiks.

5.7 Rammeverk for forholdstallanalyse

Videre i denne utredningen vil forholdstallanalysen være sentral, der SalMars nøkkeltall sammenlignes med bransjen. Analysen av forholdstall består av totalt fem steg og benytter Knivsfå (2021i) rammeverk for analyse av forholdstall. De tre første stegene består av analyse av selskapets risiko, mens de to siste stegene omhandler selskapets avkastningskrav og strategiske fordeler. Analysen av forholdstall tar utgangspunkt i de omgrupperte og justerte årsregnskap for både SalMar og komparative selskaper. I analysene kan det benyttes to ulike teknikker; tidsserie -og bransjeanalyser. Førstnevnte innebærer å analysere selskapenes historiske utvikling av forholdstallene, mens en bransjeanalyse innebærer å sammenligne SalMars forholdstall med snittet for bransjen. Ved bruk av tidsserieanalyser benyttes en vektning av historiske årsresultater for å sikre at de siste årsrapportene vektlegges mest i analysen. I denne utredningen vil det videre fokuseres på analyse forholdstall som er vektet etter tid i tabell 5-25 nedenfor. Videre vil forholdstallene sammenlignes med gjennomsnittet for bransjen, bestående av de komparative selskapene. Årsaken til at årsregnskapene vektet etter tid i analysen er at sektoren har endret seg gjennom analyseperioden som et resultat av høy aktivitet av konsolideringer, som også SalMar i stor grad har tatt del i. Vektingene av årsregnskapene vil også benyttes i senere analyser i den påfølgende kapitlene.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tidsvektning	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %

Tabell 5-25: Tidsvektning av årsrapporter for forholdstallanalyse i analyseperioden

6 Analyse av risiko

Målsetningen med å gjennomføre en risikoanalyse av SalMar er å kunne gi et rettmessig bilde av selskapets eksponering mot risiko, som videre kan benyttes til å fastsette avkastningskravene i neste kapittel (Knivsflå, 2021i). De beregnede avkastningskravene er svært sentrale ettersom de i senere kapitler, skal benyttes til å diskontere framtidige kontantstrømmer og følgelig danne grunnlaget for en verdsettelse av SalMar.

En investor er eksponert mot to typer av risiko; Markedsrisiko og selskapsrisiko, også kalt systematisk og usystematisk risiko. Ved at en investor har en portefølje bestående av selskaper, kan investoren således diversifisere bort usystematisk risiko og kun eksponeres mot systematisk risiko. Avkastningskravet skal derfor hensynta og gjenspeile den markedsrisikoen som en investor eksponeres mot (Kaldestad & Møller, 2016).

I likhet med investorer, vil også långivere være eksponerte for risiko i form av kredittrisiko. Kredittrisiko omhandler risikoen for at låntagere helt eller delvis misligholder sine betalingsforpliktelser til långiver. Denne risikoen kan ikke diversifiseres bort av långivere og følgelig må dette hensyntas gjennom en kredittrisikopremie, som er et påslag som kompenserer långiver for sannsynligheten for konkurs eller forventet tap dersom konkurs inntreffer hos låntaker (Plenborg & Kinserdal, s.375). For å kunne beregne en passende premie, vil det i dette kapitlet undersøkes hva som påvirker SalMars kredittrisiko. På kort sikt vil selskapets likviditet analyseres for å kunne undersøke hvorvidt SalMar er i stand til å innfri deres kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Videre vil selskapets soliditet analyseres på lang sikt for å undersøke om selskapet klarer å overholde fremtidige økonomiske forpliktelser innen forfall og eventuelle tap ved konkurs (Plenborg & Kinserdal, s.375). Analysene beror på ulike forholdstallene innenfor analyse av kredittrisiko, som til slutt vil danne grunnlaget for SalMars syntetiske rating.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

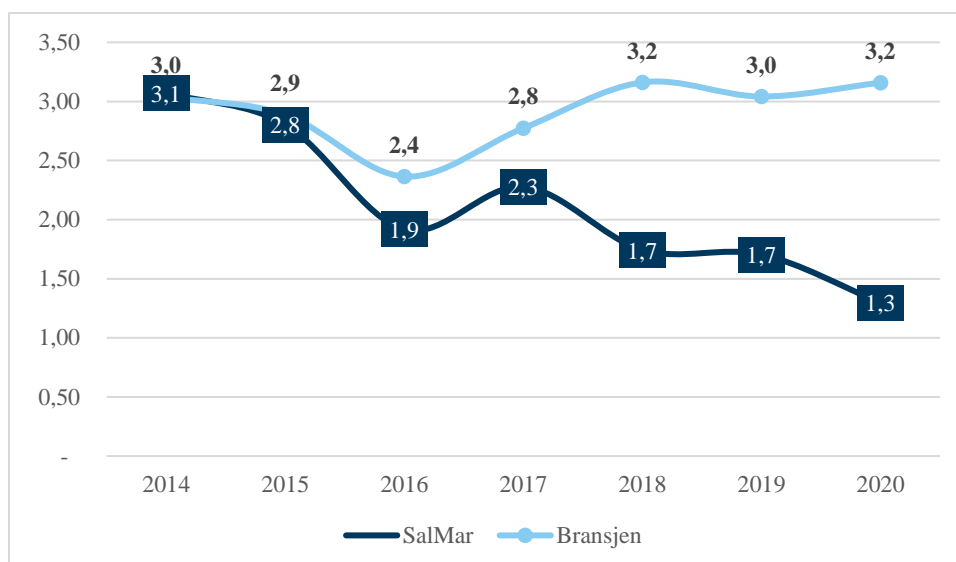
Ved analyse av kortsiktig likviditetsrisiko undersøkes et selskaps risiko for mislighold av kortsiktige forpliktelser ved forfall. Med andre ord, et selskaps evne til å betjene kortsiktige forpliktelser. Selskaper med en høy andel av likviditet vil ha en større mulighet til å betjene kortsiktige forpliktelser og følgelig vil likviditetsrisikoen hos disse selskapene være lavere sammenlignet med selskaper med lav likviditet. For å avdekke likviditetsrisikoen vil det videre på fokuseres blant annet forholdstall som *likviditetsgrad 1*, *finansiell likviditetsgrad*, *rentedekningsgrad* og hvorvidt det foreligger særegne lånevilkår, såkalte *covenants*. I tillegg vil det gjennomføres en vurdering av robustheten til SalMars egenkapital.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er en av de mest brukte forholdstallene ved analyse et selskaps kortsiktige likviditetsrisiko. Forholdstallet gir innsikt i hvorvidt et selskap har tilstrekkelig med likvide midler for å betale kortsiktig gjeld. Forholdet mellom omløpsmidler og gjeld er gitt ved følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Hovedtanken bak forholdstallet er at jo høyere forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld er, desto større sannsynlighet er det for at inntektene ved en eventuell likvidasjon av omløpsmidler er tilstrekkelig for å dekke kortsiktige forpliktelser (Plenborg & Kinserdal, s.231). Dersom et selskap oppnår en likviditetsgrad som er høyere enn 2 ansees dette som en indikator på lav, kortsiktig likviditetsrisiko. Et selskaps omløpsmidler er eiendeler som i løpet av kort tid kan omgjøres til kontanter og derfor selskapets mest likvide eiendeler. Typiske eksempler på omløpsmidler er varelager, kundefordringer og kontanter. Kortsiktig gjeld omhandler vanligvis gjeld som forfaller i løpet av ett år. Siden mengden omløpsmidler og kortsiktig gjeld, samt forholdet mellom disse, i stor grad varierer fra ulike bransjer, vil det videre i analysen benyttes bransjegjennomsnittet som grunnlag for sammenligning. Figur 6-1 og tabell 6-1 nedenfor viser SalMars og bransjens oppnådde likviditetsgrad 1 gjennom analyseperioden.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1, SalMar mot bransjen, 2014-2020

Likviditetsgrad 1	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Tidsvektning	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Salmar	3,07	2,80	1,92	2,28	1,74	1,70	1,30	1,78
Bransjen	3,04	2,89	2,36	2,77	3,16	3,04	3,16	2,98

Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1, SalMar mot bransjen, 2014-2020

Fra tabell 6-1 fremkommer det at SalMars oppnådde en tidsvektet likviditetsgrad 1 på 1,78 i perioden, betydelig lavere enn gjennomsnittet for bransjen.

Til tross for at likviditetsgrad 1 er et hyppig bruk måltall på et selskaps kortsiktige likviditet, beror måltallet på er det flere forutsetninger, som gjør at tallet i realiteten ikke er en god indikator for kortsiktige likviditet (Plenborg & Kinserdal, s.231).

Først og fremst hensyntar ikke måltallet det faktum at et selskaps kortsiktige finansiell gjeld, som eksempelvis leverandørgjeld, løper kontinuerlig ved operasjonell drift under normale omstendigheter. Følgelig vil et selskap vanligvis kunne refinansiere sine kortsiktige forpliktelser så lenge selskapet opprettholder operasjonell drift. Likviditetsgrader forutsetter at kortsiktige eiendeler kan likvideres for å nedbetale kortsiktig gjeld dersom nødvendig, noe som vil ha en negativ effekt på selskapets inntjening (Plenborg & Kinserdal, s.231). Videre foreligger det også en forutsetning at selskaper som står ovenfor reell risiko for konkurs, skal kunne likvidere eiendelene til balanseførte verdier for å nedbetale kortsiktige forpliktelser. Som diskutert i avsnitt 5.5.9, så måles balanseførte poster ved hjelp av ulike metoder og det foreligger fleksibilitet knyttet til regnskapsføringen av postene. Felles for alle metodene er at det forutsettes at verdien av eiendelene måles som et selskap med «kontinuerlig, operasjonell

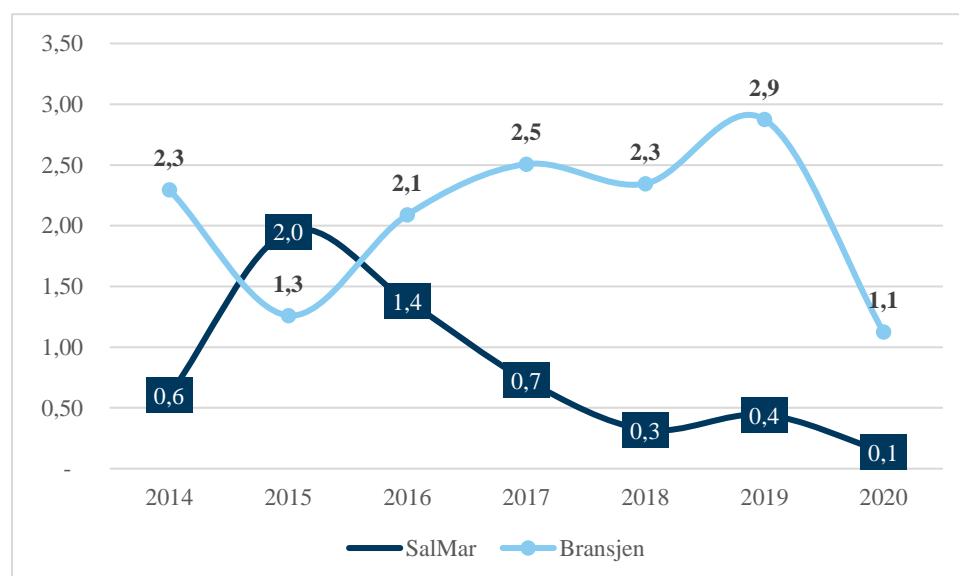
drift». Følgelig er det lite sannsynlig at postene kan likvideres til den balanseførte verdien, som bryter med forutsetningene for likviditetsgrader (Plenborg & Kinserdal, s.231).

6.1.2 Finansiell likviditetsgrad

Som nevnt, er det flere usikkerhetsmomenter knyttet hvorvidt likviditetsgrader er en god indikator for et selskaps kortsiktige likviditet. Med utgangspunkt i dette foreslår Plenborg og Kinserdal (2021) et modifisert nøkkeltall for likviditetsgrad, gitt ved følgende formel:

$$\text{Finansiell likviditetsgrad} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Nøkkeltallet angir forholdet mellom et selskaps finansielle omløpsmidler og kortsiktig finansiell gjeld. Sistnevnte omhandler kortsiktig gjeld som må betales innen ett år, som ikke refinansierer seg selv ved kontinuerlig drift, og som vanligvis kommer som et resultat av engangshendelser eller lignende (Plenborg & Kinserdal, s.231). Et selskaps finansielle eiendeler kan, som diskutert under utarbeidelsen av den analytiske balansen i kapittel 5, likvideres uten at dette har betydelig innvirkning på selskapets operasjonelle drift. I tillegg måles vanligvis finansielle eiendeler til virkelig verdi og følgelig vil ikke den bokførte verdien avvike i så stor grad fra reelle likvidasjonsverdier ved konkurs. Figur 6-2 viser historisk utvikling av finansiell likviditetsgrad for SalMar og bransjen i løpet av analyseperioden.



Figur 6-2: Finansiell likviditetsgrad SalMar mot bransjen, 2014-2020

Fra figur 6-2 ovenfor og tabellen 6-2 nedenfor, ser vi at SalMars finansielle likviditetsgrad har hatt en nedadgående trend siden 2015. Hovedårsaken til dette er at SalMar har hatt en lavere andel finansielle omløpsmidler i kombinasjon med økt kortsiktig finansiell gjeld gjennom analyseperioden. Siden 2016 har selskapet hatt en finansiell likviditetsgrad på under 1,0, som impliserer at selskapet må tilføre likviditet for å betjene sine kortsiktige forpliktelser. Til tross for dette, mener vi at utviklingen ikke er veldig bekymringsverdig, men det fordrer at selskapet opprettholder god inntjening. Først og fremst har innføringen av nye regler for leasing fra 2019 ført til at kortsiktig finansiell gjeld øker betydelig, til tross for at selskapets operasjonelle drift er upåvirket. I tillegg har SalMar ubenyttede trekkfasiliteter som kan benyttes om nødvendig. Videre har selskapet også en betydelig høy rentedekningsgrad, og en betydelig egenkapital som buffer mot fremtidige tap.

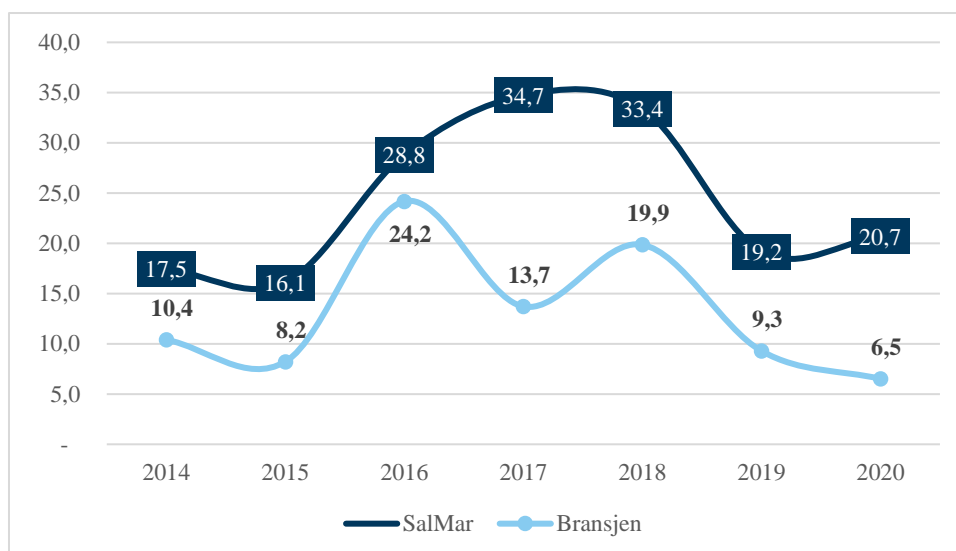
Finansiell likviditetsgrad	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Tidsvektning	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Finansielle omløpsmidler	167 482	273 985	274 004	177 491	239 989	231 462	223 919	
Kortsiktig finansiell gjeld	276 667	140 421	198 613	243 633	748 187	522 272	1 603 002	
Finansiell likviditetsgrad	0,61	1,95	1,38	0,73	0,32	0,44	0,14	0,52

Tabell 6-2: Finansiell likviditetsgrad, SalMar mot bransjen 2014-2020

6.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad angir forholdet mellom et selskaps nettoresultat fra sysselsatt kapital og selskapets netto finanskostnader (Knivsflå, 2021). Et selskaps rentedekningsgrad avdekker hvorvidt et selskap har tilstrekkelig med midler for å kunne betjene netto rentekostnader. Som en hovedregel bør rentedekningsgraden ligge mellom 2 og 3, men dette avhenger i stor grad av rentenivå ved aktuelle tidspunkter og mellom bransjer. Derfor, i likhet med likviditetsgrader, blir bransjegjennomsnittet også i dette tilfellet det beste sammenligningsgrunnlaget.

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



Figur 6-3: Rentedeckningsgrad SalMar mot bransjen, 2014-2020

Figur 6-3 ovenfor viser rentedeckningsgraden for SalMar og bransjen i løpet av analyseperioden. Vi ser at SalMar oppnår en betydelig høyere rentedeckningsgrad sammenlignet med bransjen. Dette impliserer at selskapet genererer tilstrekkelig med midler fra drift til å betale netto finanskostnader med god margin.

6.1.4 Covenants – Gjeldsdekning i framtiden

Det har så langt i analysen av likviditetsrisiko vært satt søkelys på historisk likviditetsrisiko gjennom likviditetsgrader og rentedeckningsgrad. For å kunne si noe om SalMars fremtidige likviditetsrisiko, vil det derfor sees på hvorvidt det foreligger noen former for særegne lånevilkår som selskapet må oppfylle, såkalte covenants. Eksempler på slike lånevilkår kan være en spesifikk mengde av likviditetsreserver eller at selskapet må opprettholde et bestemt nivå av egenkapitalandel. Ved brudd på slike lånevilkår kan dette føre til gjeldsforhandlinger eller at kreditorer krever at lånet skal tilbakebetales, som i ytterste konsekvens kan føre til konkurs.

I SalMars årsrapport for 2020 fremkommer det at selskapet er underlagt flere slike særegne vilkår, covenants. Fra vilkårene stadfestes det et soliditetskrav om at selskapet bokførte egenkapitalandel til enhver tid skal overstige et minimumsnivå på 35%. Videre foreligger det også et operasjonelt krav som innebærer at selskapets netto rentebærende gjeld i forhold selskapets EBITDA ikke skal være høyere enn 5.0 ganger (SalMar, 2020). Det foreligger også et resultatkrav om at selskapets rentedeckningsgrad, definert som EBITDA mot netto finanskostnader ikke skal være lavere enn 4.0. Disse lånevilkårene har i løpet av

analyseperioden variert noe. I tabell 6-3 nedenfor oppsummert angis det hvorvidt SalMar har oppfylt lånevilkårene i de aktuelle årene:

Covenants	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalandel - bokført	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt
Rentebærendegjeld/EBITDA	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt
EBITDA/Finanskostnader	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt	Oppfylt

Tabell 6-3: Løpende covenants SalMar ASA, 2014-2020

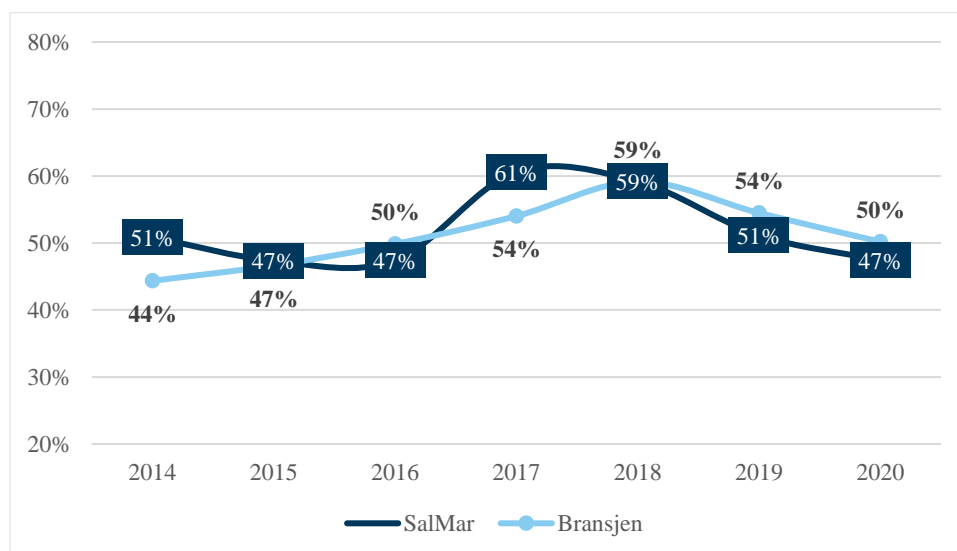
6.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

Formålet med å analysere et selskaps langsiktige likviditetsrisiko, såkalt soliditet, er undersøke hvorvidt selskapet har en sunn finansieringsstruktur og om selskapet evner å dekke fremtidige forpliktelser eller stå imot eventuelle tap (Plenborg & Kinserdal, s.209). Følgelig vil soliditetsrisikoen analyseres for å undersøke hvorvidt SalMar vil tåle en lengre periode med tap uten å gå konkurs. For å undersøke SalMars soliditet, vil egenkapitalandel, driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet analyseres i de påfølgende avsnittene. Årsaken til at disse nøkkeltallene benyttes, er at egenkapital under IFRS ikke har noen reell økonomisk fortolkning ettersom den i praksis er et selskaps «buffer» mot fremtidige tap (Kinserdal, 2021d). Til slutt vil en finansieringsmatrise over SalMars kapitalstruktur presenteres for å gi innsikt i hvordan selskapet er finansiert, og hvorvidt dette er en sunn finansiering, som videre vil påvirke selskapets risiko.

6.2.1 Egenkapitalandel

Et selskaps egenkapitalandel uttrykker hvor mye av selskapets finansiering som stammer fra egenkapital, altså forholdet mellom egenkapital og total kapital. Som nevnt, fra finansieringsperspektiv, er et selskap egenkapital en buffer mot uforutsette tap, både på kort - og lang sikt. Dermed kan en høy andel av egenkapital være en god indikator på at et selskap kan tåle en lengre periode med tap. En høy egenkapitalandel kan også føre til lavere rentekostnader for selskapet. Årsaken til dette er at en høy egenkapitalandel vil gjøre at en långiver eksponeres mot lavere risiko, ettersom egenkapitalen reduserer långivers forventete tap og følgelig skal kredittrisikopremien reduseres tilsvarende. Siden vi i delkapittel 5.2 valgte å benytte konsernregnskapet til SalMar, vil følgelig også minoritetsinteresser i sin helhet inkluderes i beregningene av selskapets egenkapitalandel. Egenkapitalandelen beregnes ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalandel Konsern} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

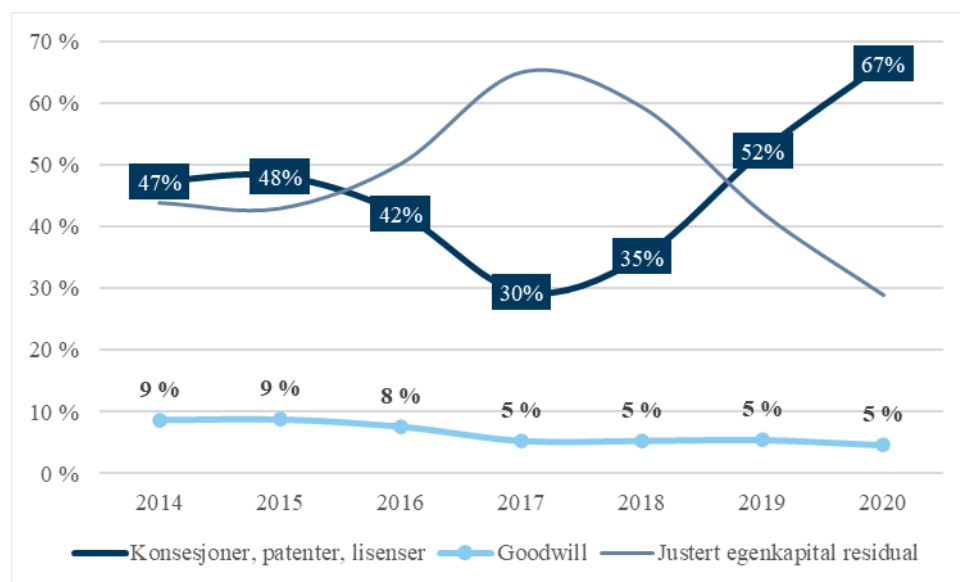


Figur 6-4: Egenkapitalandel SalMar mot bransjen 2014-2020

I løpet av analyseperioden oppnådde SalMar en tidsvektet egenkapitalandel på 52.7%, som er 0,6% lavere enn bransjesnittet. Fra figur 6-4 ser vi at egenkapitalen til SalMar har hatt en synkende trend gjennom de siste årene. Fra Beaver (1966) og Altman (1968) fremkommer det at en synkende egenkapitalandel være en ledende indikator for en konkurs i et selskap på et tidlig tidspunkt. Til tross for dette mener vi at innsikten fra Beaver og Altman ikke er relevant i dette tilfellet. Først og fremst er egenkapitalen høy og bare marginalt avvikende fra bransjens snitt. I tillegg ser vi fra figur 6-4 at svingningene i egenkapitalandelen til SalMar historisk har konstituert en lik trend som bransjen i løpet av analyseperioden. Fra høye laksepriser i 2016 og 2017 og med den høyere egenkapitalandelen, til avtakende laksepriser og egenkapitalandel i de siste årene. Følgelig sees utviklingen i egenkapitalandel som et fellestrekk som er gjeldende for aktørene i sektoren og som indikerer at utviklingen simpelthen skyldes sykliske svingninger i sektoren. I tillegg har SalMar også investert betydelig innen deres satsning på havbasert oppdrett SalMar Ocean og utbyggingen av InnovaNor som diskutert i den interne analysen i kapittel 4. Disse omfattende investeringene vil naturligvis tære på egenkapitalen. Med utgangspunkt i snittet for bransjen, der SalMar i 2020 har en 3% lavere egenkapitalandel, mener vi at dette må sies å være et tilfredsstillende nivå for selskapet og en tilstrekkelig buffer mot fremtidige tap eller konkurs.

6.2.2 Robustheten av Egenkapitalen

Til tross for at SalMar har, etter hva vi bedømmer som en tilstrekkelig buffer for fremtidige tap i form av egenkapital, og at utviklingen i egenkapital følger bransjens utvikling, er det også viktig å undersøke hva egenkapitalen faktisk består av. Under IFRS er det ikke egenkapital noen økonomisk fortolkning, ettersom egenkapitalen ved IFRS simpelthen er et residual mellom eiendeler og forpliktelser (Kinserdal, 2021). Følgelig er det viktig å undersøke hva egenkapitalen faktisk består av for å avgjøre hvorvidt et selskap har «robust» egenkapital (Kinserdal, 2021). For å undersøke dette bør man undersøke hvilke eiendeler som ligger til grunn på aktivasiden. Hvis et selskap opplever problemer og følgelig har behov for midler fra egenkapitalen, vil likvidasjonsverdien av «harde» aktiva være større enn immaterielle eiendeler. Dersom det oppstår problemer i et selskap, vil selskapets immaterielle eiendeler i størst grad være eksponert for betydelige nedskrivninger ettersom eksempelvis goodwill omhandler selskapets fremtidige kontantstrømmer. Med utgangspunkt i dette vil vi nå se på hvor mye immaterielle eiendeler SalMar har balanseført i den analytiske balansen som ble utarbeidet i kapittel 5, for å avgjøre egenkapitalens robusthet. Figur 6-5 viser hvordan utviklingen av immaterielle eiendeler som en andel av SalMars egenkapital i løpet av analyseperioden.

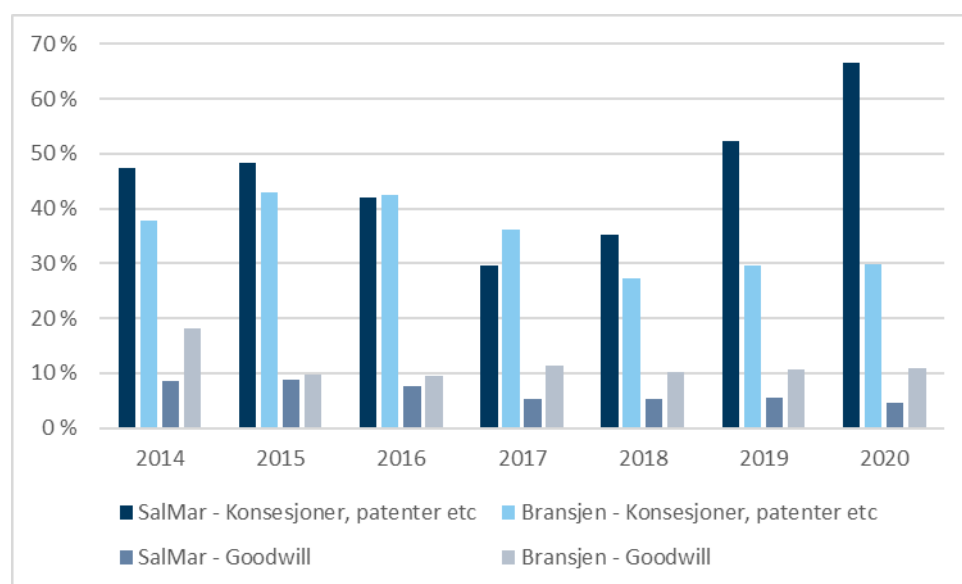


Figur 6-5: Immaterielle eiendeler som andel av egenkapital

Fra figur 6-5 ovenfor ser vi hvordan postene som inngår i SalMars immaterielle eiendelene har utviklet seg og hvordan dette har påvirket selskapets «residual egenkapital». Merk at det benyttes egenkapital som er justert for biologiske verdiendringer for å få et mer rettmessig bilde

av egenkapitalen. Som tidligere nevnt, vil et selskaps immaterielle eiendeler være mest eksponert dersom det skulle oppstå problemer i selskapet (Kinserdal, 2021). Derfor kan et selskap som har svært mye goodwill eller FoU aktivert som immaterielle eiendeler få en negativ egenkapital ved konkurs dersom postene samlet overgår egenkapitalen.

Fra figur 6-5 ser vi at SalMars immaterielle eiendeler overveiende består av konsesjoner, patenter og lisenser, som er høyst omsettelig i et marked og dermed ville gitt en betydelig likvidasjonsverdi ved konkurs. I tillegg har SalMar lite balanseført goodwill og i de siste 4 årene har posten kun utgjort 5% av SalMars egenkapital. Etersom goodwill er den første posten som vil nedskrives ved problemer og følgelig ikke representerer noen likvidasjonsverdi, tyder dette på en svært robust egenkapital. Figur 6-6 viser forholdet mellom konsesjoner, patenter, lisenser som andel av den justerte egenkapitalen fra kapittel 5.6.



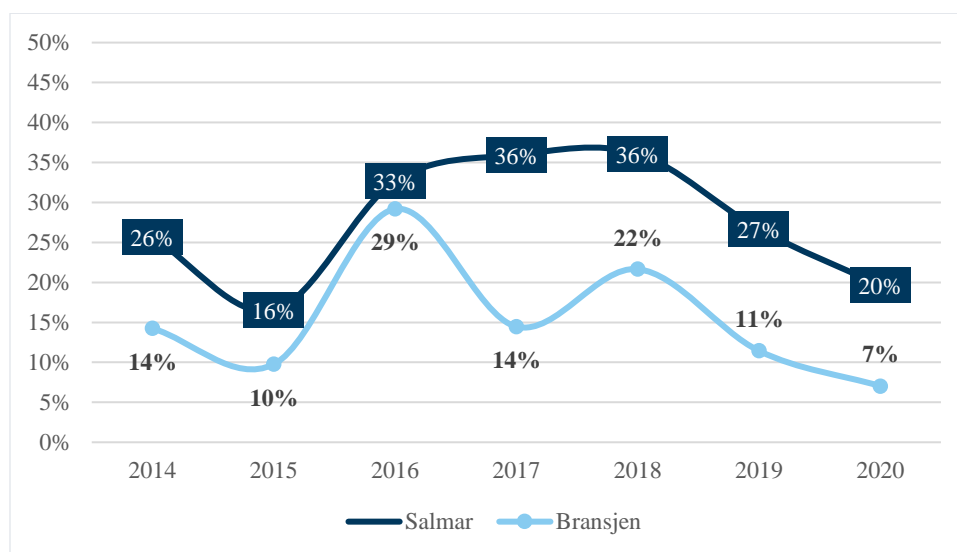
Figur 6-6: Immaterielle eiendeler som andel av egenkapitalen, SalMar mot bransjen, 2014-2020

Fra figur 6-6 ovenfor, ser vi at SalMar gjennom analyseperioden har hatt et lavere nivå av goodwill som en andel av egenkapitalen sammenlignet med bransjen. I tillegg ser vi at SalMars andel av konsesjoner, patenter og lisenser var på omtrent likt nivå med bransjen frem til 2018. Etter 2018 har posten markant økt som en andel av egenkapitalen og i 2020 ser vi at posten omtrent utgjør en dobbel så høy andel av egenkapitalen sammenlignet med bransjen. Med utgangspunkt i at SalMar har en lav andel av goodwill, en markant høyere andel av konsesjoner, lisenser og patenter som immaterielle eiendeler, impliserer dette at selskapet har en mer robust egenkapital sammenlignet med bransjen dersom det skulle oppstå problemer, til tross for en noe lavere egenkapitalandel.

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Et selskaps driftsrentabilitet er gitt ved driftsresultatet i prosent av sysselsatt kapital. Driftsrentabiliteten angir hvor mye verdi et selskap skaper fra driftseiendelene. Dersom et selskap ikke evner å oppnå en tilfredsstillende rentabilitet, kan dette føre til at et selskap likevel må betale utbytte for å oppfylle avkastningskravene til eksempelvis aksjonærene. Dette vil resultere i forvitring av egenkapitalen og følgelig ha innvirkning på selskapets fremtidige soliditet. Motsatt vil en høy driftsrentabilitet impliserer god lønnsomhet som videre vil føre til økt egenkapital. Egenkapitalrentabiliteten vil i det neste sees i sammenheng til netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet beregnes etterskuddsvis ved å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig driftskapital i en gitt periode, med tilhørende opptjente netto driftsresultat (Knivsfå, 2021). Netto driftsrentabilitet beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat (NDR)}}{\text{Netto driftseiendeler}_{IB} + \frac{\Delta \text{Netto driftseiendeler} - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$



Figur 6-7: Netto driftsrentabilitet SalMar mot bransjen, 2014-2020

Fra figur 6-7 fremkommer det at SalMar har en betydelig høyere netto driftsrentabilitet sammenlignet med bransjen i løpet av analyseperioden.

6.2.4 Kapitalstruktur

SalMars kapitalstruktur vil nå undersøkes ved hjelp av en finansieringsmatrise som viser hvordan selskapet er finansiert ved et gitt tidspunkt. Det tas i denne oppgaven utgangspunkt i årsregnskapet for 2020, hvilket impliserer at dateringen for finansieringsmatrisen er 31.12.2020. Matrisen muliggjør at kildene til finansiering av selskapets eiendeler identifiseres og således risikoen knyttet til denne typen finansiering. Tabellene nedenfor illustrerer finansieringsmatrisene for henholdsvis SalMar for årsslutt 2020.

	Egenkapital	Minoritet	Lang DG	Lang FG	Kort DG	Kort FG	Eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	60,5 %	8,1 %	10,4 %	21,1 %			69,1 %
Finansielle anleggsmidler				100,0 %			0,4 %
Driftsrelaterte omløpsmidler				47,1 %	52,9 %		29,3 %
Finansielle omløpsmidler						100,0 %	1,1 %
Totalkapital	41,8 %	5,6 %	7,2 %	22,0 %	15,5 %	7,9 %	100,0 %

Tabell 6-4: Finansieringsmatrise for SalMar 2020

Finansieringsmatrise 2020	Egenkapital	Minoritet	Lang DG	Lang FG	Kort DG	Kort FG	Eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	61,5 %	1,4 %	12,2 %	24,8 %			59,9 %
Finansielle anleggsmidler				100,0 %			0,2 %
Driftsrelaterte omløpsmidler				76,3 %	23,7 %		35,7 %
Finansielle omløpsmidler					11,1 %	88,9 %	4,2 %
Totalkapital	49,7 %	0,9 %	7,3 %	29,5 %	8,9 %	3,7 %	100,0 %

Tabell 6-5: Finansieringsmatrise for Bransjen

Fra tabell 6-4 ovenfor fremkommer det at SalMar har en solid finansieringsstruktur som er tilnærmet identisk med bransjen. Bransjen finansierer driftsrelaterte anleggsmidler med noe mer egenkapital sammenlignet med SalMar, men har tilgjengelig høyere andel langsiktig finansiell gjeld. Til tross for dette mener vi både at SalMar og bransjen samlet sett har solid finansieringsstruktur. Fra matrisen ser vi at SalMar finansierer sine driftsrelaterte anleggsmidler med langsiktig finansiering og at kortsiktige poster finansieres hovedsakelig med kortsiktig gjeld. Med utgangspunkt i dette kan vi si at SalMar og bransjen har en sunn finansieringsstruktur som er solid dersom det skulle oppstå problemer.

6.3 Oppsummering av risiko – Syntetisk rating

I de tidligere avsnittene har nå SalMar likviditets- og soliditetsrisiko blitt analysert og sammenlignet med bransjesnittet. Det vil nå settes en karakter på SalMars risiko, en såkalt syntetisk rating. Den syntetiske ratingen estimeres på bakgrunn av de ulike forholdstallene som ble avdekket under likviditets- og soliditetsanalysene. De ulike forholdstallene som ble avdekket, både på kort og lang sikt, vil avslutningsvis akkumulere til en syntetisk rating for SalMar. Det finnes flere anerkjente selskaper som kredittvurderer andre selskaper for å kunne

estimere sannsynligheten for at et gitt selskap går konkurs innen ett år. Vanligvis betaler långivere kredittvurderingsselskaper, ofte Standard & Poor's eller Moody's and Fitch for å gjennomføre en grundig vurdering av selskaper, for så å estimere en sannsynlighet for konkurs innen ett år, som utgjør en rating. Karakterskalaen er rangert fra AAA som er høyst, til D som er laveste karakter, der høyeste karakter impliserer tilnærmet ingen risiko for konkurs, mens laveste karakter impliserer en betydelig konkurstrisiko. Ratingen et selskap ofte får er en utslagsgivende faktor på prisen for lån selskapet vil få, ettersom dette indikerer kredittrisikoen forbundet med å gi lån til disse selskapene (Plenborg & Kinserdal, s.391). Kredittrisikopremien for SalMar vil diskuteres videre under kapittel 7 om finansielt gjeldskrav.

På tilsvarende måte som kredittratingselskaper vil vi nå klassifisere SalMar og dermed etablere en syntetisk rating. Klassifiseringen av SalMar vil baseres på de fire foregående forholdstallene om likviditetsgrad 1, finansiell likviditetsgrad, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet som tidligere ble beregnet. Videre vil det også føres en diskusjon rundt selskapet generelle risikobilde og relevante momenter som kan ha innvirkning på en endelig syntetisk rating.

For å bestemme en syntetisk rating for både SalMar og bransjesnittet, vil vi ta utgangspunkt i en tabell som er utarbeidet av Knivsflå (2021i) som tar utgangspunkt i analyser av Damodaran (2016) basert på Standard & Poor's kredittrater. Tabellen fra Knivsflå (2021i) oppgir ulike intervaller for forholdstall som er ekvivalente til en bestemt rating. Forholdstallene som benyttes er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet, som tidligere i kapittelet ble utarbeidet for SalMar og bransjen. Tabellen utarbeidet av Knivsflå (2021i) er oppsummert nedenfor:

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,40	16,90	0,93	0,33
	8,70	11,60	0,89	0,29
AA	6,00	6,30	0,84	0,25
	4,40	4,85	0,74	0,20
A	2,80	3,35	0,64	0,15
	2,15	2,76	0,53	0,11
BBB	1,50	0,22	0,42	0,08
	1,25	1,69	0,36	0,06
BB	1,00	1,22	0,30	0,05
	0,85	1,06	0,25	0,03
B	0,70	0,90	0,20	0,02
	0,55	0,49	0,16	0,01
CCC	0,40	0,07	0,12	-0,01
	0,35	-0,35	0,10	-0,02
CC	0,30	-0,76	0,07	-0,04
	0,25	-1,17	0,03	-0,05
C	0,20	-1,58	-1,02	-0,06
	0,15	-2,00	-0,09	-0,08
D	0,10	-2,41	-0,16	-0,09

Tabell 6-6: Tabell for fastsettelse av syntetisk rating basert på forholdstall (Knivsflå, 2021i).

Med utgangspunkt i tabellen utarbeidet av Knivsflå (2021i) og de tidligere beregnede forholdstallene er det utarbeidet en syntetisk rating for både SalMar og bransjesnittet, basert på alle år i analyseperioden. Som grunnlag for de beregnede syntetiske ratingene benyttes det tidsvektede gjennomsnitt, med vektig lik den som ble presentert i delkapittel 5.7. Tabell 6-6 nedenfor oppsummerer nøkkeltallene, samt hvilken syntetisk rating disse akkumulerer til, både for SalMar og bransjen. Basert på den tidligere analysen av forholdstall mener vi at den passende ratingen for SalMar er A-, mens bransjens syntetiske rating beregnes til A. Det er hovedsakelig i analysen av likviditet SalMar skiller seg fra bransjesnittet. Selskapet har betydelig en betydelig lavere kortsiktig likviditet, som vist gjennom likviditetsgrad 1 og finansiell likviditetsgrad. Videre, innen soliditet, er SalMars egenkapitalprosent marginalt lavere enn snittet for bransjen i løpet av perioden. Vi observerer også at SalMar oppnår en høyere netto driftsrentabilitet sammenlignet med snittet for bransjen, spesielt i løpet av de siste tre årene. Dette impliserer at SalMar i større grad evner å skape en høyere avkastning for driftskapital sammenlignet med bransjen, også i perioder med lav laksepris. Årsaken til dette kan skyldes at SalMar har et konkurransefortrinn knyttet til InnovaMar og havbasert oppdrett, som diskutert i den strategiske analysen.

Syntetisk rating	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1								
SalMar	A+	A	BBB	A-	BBB+	BBB+	BB+	BBB+
Bransjen	A+	A	A-	A-	A+	A+	AA-	A+
Finansiell Likviditetsgrad								
SalMar	B-	BBB+	BB+	B	CCC-	CCC+	D+	CCC-
Bransjen	BBB+	BB+	BBB+	A-	A-	A+	BBB-	BBB+
Rentedeckningsgrad								
SalMar	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Bransjen	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Egenkapitalprosent								
SalMar	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-	BBB+	BBB+	A-
Bransjen	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-	A-	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet								
SalMar	AA+	A+	AAA	AAA	AAA	AA+	A+	AA+
Bransjen	A	BBB+	AA+	A	A+	A-	BB+	A
Totalt								
SalMar - Syntetisk rating	A	A+	A+	A	A-	A	BB+	A-
Bransjen - Syntetisk rating	A	BBB+	A+	A	A	A	BBB+	A

Tabell 6-7: Oppnådd syntetisk rating SalMar mot bransjen, 2014-2020

Statistikk fra Standard & Poor's antyder en kredittrating på A gir en sannsynlighet for konkurs på 0,08% i løpet av neste år, mens BBB angir en sannsynlighet på 0,26% (Knivsflå, 2021i). Dermed ligger SalMars sannsynlighet for konkurs basert på syntetisk rating mellom 0,08%-0,26%. Det samme gjelder også for de komparative selskapene som utgjør bransjen, og følgelig mener vi at selskapene generelt sett er robuste. Dette underbygges videre med at covenants overholdes, samt en tilfredsstillende kapitalstruktur. Med utgangspunkt i dette mener vi at en A- rating for SalMar virker fornuftig. De utarbeidede ratingene legges til grunn for kredittrisikopremien og finansielt gjeldskrav som videre vil diskuteres i neste kapittel.

7 Avkastningskrav

For å skaffe midler til investeringer innhenter bedrifter kapital fra egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer. Disse investorene krever en avkastning på den kapitalen de investerer lik den de ville fått ved andre investeringer med tilsvarende relevant risiko. Denne avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. (Kaldestad og Møller, 2016, s. 152).

I dette kapitlet vil vi beregne de historiske avkastningskravene for SalMar, som senere skal brukes i lønnsomhetsanalysen i neste kapittel. Et selskap blir vurdert som lønnsom dersom avkastningen er større enn kravet. Hensikten med lønnsomhetsanalysen blir dermed å undersøke om SalMar har oppnådd en høyere avkastning enn de beregnede historiske avkastningskravene.

7.1 Teori for Avkastningskrav

Totalkapitalavkastningen (Weighted Average Cost of Capital «WACC») er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Avkastningskrav til totalkapitalen betyr i denne sammenhengen avkastningskravet til sysselsatt kapital siden vi her ikke tar med pengeposter og driftfremmende poster. Avkastningskravet (ndk) kan defineres som følger:

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

EK = Egenkapital,	ekk = Egenkapitalkrav,	mik = Minoritetskrav
MI = Minoritetsinteresser,	NFG = Netto finansiell gjeld,	NDK = Netto driftskapital
nfgk = Netto finansielt gjeldskrav		

I den fundamentale verdsettelsen benyttes avkastningskravet til totalkapitalen for å diskutere de fremtidige kontantstrømmene som benyttes for å estimere virksomhetsverdien (Kaldestad og Møller, 2016, s. 153). For å beregne avkastningskravet vil vi først estimere selskapets egenkapitalkostnad, og deretter estimere kravene for netto finansiell gjeld. Et viktig moment er at kravene i dette kapitlet blir beregnet ut i fra gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital gjennom året, for å sikre konsistens med det påfølgende kapitlet om lønnsomhet.

7.2 Egenkapitalkrav

Man kan benytte flere modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. De mest kjente modellene er kapitalverdimodellen (CAPM), Arbitrage Pricing Model og Fama-French trefaktormodell. Her er CAPM den modellen som brukes mest. Denne modellen er enkel å bruke og eliminerer i tillegg usystematisk risiko. Følgelig velger vi å benytte CAPM for å estimere de historiske egenkapitalkravene.

Modellen bygger på at en investor som vil investere i en aksje står overfor to typer risikoer: Bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko) og generell markedsrisiko (systematisk risiko), men fordi en investor kan diversifisere får man bare kompensasjon for den systematiske risikoen i avkastningskravet. Videre forutsetter man at alle investorer har tilgang til samme informasjon og at alle kan kjøpe og selge verdipapirer til markedspris, samt låne til risikofri rente. De fleste forutsetningene som tas i modellen viser seg derimot å være urealistiske i den virkelige verden. Mange investorer er ikke fullt ut diversifisert, og Beta koeffisienter viser seg å være ustabile. Grunnet ustabilitet i Beta vil den ikke alltid kunne reflektere fremtidig risiko, selv om den er basert på historiske data (Diksha, 2020). I tillegg vil investorene i enkelte tilfeller kreve en ekstra risikopremie, som ofte blir kalt illikviditetspremie.

I dette kapitlet vil egenkapitalkravet beregnes ut i fra følgende formel:

$$ekk = R_f(1 - s) + \beta_{EK} * mrp + likv_{EK}$$

Der, $R_f(1 - s)$ = Risikofri rente etter skatt mrp = Markedsrisikopremie

β_{EK} = Egenkapitalbeta; målt etter systematisk risiko $likv_{EK}$ = Likviditetspremie

Vi vil videre se på de ulike komponentene i CAPM, som grunnlag for å estimere selskapets egenkapitalkrav.

7.2.1 Risikofri rente

Kaldestad og Møller (2016) definerer den risikofrie renten som den hypotetiske avkastningen på et verdipapir eller en portefølje som har ingen risiko for konkurs eller mislighold. I praksis finner man derimot intet aktivum som besitter disse karakteristikkene. Det brukes derfor ofte rente på statsobligasjoner, som er det nærmeste man kommer dette.

Statsobligasjoner kan både være korte og lange. Problemstillingen i dette tilfellet blir hvilken rente man skal ta utgangspunkt i, da valget av lengde får betydning for avkastningskravet. I følge Kaldestad og Møller (2016) velger mange å legge til grunn 10 årsrenten. Dette fordi en lang rente varierer mindre enn en kort rente noe som gjør at avkastningskravet blir mer stabilt. Metoden er imidlertid lite optimal hvis yieldkurven er bratt og at det kan være innbakt både en likviditetspremie og premie for inflasjonsrisiko i renten, noe som indikerer at den lange obligasjonsrenten ikke er risikofri. Knivsflå (2021j) argumenterer for å bruke 3 måneders NIBOR. NIBOR er en forkortelse for «Norwegian InterBank Offered Rate», som er en referanserente for pengemarkedsrenter mellom banker. I vår utregning velger vi å benytte 3 måneders NIBOR, og beregne risikofri rente etter skatt. Fordelen ved å bruke denne renten er at den er tidsvarierende og er gjeldende fra år til år. Videre vil vi trekke fra bankenes kredittrisikopremie, i henhold til Knivsflås metode. Kredittrisikopremien er hentet fra Knivsflås forelesninger og er et anslag ut ifra gjennomsnittlig kredittrating av banker. Videre beregner vi risikofri rente etter skatt for å sikre konsistens når vi sammenligner de estimerte avkastningskravene med rentabilitetstall etter skatt i kapittel 8.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
NIBOR, 3 Måneder	0,0170	0,0129	0,0107	0,0089	0,0106	0,0155	0,0070	0,0118
- Kredittrisikopremie for bank etter skatt	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050
= Risikofri rente før skatt	0,0120	0,0079	0,0057	0,0039	0,0056	0,0105	0,0020	0,0059
- 25-22% Skatt	0,0032	0,0020	0,0014	0,0009	0,0013	0,0023	0,0004	0,0014
= Risikofri rente etter skatt	0,0088	0,0059	0,0043	0,0030	0,0043	0,0082	0,0016	0,0045

Tabell 7-1: Historisk risikofri rente etter skatt 2014-2020 (NIBOR- rente Hentet fra Referanserenter, 2021)

7.2.2 Markedets risikopremie

Av Kaldestad og Møller (2016) defineres markedets risikopremie som «den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten». Markedsrisikopremien kan dermed tolkes som investorenes kompensasjon for å påta seg markedsrisiko. Man kan bruke ulike metoder for å beregne markedets risikopremie. I CAPM brukes den historiske realiserede risikopremien for å estimere markedets risikopremie.

Knivsflå (2021j) har beregnet en gjennomsnittlig risikopremie på 3,6% for perioden 2015-2020 på Oslo Børs. På lang sikt har han beregnet en gjennomsnittlig risikopremie på 7.0% i perioden 1958-2020. PwC gjennomførte i 2020 for tiende gang en undersøkelse på markedets risikopremie. Deres estimat for nivået på markedspremien i det norske markedet ble på 5,0%. De understreker videre at størrelsen på markedspremien var stabil gjennom hele

perioden (PwC, 2020). Vi velger her å ta utgangspunkt i Knivsflås estimater for markedsrisikopremie hvor han har vektet den korte tidshorisonten 67%, mens den lange tidshorisonten er vektet 33%.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Markedsrisikopremie	0,048	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046	0,048

Tabell 7-2: Markedets risikopremie, 2014-2020 (Knivsflå, 2021 10)

Tabell 7-2 viser at den løpende markedsrisikopremien er på 4,8%. Dette er noe lavere enn det PwC kom frem til i sine undersøkelser, men kun med et minimalt avvik. Vi mener derfor at estimatene for markedets risikopremie er rimelige å bruke.

7.2.3 Egenkapitalbeta

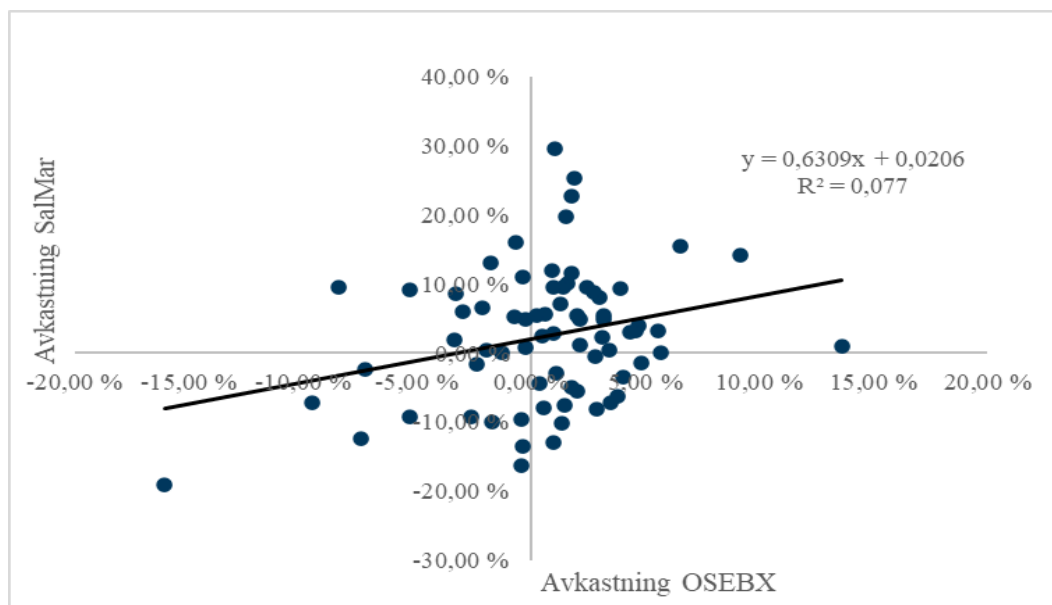
Beta er lik korrelasjonskoeffisienten mellom aksjen og markedet multiplisert med volatilitetsforholdet. Egenkapitalbetaen kan derfor også defineres som et mål på den systematiske risikoen ved å investere i aksjen. En beta på 1 indikerer at en aksje svinger i takt med markedet (Kaldestad og Møller, 2016, s.159). I CAPM forutsetter man at alle investorer er fullt ut diversifisert, og det er derfor kun den systematiske risikoen som er relevant i dette tilfellet. Ifølge kapitalverdimodellen kan egenkapitalbetaen estimeres som:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje} = \text{kov}(r, r_m)}{\text{Varians markedsportefølje} = \text{var}(r_m)}$$

Ettersom SalMar er børsnotert estimeres aksjebetaen på basis av historisk kursdata (Knivsflå, 2021j). Dataen er hentet fra Amadeus, Norges Handelshøyskoles egen børsdatabase. Vi har valgt å benytte oss av Månedlige logaritmiske avkastninger siden 2014. Vi mener at denne tidshorisonten ikke er for kort slik at betaen ikke blir påvirket av selskapsspesifikke hendelser. I tillegg får vi se en samvariasjon mellom selskapet og indeksen gjennom både opp- og nedgangstider. Videre argumenterer Koller et al., (2020) for å bruke månedlige observasjoner siden kortere tidsintervall vil kunne lede til systematisk støy i estimatene.

Som markedsportefølje benyttes Oslo børs (OSEBX). Et problem ved å legge Oslo Børs til grunn som indeks ifølge Kaldestad og Møller (2016) er den skjeve vektingen mot oljeindustrien, og at selskapet dermed måles mot en oljeindeks. I og med at SalMar er notert på

Oslo Børs, og med mangel på bedre alternativer, velger vi likevel å bruke OSEBX som markedsportefølje. Ved bruk av de parameterne vi har diskutert ovenfor gir en regresjonsanalyse oss følgende estimat for SalMars egenkapitalbeta:



Figur 7-1: Regresjonsanalyse - Historisk avkastning SalMar og OSEBX

Figur 7-1 illustrerer at regresjonsanalysen gir SalMar en egenkapitalbeta på 0,6309. Dette betyr at en økning på 1% av Oslo Børs, fører til en økning på 0,06309% i SalMar. Denne relative lave betaen skyldes i hovedsak en korrelasjonskoeffisient på 27,7%. Med en egenkapitalbeta på mindre enn 1 vil det si at SalMar har lavere risiko enn markedet ifølge data fra de siste 6 årene. Dette kan skyldes Oslo Børs skjeve vektning mot oljeindustrien, og dermed er indeksens sensitivitet nært knyttet til oljeprisen. Som nevnt i den strategiske analysen er den norske kronen også påvirket av oljeprisen, og dermed negativt korrelert med lakseprisen. En R^2 på 0,077 indikerer at 7,7% av SalMars risiko kan knyttes til markedsrisiko. Vi har også gjennomført en regresjonsanalyse med samme fremgangsmåte for de andre selskapene i bransjeutvalget:

	SalMar	GSF	Mowi	Lerøy	NRS
Egenkapitalbeta	0,63	1,00	0,82	0,72	0,54

Tabell 7-3: Egenkapitalbeta for bransjeutvalget.

Sammenlignet med estimatene for de andre selskapene virker vårt estimat av egenkapitalbetaen for SalMar å være fornuftig. Utenom Grieg Seafood som har en egenkapitalbeta på 1 har alle de andre selskapene mindre risiko enn markedet.

Koller et al., (2020) argumenterer for å justere betaen slik at den blir nærmere gjennomsnittet for alle selskap. En prosess de omtaler som «Beta smoothing». Den vanligste metoden her referer til Marshall Blume's observasjon om at beta har en tendens til å gå mot 1. Vi velger å følge formelen til Bloomberg der vårt estimat vektlegges 2/3, mens 1 vektlegges 1/3 (Koller et al., 2020). Estimer for bransjeutvalget etter justering av beta blir som følgende:

	SalMar	GSF	Mowi	Lerøy	NRS
Ujustert beta	0,63	1,00	0,82	0,72	0,54
Justert beta	0,75	1,00	0,88	0,81	0,69

Tabell 7-4: Ujustert og justert beta for bransjeutvalget.

Etter å ha justert egenkapitalbeta for alle selskap er alle naturlig nok nærmere 1, sammenlignet med vårt første estimat. Egenkapitalbeta på 0,75 for SalMar er det vi kommer til å benyttes videre i beregningen av egenkapitalkravene.

7.2.4 Likviditetspremie

Hensikten med en likviditetspremie er å kompensere en investor for risikoen ved en illikvid plassering slik at det kan bli vanskelig eller relativt dyrt å komme seg ut av aksjen (Kaldestad og Møller, 2016). Knivsflå (2021j) påpeker at det er utfordrende å fastsette en likviditetspremie med begrunnelse i teori, og at man derfor må ta en skjønnsmessig vurdering. I et stort selskap som SalMar er aksjene ofte lett omsettelige. Dette er noe som indikerer en lav likviditetspremie. Selskapet har imidlertid som nevnt i kapittel 2 en dominerende majoritetseier i Kverva AS, med en eierandel på 52,46%. Selv om aksjen er tilsynelatende omsettelig, mener vi at den konsentrerte eierandelen taler for å inkludere en likviditetspremie. På bakgrunn av dette velger vi å legge til grunn en likviditetspremie på 1%. I tillegg legges det til en ekstra skjønnsmessig illikviditetspremie for minoritetseiere på 2%. Dette fordi disse eierpostene er mindre omsettelige.

7.2.5 Utregning av egenkapitalkrav

Etter å ha diskutert og estimert alle parameterne i CAPM kan vi beregne egenkapitalkravet til SalMar for analyseperioden. Utregningen presenteres i tabell 7-5.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Risikofri rente	0,0088	0,0059	0,0043	0,0030	0,0043	0,0082	0,0016	0,0045
+ Egenkapitalbeta	0,7540	0,7540	0,7540	0,7540	0,7540	0,7540	0,7540	0,7540
* Markedspremie	0,0480	0,0480	0,0480	0,0470	0,0500	0,0510	0,0460	0,0483
+ Likviditetspremie	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
= Egenkapitalkrav	0,0550	0,0521	0,0505	0,0484	0,0520	0,0566	0,0462	0,0509

Tabell 7-5: Årlig egenkapitalkrav for SalMar 2014-2020

Ut i fra Tabell 7-5 kan vi se at egenkapitalkravet har variert begge veier over analyseperioden, med den laveste verdien i det siste året. Dette kan i hovedsak skyldes den generelle fallende trenden i risikofri rente hvor den i 2020 var på sitt laveste nivå i analyseperioden. Markedspremien fulgte trenden til risikofri rente, og har falt siden 2015. Nedgangen fra 2019 til 2020 kan ses i sammenheng med den pågående Coronapandemien.

7.2.6 Minoritetskrav

Minoritetskravet tar utgangspunkt i egenkapitalkravet, med et ekstra tillegg i illikviditetspremie på 2% slik vi foreslo i avsnitt 7.2.4.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Egenkapitalkrav	0,0550	0,0521	0,0505	0,0484	0,0520	0,0566	0,0462	0,0509
+ illikviditetspremie, minoritet	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
= Minoritetskrav	0,0750	0,0721	0,0705	0,0684	0,0720	0,0766	0,0662	0,0709

Tabell 7-6: Årlig minoritetskrav, SalMar, 2014-2020

7.3 Krav til netto finansiell gjeld

Krav til netto finansiell gjeld kan i følge Knivsflå (2021j) fastsettes gjennom en vektet differanse av finansielt gjeldskrav minus finansielt eiendelskrav. Finansielt gjeldskrav settes av kreditor og finansielt eiendelskrav bestemmes av eiendelene det investeres i. Formelen for utregning blir som følgende:

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

Der, nfgk = Netto finansielt gjeldskrav FG = Finansiell gjeld

fgk = Finansielt gjeldskrav FE = Finansielle eiendeler

fek = Finansielt eiendelskrav NFG = Netto finansiell gjeld

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav er gitt som summen av risikofri rente etter skatt og en gitt kredittrisikopremie, og skal reflektere kostnaden ved å låne i finansmarkedet (Knivsflå, 2021j). Siden vi allerede har estimert den risikofrie renten, gjenstår kun å beregne kredittrisikopremien. Vi benytter følgende formel for utregning av finansielt gjeldskrav:

$$fgk = r_f * (1 - s) + kredittrisikopremie$$

Kredittrisikopremien kommer av at långiver krever en ekstra premie som avhenger av sannsynlighet for konkurs og tapsprosent ved konkurs. For kreditor er kreditrisiko en systematisk kostnad som legges på lånerenten for å få kostnadsdekning. Denne risikopremien bestemmes ut ifra den syntetiske ratingen vi anslo i forrige kapittel. Knivsflå (2021j) har laget en oversikt over kredittrisikopremie basert på forskjellig syntetisk rating, som er presentert i tabell 7-7. Vi beregner kredittrisikopremien ved å anvende Knivsflås tabell og vår syntetiske rating for SalMar.

Rating	Kort krp etter skatt	Lang krp etter skatt
AAA	0,003	0,005
AA	0,005	0,008
A	0,009	0,012
BBB	0,020	0,024
BB	0,037	0,041
B	0,065	0,071
CCC	0,122	0,128
CC	0,193	0,200
C	0,264	0,272
D	0,299	0,307

Tabell 7-7: Kredittrisikopremie etter skatt (Knivsflå, 2021j)

Ettersom den finansielle gjelden til SalMar hovedsakelig består av langsiktige lån velger vi å benytte den lange kredittrisikopremien etter skatt. Nå som vi har både risikofri rente og en kredittrisikopremie for SalMar kan vi beregne selskapet finansielle gjeldskrav. Finansielt gjeldskrav etter skatt for analyseperioden kan leses i tabell 7-8.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Syntetisk rating	A	A+	A+	A	A-	A	BB+	A-
Risikofri rente etter skatt	0,0088	0,0059	0,0043	0,0030	0,0043	0,0082	0,0016	0,0045
+ Kredittrisikopremie	0,0120	0,0100	0,0100	0,0120	0,0180	0,0120	0,0320	0,0120
= Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,0208	0,0159	0,0143	0,0150	0,0223	0,0202	0,0336	0,0165

Tabell 7-8: Finansielt gjeldskrav etter skatt for SalMar, 2014-2020

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet defineres av Knivsflå (2021j) som det vektete kravet mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Siden disse ulike typene av finansielle eiendeler har forskjellig risiko er det naturlig med ulike avkastningskrav. Det finansielle eiendelskravet kan estimeres ved bruk av følgende formel:

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}) * \frac{INV}{FE}$$

fek	=	Finansielt eiendelskrav	KON	=	Kontanter og bankinnskudd
krp _{FOR}	=	Kredittrisikopremie, fordringer	FOR	=	Fordringer
β_{INV}	=	Finansiell investeringsbeta	INV	=	Finansielle investeringer
ilp _{INV}	=	Illikvidetspremie, investeringer			

Det første leddet i formelen utgjør kontantkravet som kun vil være lik risikofri rente etter skatt, ettersom kontanter er tilnærmet risikofrie. Videre viser andre ledd fordringskravet, som utgjør risikofri rente etter skatt pluss en kredittrisikopremie. Vi følger Knivsflås (2021j) forutsetning om at fordringer har en rating på BBB med en kortsiktig kredittrisikopremie, slik at kr_{FOR} blir 2,0%. Vi forutsetter også at $\beta_{\text{INV}} = 1$ og $il_{\text{INV}} = 0$ i slik at det ikke blir noe forskjell på investeringskravet før og etter skatt. Utrekningen av finansielt eiendelskrav er vist i tabell 7-9.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,0088	0,0059	0,0043	0,0030	0,0043	0,0082	0,0016	0,0045
* Kontantvekt	0,9948	0,9230	0,9746	0,8449	0,7608	0,9258	0,7088	0,8761
+ (Risikofri rente etter skatt	0,0088	0,0059	0,0043	0,0030	0,0043	0,0082	0,0016	0,0045
+ kort kredittrisikopremie, fordringer)	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
* Fordringsvekt	0,0049	0,0741	0,0244	0,1542	0,2375	0,0727	0,2897	0,1225
+ (Risikofri rente etter skatt	0,0088	0,0059	0,0043	0,0030	0,0043	0,0082	0,0016	0,0045
* Investeringsbeta	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
* Markedsrisikopremie	0,0480	0,0480	0,0480	0,0470	0,0500	0,0510	0,0460	0,0483
+ Illikviditetspremie	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
* Investeringsvekt	0,0004	0,0029	0,0010	0,0009	0,0017	0,0015	0,0014	0,0014
= Finansielt eiendelskrav	0,0089	0,0074	0,0048	0,0060	0,0091	0,0096	0,0074	0,0070

Tabell 7-9: Finansielt eiendelskrav for SalMar, 2014-2020

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Nå som vi har beregnet både finansielt eiendelskrav og finansielt gjeldskrav, har vi alle parameterne vi trenger til å beregne netto finansielt gjeldskrav for SalMar. Vektingen baseres på gjennomsnittlig kapital. Teori om netto finansielt gjeldskrav ble presentert i innledningen til delkapittelet, mens utregningen vises i tabell 7-10.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,0208	0,0159	0,0143	0,0150	0,0223	0,0202	0,0336	0,0165
* Gjeldsvekt	1,3102	1,0941	1,1225	1,1599	1,1837	1,1182	1,0698	1,1512
- Finansielt eiendelskrav	0,0089	0,0074	0,0048	0,0060	0,0091	0,0096	0,0074	0,0070
* Eiendelsvekt	0,3102	0,0941	0,1225	0,1599	0,1837	0,1182	0,0698	0,1512
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0245	0,0167	0,0154	0,0164	0,0247	0,0214	0,0354	0,0180

Tabell 7-10: Netto finansielt gjeldskrav etter skatt, SalMar, 2014-2020

7.4 Beta til netto finansiell gjeld

For å kunne estimere årlig egenkapitalbeta og netto driftsbeta trenger vi netto finansiell beta (β_{NFG}). For å beregne denne bruker vi formel fra Knivsflås (2021j):

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \left(\frac{FG}{NFG}\right) - \beta_{FE} * \left(\frac{FE}{NFG}\right)$$

7.4.1 Finansiell gjeldsbeta

Implisitt finansiell gjeldsbeta kan ifølge Knivsflås (2021j) beregnes dersom markedsrisikodelen (mrd), kreditrisikopremien (krp) og markedspremien (mrp) er kjent, med følgende formel:

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

Kreditrisikopremien og markedsrisikopremien er allerede beregnet respektivt i avsnitt 7.3.1 og 7.2.2. Videre kan markedsrisikodelen hentes fra regresjonsanalysen som ble gjort i avsnitt 7.2.3, hvor vi bruker verdien for R^2 , 0,077. Som nevnt tidligere tilsier denne verdien hvor mye av avkastningen til SalMar som kan knyttes til den generelle markedsrisikoen. Vi følger Knivsflås (2021j) forslag om justering for å finne andelen av markedsrisikopremien som kan knyttes til finansiell gjeld. I vår beregning velger vi å bruke en justeringsfaktor på 1/3 i tråd med Knivsflås forslag. Utregning av implisitt finansiell beta kan leses av tabell 7-11.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Syntetisk rating	A	A+	A+	A	A-	A	BB+	A-
Kreditrisikopremie	0,012	0,010	0,010	0,012	0,018	0,012	0,032	0,012
* Markedsrisikodel = (1/3) * R^2	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026
/ Markedsrisikopremie	0,048	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046	0,048
= Implisitt Finansiell gjedsbeta	0,006	0,005	0,005	0,007	0,009	0,006	0,018	0,006

Tabell 7-11: Implisitt finansiell gjeldsbeta, SalMar, 2014-2020

7.4.2 Finansiell eiendelsbeta

For å beregne finansiell eiendelsbeta tar vi utgangspunkt i formel fra Knivsflå (2021j):

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

Vi gjør samme forutsetninger som i avsnitt 7.3.2 og setter $\beta_{INV} = 1$. I tillegg settes $\beta_{KON} = 0$, siden bankinnskudd og kontanter er risikofrie. Derimot er finansielle fordringer (FOR) utsatte for kredittrisiko og fordringsbeta kan beregnes med formelen under (Knivsflå, 2021j):

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

Etter å ha beregnet fordringsbeta har vi alle parameterne vi trenger for å beregne finansiell eiendelsbeta:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Rating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kreditrisikopremien, kort	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
* Markedsrisikodel	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026
/ Markedsrisikopremie	0,048	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046	0,048
= Fordringsbeta	0,011	0,011	0,011	0,011	0,010	0,010	0,011	0,011
Kontantbeta = 0	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
* KON/FE	0,9948	0,9230	0,9746	0,8449	0,7608	0,9258	0,7088	0,8563
+ Fordringsbeta	0,0107	0,0107	0,0107	0,0109	0,0103	0,0101	0,0112	0,0106
* FOR/FE	0,0049	0,0741	0,0244	0,1542	0,2375	0,0727	0,2897	0,1421
+ Investeringsbeta = 1	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
* INV/FE	0,0004	0,0029	0,0010	0,0009	0,0017	0,0015	0,0014	0,0016
= Finansiell eiendelsbeta	0,0004	0,0037	0,0013	0,0026	0,0041	0,0023	0,0047	0,0027

Tabell 7-12: Finansiell eiendelsbeta, SalMar, 2014-2020

7.5 Netto finansiell gjeldsbeta

Beta til netto finansiell gjeld beregnes ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Utregningen vises nedenfor i tabell 7-13:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,005	0,005	0,007	0,009	0,006	0,018	0,006
* FG/NFG	1,3102	1,0941	1,1225	1,1599	1,1837	1,1182	1,0698	1,1512
- Finansiell eiendelsbeta	0,0004	0,0037	0,0013	0,0026	0,0041	0,0023	0,0047	0,0027
* FE/NFG	0,3102	0,0941	0,1225	0,1599	0,1837	0,1182	0,0698	0,1512
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,0085	0,0062	0,0062	0,0080	0,0117	0,0070	0,0194	0,0078

Tabell 7-13: Netto finansiell gjeldsbeta for SalMar, 2014-2020

7.6 Selskapskrav

Selskapskravet til SalMar bestemmes ut ifra det vektete kravet til netto driftskapital. Dette kravet beregnes ved å vekte kravet til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. Vi har til nå beregnet alle disse kravene, og kan dermed finne kravet til netto driftskapital. For beregning av netto driftskrav (WACC) benytter vi oss av samme formel som ble presentert i delkapittel 7.1, og vektingen er basert på gjennomsnittlig kapital i perioden. Utregningen vises i tabell 7-14.

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Egenkapitalkrav	0,0550	0,0521	0,0505	0,0484	0,0520	0,0566	0,0462	0,0509
* Egenkapitalvekt	0,6534	0,6470	0,6336	0,7637	0,8329	0,7064	0,5563	0,6848
+ Minoritetskrav	0,0750	0,0721	0,0705	0,0684	0,0720	0,0766	0,0662	0,0709
* Minoritetsvekt	0,0300	0,0082	0,0108	0,0098	0,0102	0,0404	0,0749	0,0263
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,0245	0,0167	0,0154	0,0164	0,0247	0,0214	0,0354	0,0180
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,3166	0,3448	0,3556	0,2265	0,1568	0,2532	0,3688	0,2889
= Netto driftskrav	0,0459	0,0401	0,0382	0,0413	0,0479	0,0485	0,0437	0,0419

Tabell 7-14: Netto driftskrav for SalMar, 2014-2020

Resultatene viser at netto driftskrav holder seg ganske stabilt, hvor vi får et snitt på 4,19%. Dette er i tråd med Miller og Modigliani's påstand om at verdien på et selskap er uavhengig av selskapets finansiering. Vi kan også se at det generelt var en økning i kravet gjennom perioden, før det falt til periodens laveste nivå i 2020. Dette kan i hovedsak forklares av den økte gjeldsveksten, samt en lavere risikofri rente. Selv om netto driftskrav er uavhengig av kapitalstrukturen, er den derimot ikke upåvirket av endringer i forhold som markedspremie og risikofri rente (Knivsflå, 2021j).

Til slutt sammenligner vi med de estimerte kravene med bransjesnittet. I tabell 7-15 og 7-16 kan vi se at SalMar har hatt noe lavere krav over analyseperioden. Disse kravene vil bli benyttet i den strategiske lønnsomhetsanalysen i neste kapittel, hvor vi kvantifiserer den strategiske fordelene avdekket i den strategiske analysen.

SalMar	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Egenkapitalkrav	0,055	0,052	0,050	0,048	0,052	0,057	0,046	0,051
Minoritetskrav	0,075	0,072	0,070	0,068	0,072	0,077	0,066	0,071
Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,017	0,015	0,016	0,025	0,021	0,035	0,018
Netto driftskrav	0,046	0,040	0,038	0,041	0,048	0,049	0,044	0,042

Tabell 7-15: Historiske avkastningskrav for SalMar, 2014-2020

Bransjen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Egenkapitalkrav	0,062	0,059	0,057	0,055	0,059	0,064	0,053	0,058
Minoritetskrav	0,082	0,079	0,077	0,075	0,079	0,084	0,073	0,078
Netto finansielt gjeldskrav	0,023	0,030	0,016	0,018	0,020	0,023	0,025	0,022
Netto driftskrav	0,046	0,047	0,040	0,042	0,048	0,051	0,043	0,045

Tabell 7-16: Historiske avkastningskrav for bransjen, 2014-2020

7.6.1 Netto driftsbeta

For å beregne netto driftsbeta venter vi egenkapitalbeta, minoritetsbeta og netto finansiell gjeldsbeta. Vi antar at minoritetsbeta er lik egenkapitalbetaen og for alle parameterne bruker vi snittet fra analyseperioden. Ettersom netto driftsbeta skal være konstant over tid kan vi her bruke gjennomsnittet ved utregning, som vist i tabell 7-17.

Driftsbeta	Snitt
Egenkapitalbeta	0,7540
* Egenkapitalvekt	0,6848
+ Minoritetsbeta	0,7540
* Minoritetsvekt	0,0263
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,0078
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,2889
= Driftsbeta	0,538

Tabell 7-17: Netto driftsbeta for SalMar

8 Analyse av Lønnsomhet og Strategisk fordel

I dette kapittelet vil SalMars lønnsomhet og strategiske fordeler analyseres, for så å sammenlignes med de komparative selskapene i bransjen. Sammenhengen mellom selskapenes lønnsomhet og strategiske fordeler vil analyseres ved hjelp av en strategisk rentabilitetsanalyse som belyser selskapets historiske inntjening og vekst, samt driverne bak disse.

Videre vil strategiske fordeler kvantifiseres ved hjelp av en strategisk lønnsomhetsanalyse og sammenlignes med de kvalitative funnene fra den strategiske analysen i kapittel 4. Videre vil den strategiske fordelen dekomponeres og skille mellom drift, finans, og gearing for å avdekke driverne bak og hvorvidt det foreligger fordeler eller ulemper ved disse (Knivsflå, 2021k). Formålet er å avdekke hvorvidt SalMar presterer bedre eller dårligere enn bransjesnittet. Ofte vil den strategiske fordelen, eller såkalt superrentabilitet overvurderes. Årsaken er at selskapene ofte er konservative i sin bokføring, som vil gi en lavere bokført verdi og følgelig en høyere strategisk fordel. Denne typen målefeil er vanskelig å identifisere, og vil være en naturlig svakhet ved analysen ettersom en eventuell fordel simpelthen kan skyldes målefeil og ikke en reell fordel.

8.1 Strategisk fordel - Egenkapitalrentabilitet

Rentabilitet angir et selskaps lønnsomhet som en prosentvis avkastning på investert kapital (Plenborg & Kinserdal, s.144). Som nevnt under kapittel 7, vil en investering for en investor være lønnsom dersom rentabiliteten overstiger investeringens avkastningskrav. Således hensyntas også investorenes alternativkostnad ved investering og følgelig er rentabilitet til et bedre mål på lønnsomhet sammenlignet med rapporterte resultater. Dersom egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet, kalles dette for superrentabilitet (Knivsflå, 2021k). Selskapets superrentabilitet er grunnlaget for videre analyse av strategiske fordeler. Egenkapitalrentabiliteten beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til egenkapital}}{\text{Egenkapital}_{t-1} + \frac{\Delta \text{Egenkapital}_t - \text{Normalisert nettoresultat}}{2}}$$

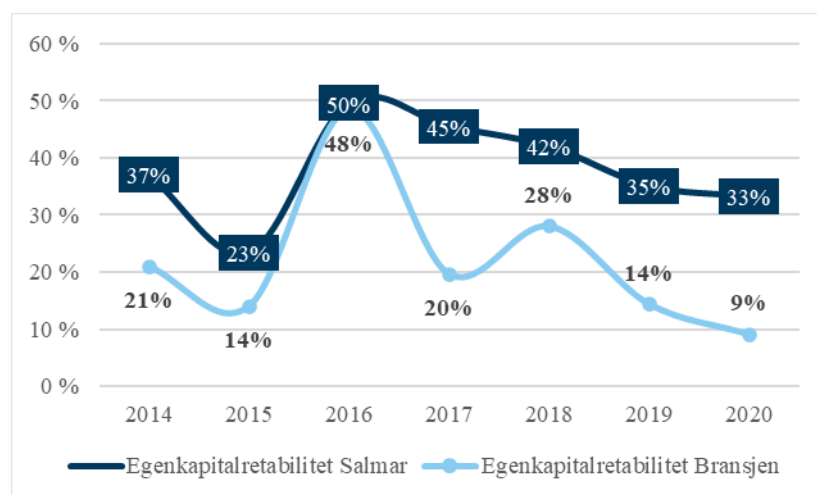
For å beregne egenkapitalrentabiliteten vil det benyttes normaliserte nettoresultater i nevneren, mens det i telleren vil benyttes gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året. Effekten av å benytte nettoresultatet i perioden er at rentabiliteten blir en etterskuddsrentabilitet.

Årsaken til at det normaliserte nettoresultatet benyttes er at denne i større grad avdekker selskapets underliggende inntjening og er dermed mer relevant for budsjettering og framskriving sammenlignet med rapporterte tall. Nedenfor i tabell 8-1, vises SalMars egenkapitalrentabilitet, egenkapitalkravene fra kapittel 7, samt den strategiske fordel, eller superprofitten over egenkapitalkravet.

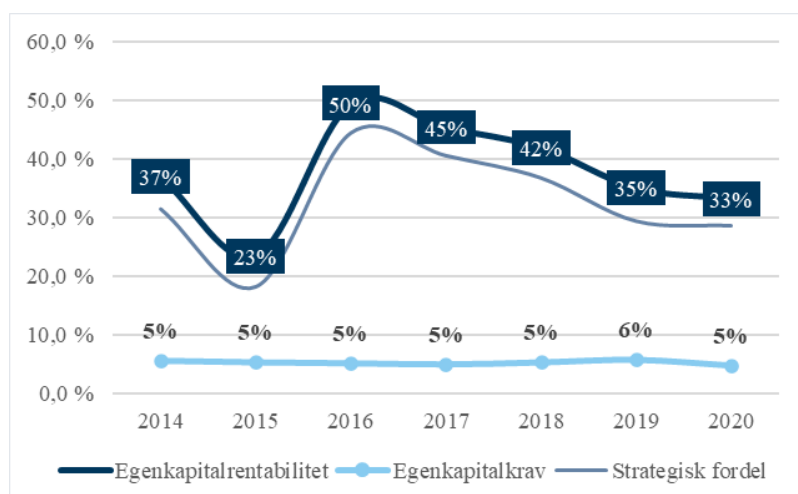
Egenkapitalrentabilitet	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Egenkapitalrentabilitet	37,0 %	23,4 %	49,6 %	45,5 %	42,0 %	35,1 %	33,3 %	38,8 %
Egenkapitalkrav	5,5 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	5,2 %	5,7 %	4,6 %	5,1 %
Strategisk fordel	31,5 %	18,2 %	44,5 %	40,6 %	36,8 %	29,4 %	28,6 %	33,7 %

Tabell 8-1: Strategisk fordel - Egenkapitalrentabilitet SalMar mot bransjen, 2014-2020

Fra tabell 8-1, fremkommer det at SalMar i løpet av hele analyseperioden har hatt en høy rentabilitet på egenkapitalen. SalMar oppnådde i løpet av analyseperioden en tidsvektet egenkapitalrentabilitet på 38,8% mot bransjens 20,2%, som nesten tilsvarer en dobbelt så høy egenkapitalrentabilitet i gjennomsnitt, illustrert i figur 8.1 Videre avdekket vi at SalMar oppnådde en tidsvektet strategisk fordel på 33,7% i gjennomsnitt i løpet av analyseperioden. SalMars strategiske fordel gjenspeiler selskapets bransjeledende lønnsomhet og høye vekst i løpet av de siste årene. I tillegg har svingningene i lakseprisene stor påvirkning på egenkapitalrentabiliteten. Vi ser hvordan lave laksepriser i 2015 resulterte i en egenkapitalrentabilitet på 23%, mens høye laksepriser i de påfølgende årene resulterte i en dobling i rentabilitet. Videre ser vi at egenkapitalrentabiliteten har vært avtakende de siste årene. Likevel håndterte SalMar pandemien gjennom 2020 svært godt til tross for lave laksepriser. Fra 8-1 nedenfor, ser vi at både SalMar og bransjen har hatt en nedadgående trend siden toppen i 2016, men at SalMar i større grad har klart å oppnå en vedvarende høy egenkapitalrentabilitet sammenlignet med bransjen.



Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet SalMar mot bransjen, 2014-2020



Figur 8-2: Egenkapitalrentabilitet SalMar mot bransjen, 2014-2020

Videre har vi dekomponert den strategiske fordelten i ekstern bransjefordel og intern ressursfordel, som vist i figur 8-2 og tabell 8-2 nedenfor. Vi skiller her mellom ekstern bransjefordel som omhandler den superrentabiliteten som er iboende og felles for alle i bransjen, og intern ressursfordel som omhandler den superrentabiliteten som kommer som følge av SalMars ressurser. Sammenhengen illustreres ved hjelp av formelen nedenfor, der første ledd omhandler den eksterne bransjefordelen, mens det siste leddet omhandler den interne ressursfordelen.

$$\text{Strategisk fordel} = Ekr_B - Ekk + ekr - ekr_B$$

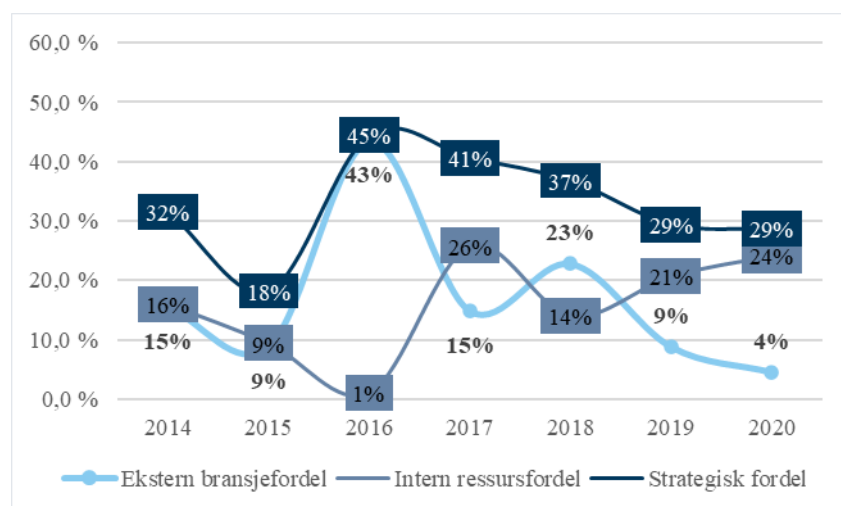
Der $Ekr_B - Ekk = \text{Ekstern Bransjefordel}$, $ekr - ekr_B = \text{Intern ressursfordel}$

Strategisk fordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Ekstern bransjefordel	15,5 %	8,8 %	43,4 %	14,8 %	22,8 %	8,7 %	4,5 %	15,0 %
Intern ressursfordel	16,0 %	9,4 %	1,1 %	25,8 %	14,0 %	20,7 %	24,2 %	13,7 %
Strategisk fordel	31,5 %	18,2 %	44,5 %	40,6 %	36,8 %	29,4 %	28,6 %	33,7 %

Tabell 8-2: Dekomponering av Strategisk fordel SalMar 2014-2020

Fra tabellen fremkommer det at oppdrettsbransjen har en gjennomsnittlig, tidsvektet iboende bransjefordel på 15% mens SalMars har en tidsvektet, gjennomsnittlig intern ressursfordel på 13,7% i analyseperioden. Følgelig ser vi at bransjefordelen og SalMars interne ressursfordel står for omtrent halvparten hver av SalMars tidsvektede strategiske fordel på 33,7% i analyseperioden. Fra figur 8-2 nedenfor ser vi at forholdet mellom disse faktorene har variert i

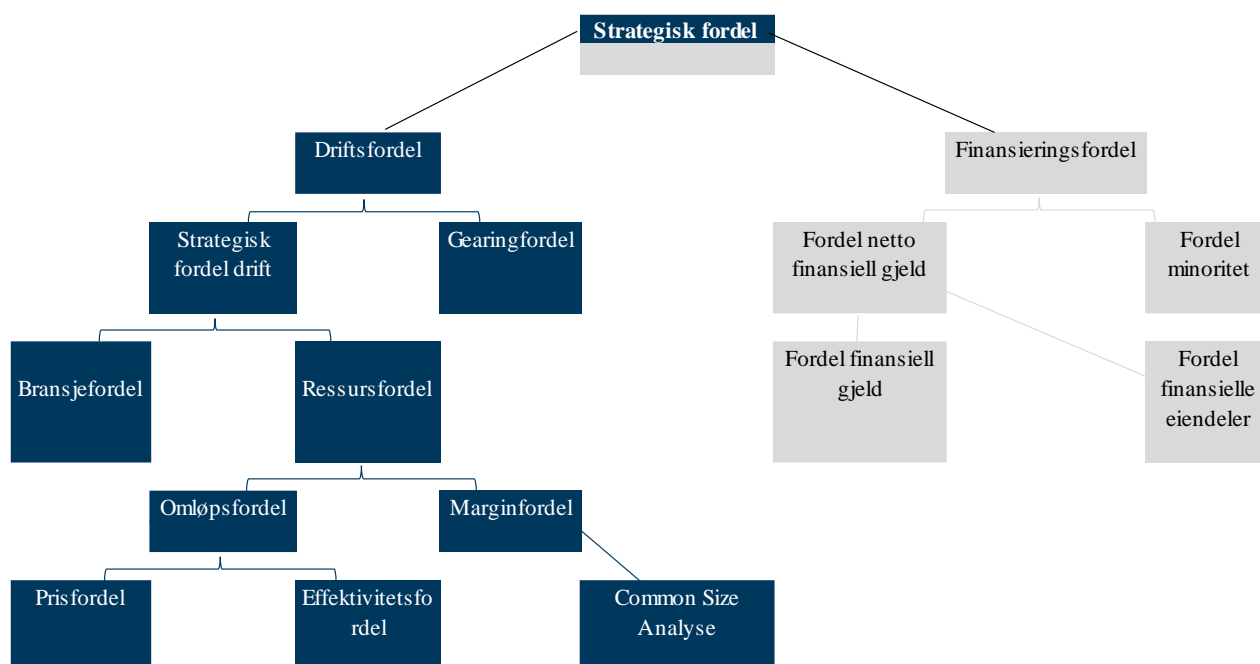
løpet av analyseperioden. Som nevnt, har den strategiske fordel til SalMar vært avtakende i løpet av de siste årene. Vi ser imidlertid at reduksjonen hovedsakelig skyldes avtakende ekstern bransjefordel, mens SalMar faktisk har økt den interne ressursfordelen de siste årene. En mulig årsak til økningen i den interne ressursfordelen i løpet av de siste årene, kan være konkurransefortrinnene som ble avdekket i den strategiske analysen. Videre vil nå den strategiske fordel ytterligere dekomponeres i drift og finans for å gi dypere innsikt i hva som gir opphav til den strategiske fordel. Dekomponeringen vil bli gjennomført i tråd med rammeverket som presenteres i neste delkapittel.



Figur 8-3: Dekomponering av Strategisk Fordel SalMar 2014-2020

8.2 Analyse av superrentabilitet

Under forrige delkapittel avdekket vi at SalMar har en tidsvektet strategisk fordel på 33,7%, som videre ble dekomponert i en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel. Denne strategiske fordel vil nå ytterligere dekomponeres for å avdekke hvilke faktorer som gir opphav til fordelene og hvorvidt de er en fordel eller ulempe. I dekomponeringen benyttes rammeverket til Knivsflå (2021k) illustrert i figur 8-4 nedenfor, som i stor grad samsvarer med Penmans (2013) rammeverk for strategisk lønnsomhetsanalyse. I likhet med omgrupperingen og justeringen av regnskapet, skiller også rammeverket for dekomponering av strategisk fordel mellom drift og finans. I utgangspunktet vektlegges de driftsrelaterte fordelene mest ettersom vi antar at finansmarkedene er effisiente og følgelig skal det i teorien ikke være mulig å oppnå unormal avkastning på finansiering (Berk & DeMarzo, 2017). Videre vil vi nå dekomponere den strategiske fordel i tråd med Knivsflås (2021k) rammeverk, der vi først tar for oss driftsfordelen og deretter finansieringsfordelen.



Figur 8-4 Rammeverk for strategisk lønnsomhetsanalyse (Knivsflå, 2021)

8.3 Driftsfordel

Som nevnt i forrige avsnitt, innledes dekomponeringen med analyse av driftsfordelen. SalMars driftsfordel består av en strategisk fordel fra drift og en gearingfordel gitt ved følgende formel:

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

Der $(\text{ndr} - \text{ndk}) = \text{Strategisk fordel fra drift}$, $(\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig}) = \text{Gearingfordel}$

Ndr = Netto driftsrentabilitet nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

Ndk = Netto driftskrav mig = Minoritetsgrad

Fra formelen ser vi at den strategiske driftsfordelen er forskjellen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav som ble beregnet under forrige kapittel. Gearingfordelen innebærer at driftsfordelen som selskapet innehar kan skaleres opp, som ett resultat av finansiering. Dekomponeringen av driftsfordelen i løpet av analyseperioden er gitt ved tabell 8-3 nedenfor. Vi ser at SalMar oppnådde en gjennomsnittlig, tidsvektet strategisk fordel fra drift på 24% og en tidsvektet gearingfordel på 10,6%. Sistnevnte kan knyttet til både drift og finans ettersom posten omhandler at man benytter finansiering til å skalere opp driften. Til tross for dette vil det videre i dekomponeringen av driftsfordelen fokusere på strategisk fordel fra drift og videre dekomponering av denne.

Driftsfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	Snitt
Strategisk fordel drift	21,1 %	12,5 %	28,9 %	31,8 %	31,3 %	21,8 %	15,2 %	24,0 %
Gearingfordel	10,7 %	6,5 %	16,6 %	9,9 %	6,3 %	10,5 %	12,5 %	10,6 %
Driftsfordel	31,8 %	19,0 %	45,5 %	41,7 %	37,6 %	32,3 %	27,7 %	34,6 %

Tabell 8-3: Dekomponering av driftsfordel SalMar 2014-2020

8.3.1 Strategisk fordel drift

Et selskaps strategiske fordel fra drift omhandler forholdet mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Tabell 8-4 nedenfor angir SalMars netto driftsrentabilitet og netto driftskrav gjennom analyseperioden.

Strategisk fordel drift	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	Snitt
Netto driftsrentabilitet SalMar	25,7 %	16,5 %	32,7 %	35,9 %	36,1 %	26,7 %	19,6 %	28,5 %
Netto driftskrav	4,6 %	4,0 %	3,8 %	4,1 %	4,8 %	4,9 %	4,4 %	4,5 %
Strategisk fordel drift	21,1 %	12,5 %	28,9 %	31,8 %	31,3 %	21,8 %	15,2 %	24,02 %

Tabell 8-4: Strategisk fordel fra drift SalMar 2014-2020

Fra tabellen ser vi at SalMars netto driftseiere gir en tidsvektet driftsfordel på 28,5% gjennom analyseperioden, som vi mener viser at selskapet oppnår svært god lønnsomhet. Vi ser at rentabiliteten til netto driftseiere i stor grad viser samme trend som rentabiliteten til egenkapitalen; høy rentabilitet i perioder med høye laksepriser og avtakende rentabiliteten i løpet av de siste årene som et resultat av reduserte laksepriser. Videre vil den strategiske driftsfordelen dekomponeres i bransjefordel og ressursfordel.

Bransjefordel

Bransjefordel fra drift er et måltall som avdekker den iboende superrentabiliteten som ligger i en bransje eller sektor. Bransjefordelen angis som forskjellen mellom netto driftsrentabilitet i bransjen og netto driftskrav for bransjen. Den iboende superrentabiliteten omhandler de fordelene som er spesifikke for bransjen. Disse fordelene avhenger ikke av selskapet, men av forhold som er typiske for bransjen som helhet. Dette kan eksempelvis være at det i oppdrettssektoren foreligger høye marginer når lakseprisen er høy. For å beregne bransjefordel fra drift benyttes netto driftsrentabilitet. I videreføringen av beregningene i kapittel 7, benyttes det estimerte driftskravet for SalMar og bransjen. Netto driftsrentabilitet beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Egenkapital}_{t-1} + \frac{\Delta \text{Netto driftskapital}_t - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

Tabell 8-5 nedenfor angir bransjefordelen fra drift i løpet av analyseperioden. Fra tabellen ser vi at bransjen oppnådde en tidsvektet netto driftsrentabilitet på 14,6%, og dermed en bransjefordel fra drift på 10,16%. Denne bransjefordelen omhandler forhold som er felles for alle selskapene som utgjør bransjen og er i tråd med funnene fra den eksterne analysen under delkapittel 4.1. Mulige forklaringer på bransjefordelen i oppdrettssektoren i Norge, kan være lave renter, verdensledende kompetanse og de konkurransefortrinnene som bransjen innehar, som diskutert under den strategiske analysen. Følgelig har dette gitt opphav til høy lønnsomhet i bransjen.

Bransjefordel - drift	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	
Netto driftsrentabilitet - Bransjen	14,3 %	9,8 %	29,2 %	14,5 %	21,7 %	11,4 %	7,0 %	14,6 %
Netto driftskrav	4,6 %	4,7 %	4,0 %	4,2 %	4,8 %	5,0 %	4,1 %	4,5 %
Bransjefordel drift	9,6 %	5,0 %	25,2 %	10,2 %	16,9 %	6,5 %	2,9 %	10,16 %

Tabell 8-5; Bransjefordel fra drift 2014-2020

Ressursfordel fra drift

I motsetning til bransjefordelen er ressursfordelen fra drift bedriftsspesifikk og derfor en selskapsfordel. Selskapsfordelen omhandler interne ressurser som er særegne for selskapet og fordelene kommer som et resultat av at selskapet unnytter disse ressursene på en mer effektiv måte enn konkurrentene som gir opphav til fordeler (Knivsflå, 2021). Ressursfordelen for drift beregnes ved hjelp av følgende formel:

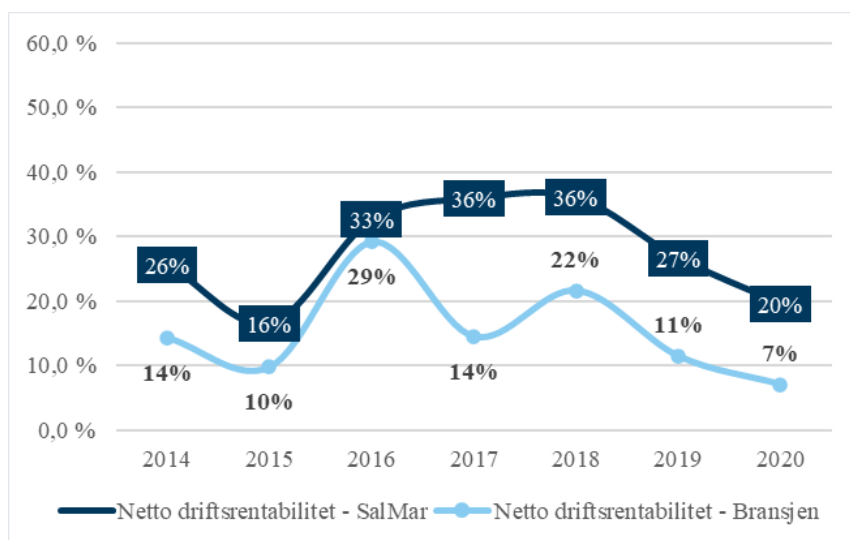
$$\text{Ressursfordel drift} = \text{Netto driftsresultat} - \text{Netto driftsresultat Bransjen}$$

Tabell 8-6 nedenfor viser at SalMars ressursfordel gjennom analyseperioden har resultert i en tidsvektet fordel på 13,9%. Dette vil si at ressursfordelen til SalMar utgjør over halvparten av den strategiske fordelene vi avdekket tidligere, mens bransjefordelen i sektoren utgjør 10,16%. Som nevnt tidligere, kan opphavet til ressursfordelen til SalMar komme som et resultat av at selskapet innehar unike ressurser som andre selskaper i bransjen ikke har eller at selskapet klarer å unytte de samme ressursene som bransjen på en mer effektiv måte. Under den strategiske analysen karakteriserte vi selskapets omfattende satsning på havbasert oppdrett som et midlertidig fortrinn, og at InnovaMar og InnovaNor kan gi mulig varige fortrinn ettersom dette muliggjør selskapets uttalte målsetning om kostnadslederskap. Med dette som utgangspunkt mener vi at en ressursfordel på 13,9% harmonerer godt med funnene fra den strategiske analysen. Vi ser fra figur 8-5 at selskapets netto driftsrentabilitet i stor grad var

sammenfallende med bransjen, men dog noe over, frem til 2016. Siden 2016 har forskjellen mellom SalMar og bransjen blitt større, og vi mener at dette i stor grad kan tilskrives havbasert satsning og fokuset på bransjeledende kostnadslederskap. For å undersøke hva som gir opphav til ressursfordelen, vil denne nå ytterligere dekomponeres til en marginfordel og en omløpsfordel.

Ressursfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	
Netto driftsrentabilitet - SalMar	25,7 %	16,5 %	32,7 %	35,9 %	36,1 %	26,7 %	19,6 %	28,5 %
Netto driftsrentabilitet - Bransjen	14,3 %	9,8 %	29,2 %	14,5 %	21,7 %	11,4 %	7,0 %	14,6 %
Ressursfordel SalMar	11,4 %	6,7 %	3,5 %	21,5 %	14,4 %	15,2 %	12,6 %	13,86 %

Tabell 8-6: Ressursfordel SalMar 2014-2020



Figur 8-5: Ressursfordel SalMar mot bransjen 2014-2020

Marginfordel

Ressursfordelen dekomponeres til marginfordel (MF) og omløpsfordel (OF) ved hjelp av en strategisk Du Pont-analyse (Knivsflå, 2021k). Formelen for ressursfordelen fra drift dekomponert er følgende:

$$\text{Ressursfordel drift} = (ndm - ndm_B) * onde + ndm_B * (onde - onde_B)$$

Der $(ndm - ndm_B) * onde = \text{Marginfordel}$, $ndm_B * (onde - onde_B) = \text{Omløpsfordel}$

Onde = Omløpshastighet netto driftseiendeler $onde_B = \text{Omløpshastighet netto driftseiendeler Bransjen}$

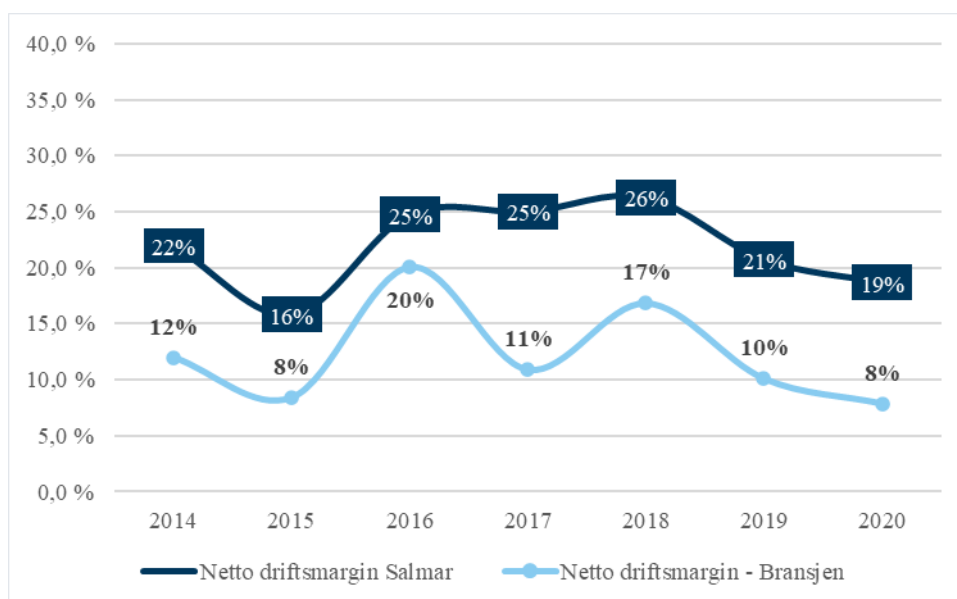
Ndm = Netto driftsmargin $ndm_B = \text{Netto driftsmargin Bransjen}$

Fra rammeverket til Knivsflå (2021k) omfatter onde i formelen omløpshastigheten til netto driftseiendeler, mens ndm omfatter netto driftsmargin. Marginfordelen beregnes fra netto driftsresultat som en andel av driftsinntekter. Fra tabell 8-7 nedenfor ser vi at SalMar oppnådde en tidsvektet driftsmargin på 22,3% i analyseperioden mot bransjens 12%, som resulterer i en uvektet marginfordel på 10,2%. Marginfordelen på 12,9% impliserer at SalMar har lavere driftskostnader mot driftsinntekter sammenlignet med bransjen.

Marginfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsmargin Salmar	21,9 %	15,8 %	24,7 %	25,0 %	26,2 %	20,7 %	18,7 %	22,3 %
Netto driftsmargin - Bransjen	12,0 %	8,4 %	20,1 %	10,9 %	16,9 %	10,1 %	7,9 %	12,0 %
Uvektet marginfordel	10,0 %	7,4 %	4,6 %	14,1 %	9,4 %	10,6 %	10,8 %	10,2 %
Onde Salmar	1,17	1,04	1,32	1,44	1,37	1,29	1,05	1,26
Marginfordel	11,6 %	7,7 %	6,1 %	20,3 %	12,9 %	13,7 %	11,3 %	12,9 %

Tabell 8-7: Marginfordel SalMar mot bransjen 2014-2020

Figur 8-6 nedenfor illustrerer svingningene i netto driftsmargin for SalMar og bransjen gjennom analyseperioden. Vi ser at trendene i stor grad samsvarer, som et resultat av sykliske svingninger i sektoren, men at SalMar fra 2016 skilte seg betydelig fra bransjen og at forskjellen mellom selskapet og bransjen har vært vedvarende siden. Det er flere plausible årsaker til dette. Vi mener marginfordelen i stor grad kan tilskrives bransjeledende kostnadseffektivitet, stordriftsfordeler fra operasjonell geografisk tetthet, samt at selskapet har opplevd få biologiske utfordringer siden 2016 sammenlignet med bransjen. I tillegg ser vi at marginfordelen samsvarer med netto driftsrentabiliteten fra forrige delkapittel og indikerer at selskapet genererer det høyeste prosentvise driftsresultatet. For å videre avdekke opphavene til marginfordelen vil det nå gjennomføres en common size-analyse som vil gi oss den prosentvise fordelingen av regnskapsposter som en andel av driftsinntekter. Dette vil gi dypere innsikt i hva som faktisk fører til en marginfordel.



Figur 8-6: Netto driftsmargin SalMar mot bransjen 2014-2020

8.3.2 Common size-analyse

Ved en common-size analyse uttrykkes alle postene i regnskapet som en andel av driftsinntekter (Kinserdal, 2021a). En slik analyse er nyttig for å avdekke de relative størrelsene for hver faktor og for sammenligning mot bransjen (Plenborg & Kinserdal, s.163). Ved hjelp av denne metoden fjernes effekten knyttet til størrelsesforholdene mellom selskapene. En slik analyse vil avdekke hvorvidt selskapet faktisk innehar den kostnadsfordelen som vi har diskutert i de tidligere delkapitlene. Tabell 8-8 viser regnskapets poster som andel av driftsinntekter, der fordeler er markert i grønt og ulemper i rødt.

Common-size Analyse	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet snitt	Bransjen snitt	Avvik snitt
Tidsvektning	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %			
Driftsinntekter	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,0 %
- Varekostnad	0,44	0,49	0,44	0,44	0,40	0,47	0,45	0,45	0,54	-9,5 %
- Lønnskostnader	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,12	-2,7 %
- Andre driftskostnader	0,16	0,17	0,15	0,15	0,16	0,12	0,15	0,14	0,14	0,7 %
- Avskrivinger	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,06	0,06	0,05	0,05	0,0 %
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,26	0,19	0,27	0,29	0,31	0,25	0,23	0,26	0,15	11,4 %
- Driftsrelatert skattekostnad	0,06	0,04	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,06	0,04	2,1 %
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,21	0,15	0,22	0,23	0,24	0,20	0,18	0,21	0,12	9,3 %
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	0,01	0,01	0,03	0,02	0,02	0,01	0,00	0,01	0,01	0,9 %
= Netto driftsresultat	0,22	0,16	0,25	0,25	0,26	0,21	0,19	0,22	0,12	10,2 %

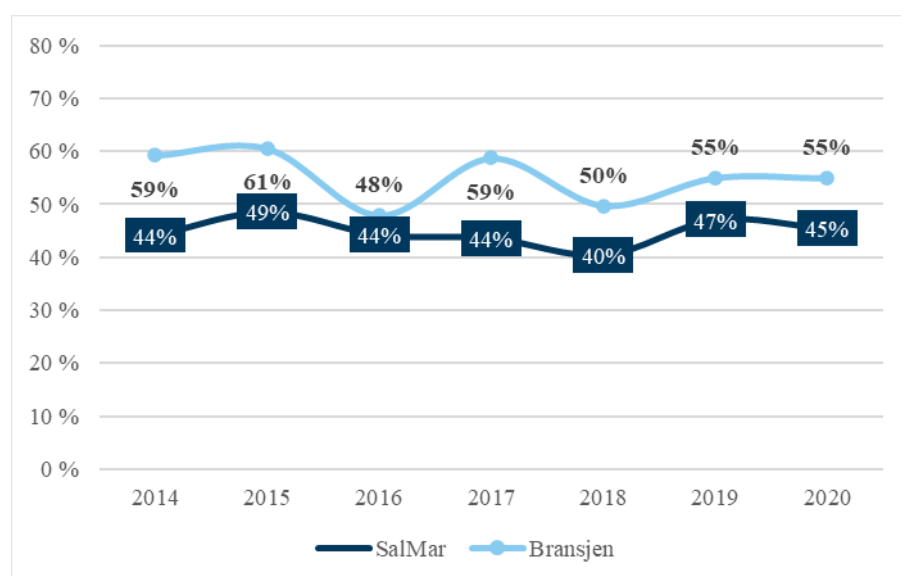
Tabell 8-8: Common Size analyse av SalMar mot bransjen 2014-2020

Fra tabell 8-8 ovenfor fremkommer det at SalMars største fordel knytter seg til at vare -og lønnskostnader utgjør en lavere andel av driftsinntektene sammenlignet med bransjen. SalMar har imidlertid en mindre ulempe knyttet til andre driftskostnader og avskrivinger. Til tross for dette trumfer selskapets fordeler de nevnte ulempene og vi ser at antagelsen om bransjeledende kostnadseffektivitet som vi diskuterte tidligere og i den strategiske analysen bekreftes. Ettersom

ulempene knyttet til andre driftskostnader og avskrivninger er marginale, velger vi istedenfor å se på utviklingen av varekostnader og lønnskostnader for SalMar og bransjen.

Varekostnader

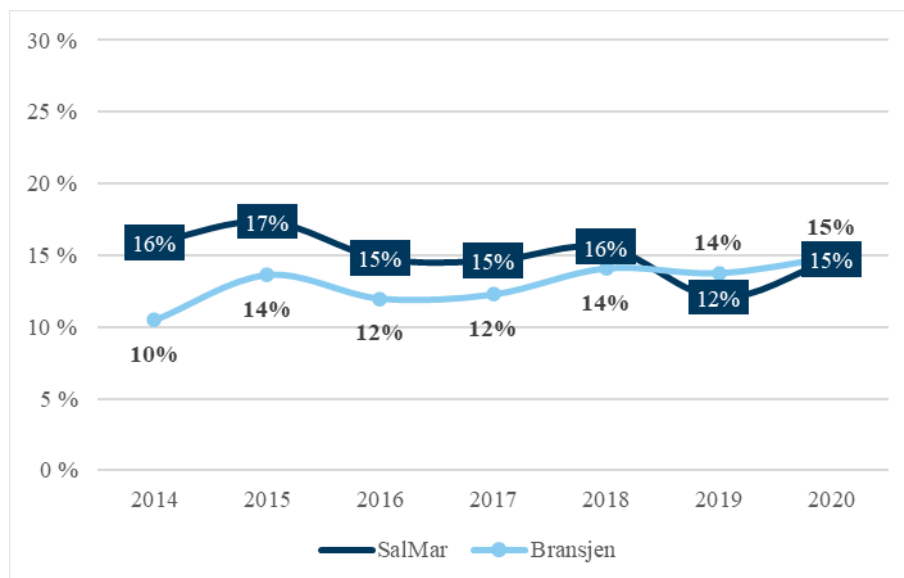
Figur 8-7 nedenfor viser utviklingen av varekostnader som prosentvis andel av driftsinntekter for SalMar og bransjen i analyseperioden. Vi ser at SalMar gjennom hele analyseperioden har oppnådd lavere varekostnader sammenlignet med bransjen og følgelig en varig marginfordel. Vi mener at dette virker rimelig og samsvarer med diskusjonen om bransjeledende kostnader som ble ført under presentasjonen av selskapet og i den strategiske analysen. SalMar har gjennom årene hatt et omfattende fokus på kostnader og investert mye i høyteknologiske slakterier og andre prosesseringsanlegg med lavere svinn og høyere utnyttelsesgrad i produksjonen.. I tillegg leies anleggene ut til andre oppdrettere, slik at ledig kapasitet minimeres. Videre er også disse anleggene i stor grad automatiserte som kan være årsaken til fordelene relatert til lønnskostnader. Til tross for dette er det viktig å påpeke at SalMar i mindre grad foredler sine produkter sammenlignet med konkurrentene og potensielt unngår betydelige kostnader knyttet til dette. I tillegg kan også andre selskaper i bransjen investere i liknende prosesseringsanlegg, som taler for at kostnadsfordelen vil reduseres og gjennom «mean reversion» utvikle seg mot ett felles bransjesnitt.



Figur 8-7: Utvikling av varekostnader som en andel av driftsinntekter, SalMar mot bransjen, 2014-2020

Annen driftskostnad

Andre driftskostnader er en samlepost for mange ulike typer kostnader, som blant annet vedlikehold, leie, andre utgifter, frakt og driftsomkostninger. Figur 8-8 nedenfor viser utviklingen i andre driftskostnader som en andel av driftsinntekter gjennom analyseperioden.



Figur 8-8: Utvikling av andre driftskostnader som andel av driftsinntekter, SalMar mot bransjen 2014-2020

Fra figur 8-8 ser vi at SalMar har hatt en høyere andel av andre driftskostnader sammenlignet med bransjen, før den i 2019 ble en fordel, før den i 2020 stabiliserte seg på nivået til bransjen. Vi ser at ulempen har vært avtakende i løpet av perioden og at SalMar har utlignet fordelene til bransjen. Manglende spesifisering av kostnadene i årsregnskapene gjør det vanskelig å identifisere årsaken til ulempen. Det kan eksempelvis tenkes at kostnader knyttet til lakselus føres mot denne posten. I tillegg har vi tidligere uttalt at selskapet har et omfattende fokus på kostnadslederskap og følgelig er det blitt gjennomført betydelige investeringer i nye prosjekter og vedlikehold av eksisterende installasjoner. Vedlikeholdsinvesteringer er svært viktig for å unngå brudd i produksjonsleddet og minimere sannsynligheten for at uforutsette hendelser kan oppstå. Dette fører til at man opprettholder lave kostnader, men det kan imidlertid tenkes at dette er en av årsakene til at SalMar i første del av analyseperioden hadde en kostnadsuleppe knyttet til andre driftskostnader. Videre kan det tenkes at de betydelige, nødvendige investeringene og vedlikehold, ble gjennomført i første del av analyseperioden ettersom vi observerer en avtakende ulempe. I tillegg foreligger det under IFRS betydelig regnskapsfleksibilitet knyttet til hvilke poster som skal føres under annen driftskostnad og hvilke målemetoder som skal benyttes. Samlet sett ser vi på utviklingen i andre driftskostnader som svært positivt ettersom ulempen i løpet av de siste årene har blitt eliminert. Vi antar at det

meste av dette kan tilskrives havbasert oppdrett og at de store biologiske problemene dermed har vært unngått.

Oppsummering av marginfordel

Tabell 8-9 nedenfor oppsummerer marginfordelen til SalMar i løpet av analyseperioden. Marginfordelen bergenes ved å multiplisere det tidsvektede snittet for den aktuelle posten med omløpshastigheten til netto driftseiendeler. I løpet av perioden oppnådde SalMar en marginfordel på 12,9% som et resultat lavere vare -og lønnskostnader sammenlignet med bransjen. I tillegg identifiserte vi en marginal ulempe knyttet til andre driftskostnader, men at SalMar i løpet av analyseperioden har klart å utjevne ulempen.

Common-size Analyse - Marginfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt	Tidsvektet Onde	Margin Fordel
Tidsvektning	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %			
Driftsinntekter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,26	0,0 %
- Varekostnad	-0,15	-0,12	-0,04	-0,15	-0,09	-0,08	-0,09	-0,09	1,26	-12,0 %
- Lønnskostnader	-0,02	-0,01	-0,01	-0,03	-0,03	-0,02	-0,04	-0,03	1,26	-3,4 %
- Andre driftskostnader	0,05	0,04	0,03	0,02	0,02	-0,02	0,00	0,01	1,26	0,9 %
- Avskrivinger	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	-0,01	0,00	1,26	0,0 %
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,11	0,09	0,01	0,15	0,10	0,12	0,14	0,11	1,26	14,5 %
- Driftsrelatert skattekostnad	0,02	0,01	-0,01	0,03	0,01	0,02	0,04	0,02	1,26	2,7 %
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,09	0,07	0,02	0,13	0,08	0,10	0,11	0,09	1,26	11,8 %
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	0,01	0,00	0,03	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	1,26	1,2 %
= Netto driftsresultat	0,10	0,07	0,05	0,14	0,09	0,11	0,11	0,10	1,26	12,9 %

Tabell 8-9: Oppsummering av Marginfordel SalMar 2014-2020

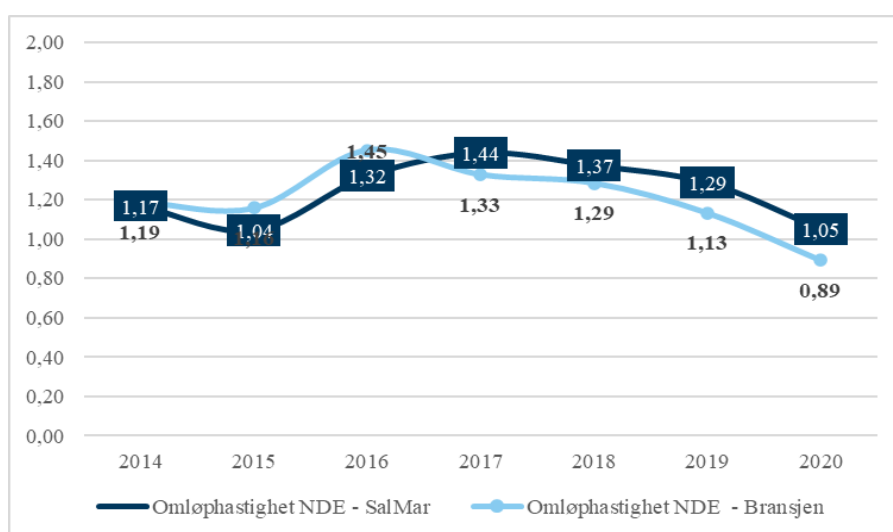
8.3.3 Omløpsfordel

Omløpsfordelen til et selskap beregnes ved differansen mellom selskapets og bransjen omløpshastighet til netto driftseiendeler, multiplisert med bransjens netto driftsmargin. Fra tabell 8-10 nedenfor ser vi at den underliggende forklaringen på SalMars omløpshastighet er omløpshastigheten til netto driftseiendeler. I tillegg ser vi at omløpshastigheten har bedret seg gjennom perioden og gått fra en ulempe til en fordel. SalMar har i analyseperioden oppnådd en tidsvektet omløpshastighet for netto driftseiendeler på 1,26 mot bransjesnittet på 1,16. Dette har resultert i en tidsvektet omløpsfordel på 0,93% og betyr at SalMar evner å generere høyere driftsinntekter per krone investert i netto driftseiendeler sammenlignet med bransjen.

Omløpsfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Tidsvektning	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Omløpshastighet NDE - SalMar	1,17	1,04	1,32	1,44	1,37	1,29	1,05	1,26
Omløpshastighet NDE - Bransjen	1,19	1,16	1,45	1,33	1,29	1,13	0,89	1,19
Uvektet omløpsfordel	-0,02	-0,11	-0,13	0,11	0,09	0,15	0,16	0,08
Netto driftsmargin - Bransjen	0,12	0,08	0,20	0,11	0,17	0,10	0,08	0,12
Omløpsfordel	-0,24 %	-0,96 %	-2,63 %	1,21 %	1,51 %	1,55 %	1,24 %	0,93 %

Tabell 8-10: Omløpsfordel SalMar mot bransjen 2014-2020

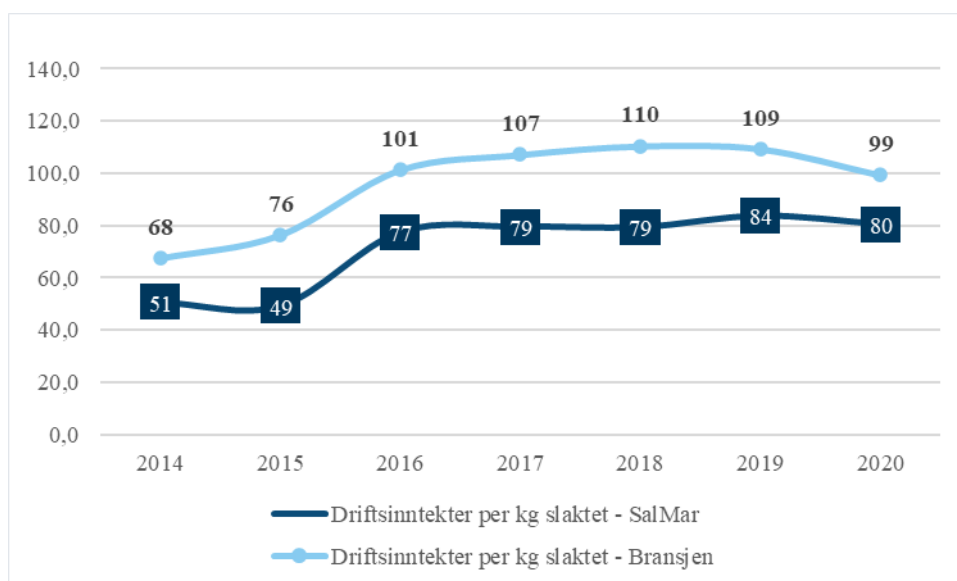
Figur 8-9 illustrerer utviklingen i omløpshastigheten til netto driftseiendeler i løpet av analyseperioden. Vi ser at også denne faktoren følger den avtakende trenden som vi har sett for tidligere nøkkeltall. Årsaken i dette tilfellet er at man ved lavere laksepriser genererer lavere driftsinntekter og følgelig reduseres omløpshastigheten. Til tross for dette ser vi at SalMar har en positiv utvikling relativt til bransjen, der omløpshastigheten til netto driftseiendeler gikk fra å være en ulempe til en fordel i løpet av 2017. For å videre kunne analysere årsaken til fordelene knyttet til omløpshastigheten til netto driftseiendeler, vil denne nå ytterligere dekomponeres i *prisfordel* og *effektivitetsfordel*.



Figur 8-9: Omløpshastighet Netto Driftseiendeler, SalMar mot bransjen 2014-2020

Prisfordel

For å analysere hvorvidt det foreligger prisfordeler benyttes en ARPU-analyse, som står for gjennomsnittlig driftsinntekter per enhet. I dette tilfellet benyttes driftsinntekter og antall kilo slaktet laks. Slaktevolumene er innhentet fra selskapenes årsrapporter. I tillegg er det viktig å påpeke at det for eksempelvis Lerøy også slakter mindre volumer av ørret, som gir opphav til støy i analysen, ettersom prisoppnåelsen på ørret og laks kan være avvikende. Til tross for dette ser vi her på hvor mye driftsinntekter selskapene genererer per kilo slaktet fisk, og følgelig anser vi ikke dette som ett betydelig problem ettersom volumene av andre arter er lave.



Figur 8-10: Driftsinntekter per kilo slaktet laks, SalMar mot bransjen 2014-2020

Figur 8-10 ovenfor og tabell 8-11 nedenfor oppsummerer resultatene fra ARPU-analysen. Vi ser at SalMar har oppnådd en gjennomsnittlig lavere pris per kilo slaktet laks gjennom hele analyseperioden, sammenlignet med bransjen. Under den strategiske analysen diskuterte vi at laks i seg selv er et homogent produkt og dermed skal det ikke foreligge betydelige prisforskjeller mellom de ulike oppdrettsselskapene. En plausibel årsak til at SalMar oppnår mindre driftsinntekter per kilo slaktet laks er at selskapet selger majoriteten av laksen til kunder på kontrakt og dermed med forhåndsavtale priser, mens bransjen i større grad eksponerer seg mot svingningene i spotmarkedet. Dette gjør at SalMar vil ha en mer stabil prisoppnåelse på sine produkter på bekostning av mulige oppsider, men også eventuelle nedsider. Siden forwardprisene tar utgangspunkt i gjeldene markedsforhold og det markedet mener prisene vil være frem i tid, vil dette også føre til en «forsinkelse» i effektene ved svingninger i lakseprisene. Fra tabell 8-11 nedenfor ser vi at prisulempene i lavest i perioder med lave laksepriser som i 2013 og 2020, mens den øker i perioder med høye laksepriser. I tillegg ser vi at ulempen er vedvarende og har et viss «etterslep» etter svingningene i spotmarkedet for laks.

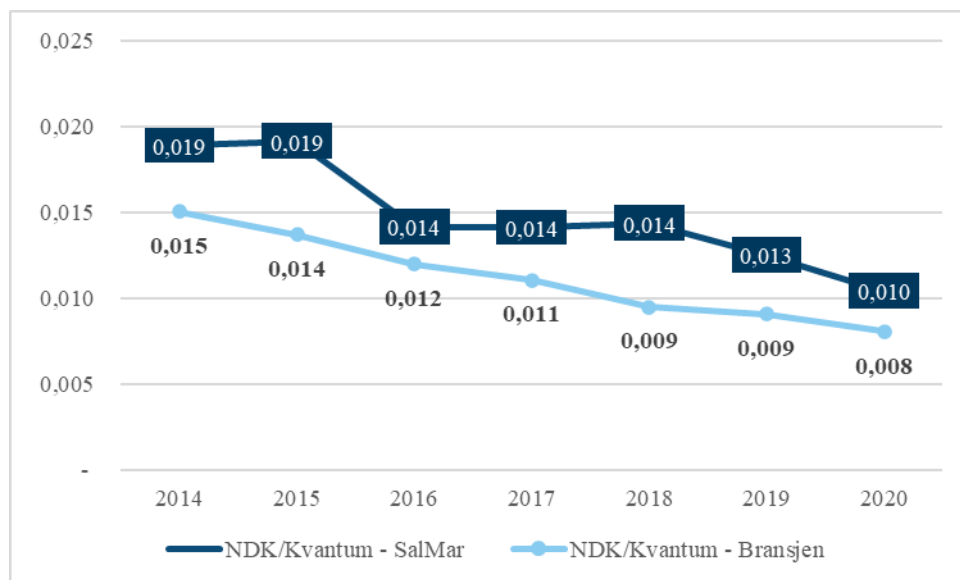
Driftsinntekter per kg slaktet laks	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet
Driftsinntekter per kg slaktet - SalMar	50,7	49,3	77,5	79,5	79,3	83,7	80,5	79,1
Driftsinntekter per kg slaktet - Bransjen	67,6	76,5	101,4	107,2	110,5	109,4	99,3	104,1
Fordel per kg slaktet laks	-16,8	-27,2	-23,9	-27,7	-31,2	-25,7	-18,9	-25,0

Tabell 8-11: Driftsinntekter per kilo slaktet laks, SalMar mot bransjen 2014-2020

I tillegg avdekket vi under den strategiske analysen at SalMar i mindre grad viderefordeler produkter sammenlignet med bransjen. Videreforedling gjør at produktene kan selges til andre markedssegmenter og følgelig gi opphav til høyere prisoppnåelse og driftsinntekter.

Effektivitetsfordel

Videre i dekomponeringen av omløpsfordelen vil det nå settes søkelys på effektiviteten til SalMar og bransjen. Dette måles ved å ta antall kilo slaktet laks fordelt på selskapets netto driftskapital. Figur 8-11 nedenfor viser utviklingen i effektivitetsfordelen, eller *antall kilo per krone investert*, for SalMar og bransjen gjennom analyseperioden.



Figur 8-11: Effektivitetsfordel, antall kilo slaktet laks per krone investert, 2014-2020

Fra figuren ovenfor og tabell 8-12 nedenfor ser vi at SalMar har en effektivitetsfordel sammenlignet med bransjen. Dette betyr at SalMar produserer et større volum for et gitt investeringsnivå. Som diskutert tidligere, mener vi også dette tilskrives fokuset på forskning og utvikling, og at dette, til tross for kapitalbindinger, har ført til tilstrekkelige økninger i slaktevolum gjennom nye konsesjoner og forbedringer av interne prosesser. Til tross for dette ser vi at den generelle trenden er nedadgående, som betyr at det kreves mer netto driftskapital per kilo slaktet laks. Likevel evner SalMar å opprettholde en vedvarende fordel gjennom analyseperioden, men at denne konvergerer mot bransjesnittet.

Netto driftskapital per kg slaktet lak	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet
NDK/Kvantum - SalMar	0,019	0,019	0,014	0,014	0,014	0,013	0,010	0,013
NDK/Kvantum - Bransjen	0,015	0,014	0,012	0,011	0,009	0,009	0,008	0,010
Effektivitetsfordel	0,004	0,005	0,002	0,003	0,005	0,003	0,002	0,003

Tabell 8-12: Netto driftskapital per kilo slaktet laks, SalMar mot bransjen 2014-2020

Tabell 8-13 nedenfor oppsummerer dekomponeringen av omløpsfordelen til SalMar. Fra tabellen ser vi at SalMar har en prisulempe på – 3,5% mens selskapet har en kvantumsfordel på 4,4% som til sammen resulterer i en omløpsfordel på 0,93% for analyseperioden. Vi har nå

dekomponert alle faktorene som knytter seg til den strategiske driftsfordelen som ble avdekket tidligere i kapittelet.

Analyse av omløpsfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet
Prisfordel	- 0,038	- 0,044	- 0,068	- 0,043	- 0,069	- 0,013	- 0,009	0,035
Kvantumsfordel	0,031	0,035	0,044	0,036	0,091	0,038	0,019	0,044
Omløpsfordel	- 0,007	- 0,009	- 0,024	- 0,007	0,022	0,025	0,009	0,009
DI/kvantum - SalMar	50,744	49,281	77,470	79,493	79,308	83,691	80,455	79,070
DI/kvantum - Bransjen	67,552	76,475	101,354	107,172	110,473	109,373	99,346	104,086
ARPU-fordel	- 16,808	- 27,194	- 23,884	- 27,679	- 31,166	- 25,682	- 18,891	- 25,016
Skalering	0,002	0,002	0,003	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001
Prisfordel	- 0,038	- 0,044	- 0,068	- 0,043	- 0,069	- 0,013	- 0,009	- 0,035
NDK/Kvantum - SalMar	0,019	0,019	0,014	0,014	0,014	0,013	0,010	0,013
NDK/Kvantum - Bransjen	0,015	0,014	0,012	0,011	0,009	0,009	0,008	0,010
Unitfordel	0,004	0,005	0,002	0,003	0,005	0,003	0,002	0,003
Skalering	8,100	6,441	20,371	11,676	18,615	11,043	7,818	12,590
Kvantumsfordel	0,031	0,035	0,044	0,036	0,091	0,038	0,019	0,044

Tabell 8-13: Analyse av omløpsfordel Oppsummert, 2014-2020

8.4 Gearingfordel drift

Gearing omhandler i hvor stor grad netto driftseiendeler finansieres med netto finansiell gjeld i selskapet. Dersom det foreligger strategiske fordeler fra drift kan finansiering med gjeld føre til at fordelene øker. Et selskaps gearingfordel fra drift beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} - \text{mig})$$

Der $(\text{ndr} - \text{ndk}) = \text{Strategisk fordel fra drift}$, $(\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig}) = \text{Gearingfordel}$

Ndr = Netto driftsrentabilitet nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

Ndk = Netto driftskrav mig = Minoritetsgrad

Fra formelen består gearingfordel av netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) og netto minoritetsgrad (mig). Førstnevnte gir et uttrykk for hvor stor andel av netto finansiell gjeld utgjør mot selskapets egenkapital. Netto minoritetsgrad angir hvor stor andel av egenkapitalen som består av minoritetsinteresser. Dermed vil avveiningen mellom finansiering med egenkapital eller gjeld ha betydning for den driftsfordelen. Siden vi tidligere i kapittelet fant betydelige fordeler knyttet til drift, skal i utgangspunktet gearing øke selskapets fordel knyttet til drift ytterligere. Tabell 8-14 nedenfor viser SalMars fordel knyttet til gearing gjennom analyseperioden:

Gearingfordel Drift	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Ren driftsfordel (ndr-ndk)	21,0 %	11,8 %	28,7 %	31,7 %	31,3 %	21,7 %	15,5 %	24,0 %
Netto finansiell gjeldsgrad	50,0 %	53,3 %	56,2 %	29,7 %	18,9 %	35,9 %	66,4 %	42,0 %
Netto minoritetsgrad	1,2 %	1,6 %	1,4 %	1,1 %	1,1 %	9,8 %	13,4 %	6,4 %
Total gearing	51,1 %	54,9 %	57,6 %	30,8 %	20,0 %	45,9 %	79,8 %	48,5 %
Gearingfordel drift	10,7 %	6,5 %	16,6 %	9,9 %	6,3 %	10,5 %	12,5 %	10,56 %

Tabell 8-14: Gearingfordel fra drift, SalMar mot bransjen 2014-2020

Fra tabellen ser vi at SalMar har en vedvarende gearingfordel gjennom analyseperioden, med en tidsvektet gjennomsnittlig gearingfordel på 10,5%. Til tross for dette er det viktig å påpeke at gearingfordelen ikke direkte skaper verdi for eierne, til tross for at driftsfordelen økes (Penman, 2013). Årsaken til dette er at økt gjeldsfinansiering øker selskapsrisikoen og følgelig avkastningskravene. Dermed vil gearing «forsterke» de underliggende effektene relatert til drift i selskapet.

8.5 Oppsummering samlet driftsfordel

Tabell 8-15 nedenfor oppsummerer de gjennomførte dekomponeringene og SalMars tidsvektede, gjennomsnittlige driftsfordel på 34,58% i løpet av analyseperioden. Vi ser at ressursfordelen utgjør hele 13,9% av den totale fordel, hovedsakelig drevet av en høy marginfordel. Videre ser vi at det foreligger en bransjefordel på 10,16% og en gearingfordel på 10,56%. Dekomponeringen av driftsfordelen er med dette fullført, og det vil videre nå fokuseres på fordeler og ulemper knyttet til finansieringen i selskapet.

Oppsummering av driftsfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Bransjefordel	9,6 %	5,0 %	25,2 %	10,2 %	16,9 %	6,5 %	2,9 %	10,16 %
Marginfordel	11,6 %	7,7 %	6,1 %	20,3 %	12,9 %	13,7 %	11,3 %	12,93 %
Omløpsfordel	-0,2 %	-1,0 %	-2,6 %	1,2 %	1,5 %	1,6 %	1,2 %	0,93 %
Ressursfordel	11,4 %	6,7 %	3,5 %	21,5 %	14,4 %	15,2 %	12,6 %	13,86 %
Strategisk fordel	21,0 %	11,8 %	28,7 %	31,7 %	31,3 %	21,7 %	15,5 %	24,02 %
Gearingfordel drifts	10,7 %	6,5 %	16,6 %	9,9 %	6,3 %	10,5 %	12,5 %	10,56 %
Driftsfordel	31,8 %	18,2 %	45,4 %	41,6 %	37,6 %	32,2 %	28,0 %	34,58 %

Tabell 8-15: Oppsummering av Driftsfordel SalMar 2014-2020

8.6 Finansieringsfordel

Et selskaps valg av finansieringsaktiviteter kan i likhet med driftsrelaterte aktiviteter gi opphav til strategiske fordeler. Basert på dette vil vi nå dekomponere selskapets finansieringsfordel eller ulempe for å undersøke opphavet. En slik fordel oppstår dersom gjeldskravet overstiger gjeldsrenten eller hvis minoritetskravet er høyere enn minoritetsrenten. Deretter vektet disse med gjeldsgrad for å beregne selskapets samlede finansieringsfordel. Fra tabell 8-16 nedenfor ser vi at SalMar har en tidsvektet finansieringsulempe på 0,54% i analyseperioden.

Fordel Finansiell gjeld	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	Snitt
Finansielt gjeldskrav	2,1 %	1,6 %	1,4 %	1,5 %	2,2 %	2,0 %	3,4 %	2,2 %
Finansiell gjeldsrente	3,5 %	2,7 %	2,8 %	3,9 %	5,8 %	4,9 %	2,4 %	4,0 %
Finansiell gjeldsrentefordel	-1,4 %	-1,1 %	-1,4 %	-2,4 %	-3,6 %	-2,9 %	0,9 %	-1,8 %
Finansiell gjeldsgrad	65,7 %	58,4 %	63,1 %	34,5 %	22,4 %	40,2 %	71,0 %	46,9 %
Finansieringsfordel	-0,9 %	-0,7 %	-0,9 %	-0,8 %	-0,8 %	-1,2 %	0,7 %	-0,54 %

Tabell 8-16: Finansieringsfordel finansiell gjeld 2014-2020

Ved effisiente finansmarkeder skal investorer kunne forvente en rentabilitet nær kravet til långiverne og følgelig skal det ikke forekomme noen finansieringsfordeler. Til tross for dette avdekket vi en tidsvektet finanseringsulempe og derfor vil vi videre dekomponere finansieringsfordelen etter finansiell gjeld og finansielle eiendeler, før vi deretter tar for oss eventuelle finansieringsfordeler fra minoritetsinteressener.

8.6.1 Finansieringsfordel - Netto finansiell gjeld

Fra tabell 8-17 nedenfor fremkommer det at SalMar har en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe på 0,44% i analyseperioden. Dette impliserer at selskapet har betalt en rente som er høyere kravet og følgelig vil finansieringen være påvirke lønnsomheten til SalMars eiere.

Netto finansiell gjeld	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	Snitt
Netto Finansielt gjeldskrav	2,4 %	1,7 %	1,5 %	1,6 %	2,5 %	2,1 %	3,5 %	2,4 %
Netto Finansiell gjeldsrente	4,2 %	2,9 %	3,0 %	4,0 %	6,2 %	5,1 %	2,4 %	4,2 %
Netto Finansiell gjeldsrentefordel	-1,7 %	-1,2 %	-1,5 %	-2,4 %	-3,7 %	-2,9 %	1,1 %	-1,8 %
Netto Finansiell gjeldsgrad	50,0 %	53,3 %	56,2 %	29,7 %	18,9 %	35,9 %	66,4 %	42,0 %
Finansieringsfordel	-0,9 %	-0,6 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,7 %	-1,1 %	0,8 %	-0,44 %

Tabell 8-17: Finansieringsfordel Netto Finansiell Gjeld 2014-2020

En av årsakene til finansieringsulempen kan være at vi har undervurdert selskapets finansielle gjeld ved at rentebærende gjeld har blitt klassifisert som ikke-rentebærende, når det i realiteten er rentebærende. Dette vil føre til at den finansielle gjeldsrenten vil bli overvurdert.

8.6.2 Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler

Fra tabell 8-18 nedenfor ser vi at SalMar oppnådde en tidsvektet finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler på 0,1% i analyseperioden. Til tross for dette mener vi at dette sannsynligvis skyldes mindre, tilfeldige forskjeller og følgelig mener vi at antakelsen om effisiente markeder fortsatt holder.

Finansielle eiendeler	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	
Finansiell eiendelsrentabilitet	1,2 %	1,2 %	1,4 %	3,3 %	3,7 %	3,6 %	2,7 %	3,0 %
Finansielt eiendelskrav	0,9 %	0,7 %	0,5 %	0,6 %	0,9 %	1,0 %	0,7 %	0,8 %
Finansiell eiendelsrentefordel	0,3 %	0,5 %	0,9 %	2,7 %	2,8 %	2,6 %	1,9 %	2,2 %
Finansiell eiendelsgrad	15,7 %	5,1 %	6,9 %	4,8 %	3,5 %	4,3 %	4,6 %	4,9 %
Finansieringsfordel	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,10 %

Tabell 8-18: Finansieringsfordel finansielle eiendeler 2014-2020

8.6.3 Finansieringsfordel - Minoritet

En minoritetsfordel oppstår dersom avkastningskravet er høyere enn rentabiliteten, som da gjør at minoriteten også må bære eventuelle økonomiske tap i datterselskapene til SalMar. Fra tabell 8-19 nedenfor ser vi at SalMar har en tidsvektet finansieringsulempe knyttet til minoriteter på 0,45% i analyseperioden. Dette betyr at majoritetseierne i SalMar gir avkall på overskudd til fordel for minoritetsinteressene.

Minoritetsfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet Snitt
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	
Minoritetskrav	7,5 %	7,2 %	7,0 %	6,8 %	7,2 %	7,7 %	6,6 %	7,1 %
Minoritetsrentabilitet	12,3 %	44,4 %	18,8 %	32,5 %	12,8 %	14,7 %	3,2 %	15,2 %
Minoritetskravfordel	-4,8 %	-37,2 %	-11,7 %	-25,6 %	-5,6 %	-7,0 %	3,4 %	-8,1 %
Minoritetsgrad	4,7 %	1,3 %	1,7 %	1,3 %	1,2 %	5,7 %	13,5 %	5,6 %
Finansieringsfordel Minoritet	-0,2 %	-0,5 %	-0,2 %	-0,3 %	-0,1 %	-0,4 %	0,5 %	-0,45 %

Tabell 8-19: Finansieringsfordel minoriteter 2014-2020

8.6.4 Oppsummering av finansieringsfordel

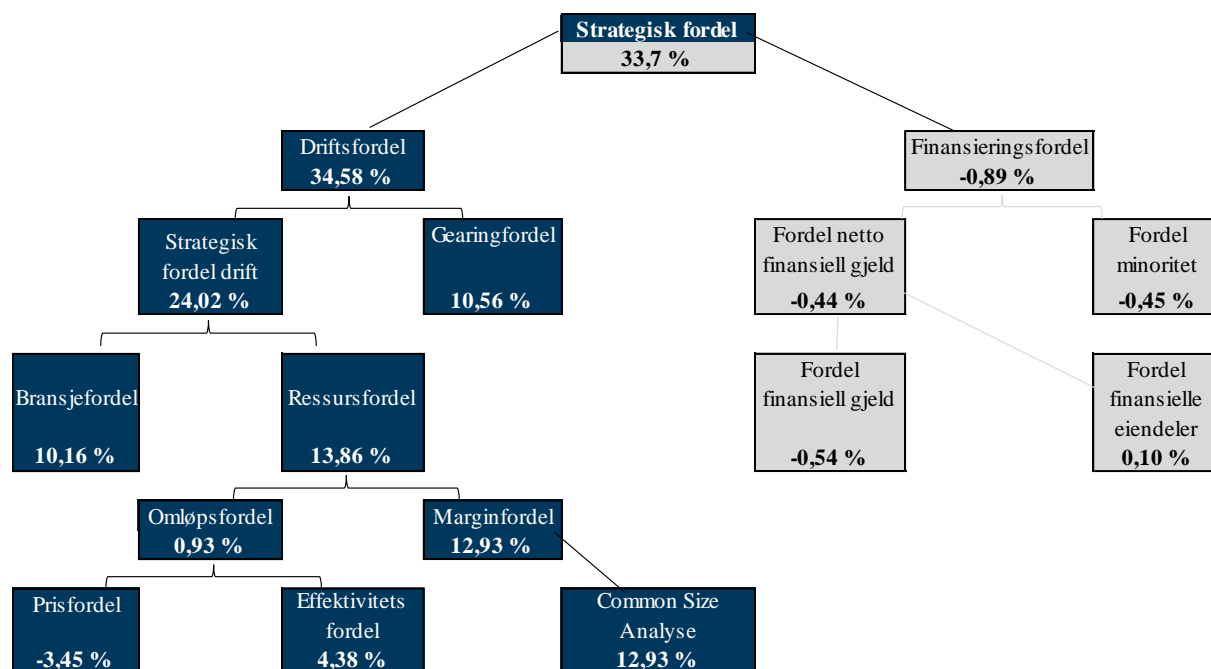
Tabell 8-20 nedenfor oppsummerer dekomponeringen av SalMar finansieringsfordel i analyseperioden. Vi avdekket av SalMar hadde en gjennomsnittlig, tidsvektede finansieringsulempe på 0,89% i analyseperioden. Årsaken til dette var at det var en finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld på 0,44% og minoritetsulempe på 0,45%. Imidlertid avdekket vi også at SalMar hadde en finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler på 0,10% i analyseperioden.

Finansieringsfordel - Samlet	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Vekting	2,5 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav	2,4 %	1,7 %	1,5 %	1,6 %	2,5 %	2,1 %	3,5 %	2,4 %
Netto finansielt gjeldsrente	4,2 %	2,9 %	3,0 %	4,0 %	6,2 %	5,1 %	2,4 %	4,2 %
Netto finansiell gjeldsfordel	-1,7 %	-1,2 %	-1,5 %	-2,4 %	-3,7 %	-2,9 %	1,1 %	-1,8 %
Netto finansiell gjeldsgrad	50,0 %	53,3 %	56,2 %	29,7 %	18,9 %	35,9 %	66,4 %	42,0 %
Finansieringsfordel netto Fin.Gj	-0,9 %	-0,6 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,7 %	-1,1 %	0,8 %	-0,44 %
Minoritetskrav	7,5 %	7,2 %	7,0 %	6,8 %	7,2 %	7,7 %	6,6 %	7,1 %
Minoritetsrentabilitet	12,3 %	44,4 %	18,8 %	32,5 %	12,8 %	14,7 %	3,2 %	15,2 %
Minoritetskravfordel	-4,8 %	-37,2 %	-11,7 %	-25,6 %	-5,6 %	-7,0 %	3,4 %	-8,1 %
Minoritetsgrad	4,7 %	1,3 %	1,7 %	1,3 %	1,2 %	5,7 %	13,5 %	5,6 %
Finansieringsfordel minoritet	-0,2 %	-0,5 %	-0,2 %	-0,3 %	-0,1 %	-0,4 %	0,5 %	-0,45 %
Finansieringsfordel	-1,1 %	-1,1 %	-1,0 %	-1,0 %	-0,8 %	-1,5 %	1,2 %	-0,89 %

Tabell 8-20: Oppsummering av finansieringsfordel 2014-2020

8.7 Oppsummering av Strategisk fordel

Innledningsvis i analysen av SalMars strategiske fordel avdekket selskapet hadde en gjennomsnittlig, tidsvektet superrentabilitet på 33,7%. Sammenhengene og funnene er oppsummert i figur 8-12 nedenfor. Vi ser av figuren at superrentabiliteten bestod av en driftsfordel på 34,58% og en finansieringsulempe på 0,89% i analyseperioden. Driftsfordelen skyldes i hovedsak en strategisk driftsfordel, der bransjespesifikke fordeler utgjorde 10,4%, mens SalMars interne ressursfordel utgjorde 13,9%. Ressursfordelen var i all hovedsak drevet av betydelige marginfordeler som et resultat av lavere vare -og lønnskostnader som ble avdekket i common size-analysen. Et betydelig og gjennomgående element i dekomponeringen er at SalMar i 2016 var nokså lik bransjesnittet og at majoriteten at driftsfordelene skyldes bransjefordeler. Siden toppen i laksepriser i 2016 har SalMar betydelig skilt seg fra bransjesnittet, ved at mens bransjen i seg selv har opplevd en avtakende utvikling i elementene som ble dekomponert, har SalMar oppnådd vedvarende og økende avvik fra bransjesnittet i løpet av analyseperioden. Sett i lys av vår diskusjon under den strategiske analysen, der vi konkluderte med at InnovaMar, InnovaNor og satsningen på havbasert oppdrett gir konkurransefortrinn, mener vi at funnene fra den strategiske lønnsomhetsanalysen underbygger dette. Vi mener at konkurransefortrinnene potensielt vil kunne være vedvarende, men at ressursfordelen sannsynligvis vil reduseres i framtiden ettersom teknologien er imiterbar. Videre vil funnene fra dekomponeringen benyttes som utgangspunkt for fremtidsregnskapet og fremtidskravene.



Figur 8-12: Oppsummering av Strategisk Fordel SalMar mot bransjen 2014-2020

9 Fremtidsregnskapet

Resultatene fra den strategiske analysen, den strategiske lønnsomhetsanalysen, samt regnskapsanalysen i de foregående kapitlene, danner fundamentet for fremtidsregnskapet. I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er det svært viktig å benytte relevant informasjon til å prognostisere regnskapstallene fornuftig (Koller et. al, 2020). Med utgangspunkt i dette vil innsikten fra analysene i de tidligere kapitlene, kombinert med informasjon om laksenæringen og faktorer som har innvirkning på sektoren, vektlegges i beregningene i fremtidsregnskapet. Videre, gjennom både regnskapsanalysen og lønnsomhetsanalysen ble det avdekket at SalMar har en god utvikling og en lønnsomhet som ligger over bransjesnittet, samt at det foreligger strategiske fordeler i selskapet. Disse faktorene er viktige og vil ha innvirkning på beregningene av fremtidsregnskapet. I tillegg er det også en tredje effekt; Pandemiens innvirkning på bransjen og SalMars operasjonelle drift og fremtidige planer. Damodaran (2021) peker på at man ved verdsettelsessammenhenger under krisetider, bør fokusere på historiske resultater og planene til et selskap. I tillegg bør den nåværende situasjonen vektlegges i størst grad, samt de ulike faktorene som spiller inn.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Det endelige fremtidsregnskapet vil i stor grad basere seg på funnene i de tidligere kapitlene. Det er både fordeler og ulemper knyttet til bruken av historiske tall ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet. For eksempelvis selskaper som har gjennomført betydelige oppkjøp og konsolideringer gjennom tiden, vil historiske regnskapstall være mindre egnet som grunnlag for å utarbeide et fremtidsregnskap. Til tross for dette har vi trådd med Knivslå (2021) anbefalinger normalisert for resultateffektene knyttet til dette og gjennomført justeringer som, etter det vi vurderer, vil gjøre de historiske regnskapstallene til SalMar nokså representative for utarbeidelsen av et fremtidsregnskap.

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet vil utarbeides i henhold til rammeverket til Knivslå (2021m) som i stor grad samsvarer med Penmans (2013) modell. Rammeverket består av følgende av fire, sekvensielle steg:

1. Valg av budsjettthorisont, detaljnivå og teknikk for framskriving.
2. Analyse av historiske budsjett drivere og veksten i driftsinntekter
3. Analyse av øvrige budsjett drivere

4. Vekstfaktorer, samt presentasjon av SalMars fremtidige resultatregnskap, balanse og kontantstrøm.

9.2 Budsjetthorison

Budsjetthorisonen i framtidsregnskapet omhandler de årene som vil framskrives og dermed utgjøre framtidsregnskapet. Spesifikt vil budsjetthorisonen i framtidsregnskapet strekke seg fra 2021 til T, tidshorisonen, altså antall år i framtiden. Etter denne perioden antas det at selskaper når en såkalt «steady state» der selskapet har en konstant vekst. Et slikt stadium innebærer at tidshorisonen er lang nok til at selskapet ikke overgår vekstraten til verdensøkonomien. Fremtidsregnskapet må derfor ha en tilstrekkelig tidshorison slik at et selskap når en «steady state» der selskapet 1) vokser med en konstant rate der reinvesteringer er en bestemt andel av driftsinntekter, 2) gir en konstant avkastning på både eksisterende -og ny kapital investert (Koller et al., 2020). Koller et al (2020) anbefaler også en tidshorison på mellom 10-15 år. Penman (2013) anbefaler imidlertid en kortere, mer presis tidshorison ettersom selskapet er underlagt IFRS's verdibaserte målinger og en høy detaljgrad i rapporteringen. Til tross for dette anbefaler også Kaldestad & Møller (2016) en lengre tidshorison, selv om prognosene tilføres mer støy desto lengre ut i budsjetthorisonen man befinner seg, i tråd med Koller et al.

Med utgangspunkt i dette, samt at laksesektoren er en syklisk bransje som tidligere diskutert, velges det en tidshorison på 10 år i framtidsregnskapet, både for å redusere støy fra sykliske svingninger, men også ha en tilstrekkelig horison slik at selskapet oppnår en «steady state». Følgelig vil den eksplisitte prognoseperioden strekke seg fra 2021 til 2032 og inkluderer to år med et stadium av «steady state».

9.3 Budsjettering av fremtidige drivere

Utarbeidelsen av framtidsregnskapet gjennomføres ved å prognostisere fremtidig utvikling av de ulike budsjett drivere (Knivsfå, 2021m). Framskrivningen av budsjett drivere tar utgangspunkt i historiske verdier. Videre vil framskrivningen av budsjett drivere aktivt benytte innsikt fra den strategiske analysen i kapittel 4, i kombinasjon med innsikten fra den strategiske lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. I tillegg er det essensielt å kombinere disse interne drivere med oppdatert kvalitativ innsikt om gjeldende markedsforhold og fremtidig utvikling i makroforhold som har innvirkning på disse. Tabell 9-1 viser den tidsvektede utviklingen for de

relevante budsjettdriverne gjennom analyseperioden. Merk her at det benyttes inngående balanse som grunnlag for de aktuelle årene, i henhold til Knivsflås (2021m) anbefalinger.

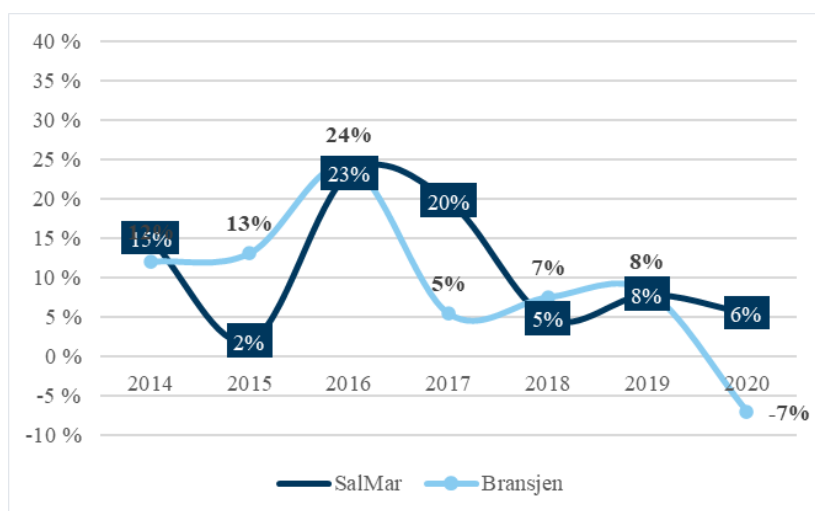
Analyse av historiske drivere	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet	Bransje
Vekting	3 %	3 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Snitt	Snitt
Driftsinntektsvekst	0,151	0,020	0,232	0,198	0,049	0,079	0,055	0,100	0,059
Omløpet til netto driftseiendeler	1,120	0,983	1,168	1,325	1,186	1,235	1,109	1,191	1,160
Netto driftsmargin	0,219	0,158	0,247	0,250	0,262	0,207	0,187	0,223	0,120
Finansiell gjeldsdel	0,307	0,339	0,283	0,122	0,152	0,295	0,374	0,261	0,296
Finansiell eiendelsdel	0,024	0,036	0,040	0,024	0,026	0,028	0,021	0,026	0,069
Finansiell gjeldsrente	0,051	0,032	0,030	0,034	0,077	0,088	0,034	0,056	0,042
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,007	0,016	0,015	0,028	0,039	0,039	0,026	0,030	0,008
Minoritetsdel	0,008	0,010	0,010	0,009	0,009	0,063	0,074	0,039	0,015
Netto minoritetsrentabilitet	0,068	0,421	0,175	0,289	0,123	0,615	0,040	0,261	0,035

Tabell 9-1: Analyse av historiske drivere for SalMar 2014-2020

Følgelig vil nå de ulike budsjettdriverne prognostiseres med utgangspunkt i historisk informasjon, kombinert med oppdatert innsikt om markedsforhold. Det vil naturligvis være betydelig usikkerhet knyttet til forutsetningene som ligger til grunn i framskrivningen av budsjettdriverne. Graden av usikkerhet blir større jo lengre inn i budsjettperioden vi kommer siden det på kort sikt i større grad er mulig å forutsi fremtiden enn på lang sikt. Usikkerheten knyttet til budsjettdriverne diskuteres ytterligere i delkapittel 11.5.

9.3.1 Driftsinntektsvekst

Et selskaps vekst i driftsinntekter ansees som den viktigste budsjettdriveren i fremtidsregnskapet. Årsaken til dette er at driftsinntektene ofte danner grunnlaget for et selskaps vekst og dermed de andre driverne i budsjettet (Knivsflås, 2021m). Følgelig vil diskusjonen rundt historisk vekst og framskrivning av disse vektlegges mest i framskrivningen av budsjettdriverne. Innledningsvis vil SalMars og bransjens historiske utvikling presenteres, før det videre vil bli gjennomført en diskusjon av veksten i driftsinntektene, som vil danne grunnlaget for driveren i fremtidsregnskapet.



Figur 9-1: Historisk utvikling i vekst i driftsinntekter SalMar mot bransjen 2014-2020

Figur 9-1 ovenfor viser utviklingen av vekst i driftsinntekter for SalMar og bransjen gjennom analyseperioden. Grafen viser tydelig de sykliske svingningene som er iboende i oppdrettsnæringen, samt at svingningene er gjeldende for både SalMar og bransjen. Fra grafen ser vi hvordan ekstraordinær tilførsel av laks i markedene i 2015 presset prisene på laks ned på 40-tallet som vist i tidligere i figur 2-8, frem til algeoppblomstringen i Chile som førte til økt etterspørsel etter norsk oppdrettslaks i 2016. Videre har innføringen av trafikkløssystemet i 2017, vært en katalysator for vekst i kapasitet og således driftsinntekter. Avslutningsvis viser grafen hvordan inntreden av COVID-19 pandemien påvirket vekst i driftsinntekter som et resultat av bortfall av hovedmarkedene for norske oppdrettselskaper. Dette resulterte i en reduksjon i driftsinntekter for bransjen på 7%, mens SalMar imidlertid evnet å øke veksten i driftsinntekter med 6% til tross for pandemien. Fra historikken, ser det tilsynelatende ut til at trender som er felles for bransjen, også er gjeldende for SalMar, men at disse inntreer med et visst «etterslep» i tid. Som nevnt under den strategiske lønnsomhetsanalysen, selger SalMar om lag halvparten av produktene på forwardkontrakter. Dermed vil driftsinntektene fra salg kunne oppnå en relativ høy, forhåndsavtalt pris på laks selv om selskapet er i en periode med lave laksepriser. Videre vil nå framtidsutsiktene til SalMar diskuteres og fremtidig vekst i driftsinntekter prognostiseres.

For å diskutere fremtidig vekst i driftsinntekter til SalMar i perioden 2021-2032, vil diskusjonen struktureres etter kort, mellomlang, lang sikt og en såkalt «steady state». Generelt vil veksten i driftsinntektene på kort sikt i størst grad påvirkes av vekst i bransjen og intern videreutvikling av selskapet. På lengre sikt vil imidlertid utenforstående trender og makroøkonomiske faktorer

ha en større innvirkning på veksten i driftsinntekter. Dette kan dreie seg om trender i etterspørsel og følgelig utviklingen i lakseprisene, veksten i produksjonsvolumet, samt politiske- og juridiske forhold som har innflytelse på produksjonskapasitet.

Driftsinntekter på kort sikt

Driftsinntekter på kort sikt avgrenses her til 2021 og 2022 i fremtidsregnskapet. Dette muliggjør at man i større grad kan si noe konkret om utviklingen i vekst i driftsinntekter i løpet av de neste to årene. En sentral faktor på kort sikt er hvordan pandemien utarter seg fremover, hvorvidt markedene forblir slik som de er per i dag, eller eventuelt hvor fort de betydelige markedene for laks fra Norge og følgelig SalMar returnerer til normale forhold.

På kort sikt vil veksten i driftsinntekter i størst grad påvirkes av produsert volum og prisoppgåelse i markedene for laks. Trenden i den globale laksenæringen når pandemien inntraff, var et betydelig bortfall av etterspørsel fra Kina, Asia, Frankrike og Storbritannia, som er de største markedene for oppdrettet norsk laks. Årsaken til dette er at etterspørselen etter norsk laks i stor grad kommer fra retail og restaurantsegmentene. Siden disse segmentene ble ilagt lovpålagte restriksjoner og nedstenginger under pandemien førte dette naturlig nok til et bortfall i etterspørsel etter norsk laks. I tillegg ble produktmiksen for norsk oppdrettslaks endret, ettersom konsumentene i viktige markeder etterspurte mer bearbejdede produkter (Kontali, 2021). Sistnevnte er noe SalMar i liten grad produserer.

Per i dag ser vi en gradvis gjenåpning av nøkkelmarkedene for laks fra Norge. Land som Kina, Frankrike, Spania, Nederland og Storbritannia oppnådd en høyere grad av kontroll på pandemien, og har et høyt vaksinasjonstempo. Følgelig har eksporten til disse markedene innhentet seg etter pandemien, og har overgått eksportert volum i 2019, som vist i figur 2-4 under delkapittel 2.2.3. I tillegg eksporteres det mindre bearbejdede produkter, noe som er i favør til SalMar.

Videre har land som Sør-Korea, som under pandemien benyttet seg av muligheten til å importere billigere laks fra Norge, akklimatisert seg til produktene og opprettholde etterspørselen etter laks. Problematikken knyttet til logistikk og flyfrakt som inntraff under pandemien har også returnert til normale tilstander. Dette muliggjør at eksporten av norsk laks stadig innhenter seg og normaliseres.

Det har også vært en betydelig algeoppblomstring i Chile i 2020. Dette har ført til økt dødelighet og redusert produksjon for Chilenske oppdrettere. Dette vil igjen føre til mindre tilførsel av laks til de viktigste nøkkelmarkedene. Volumet av oppdrettslaks fra Chile hadde en betydelig innvirkning på det totale slaktevolumet globalt i 2020 og følgelig tilgjengeligheten på laks til markedene på kort sikt (Kontali, 2021). For norske oppdrettere betyr en algeoppblomstring i Chile at etterspørselen etter laks vil øke og følgelig kan selskapene vente seg ytterligere økning i lakseprisen i 2021 og 2022.

Lakseprisene så langt i 2021 har vært relativt høye sammenlignet med tidligere år. Per 18 april er prisen for 3-4kg atlantisk laks, 64 kroner per kg, ifølge Fish Pool. Hovedsakelig som et resultat av en svak start på året, men som nevnt, med en gradvis innhenting i etterspørsel fra viktige eksportmarkeder. Ifølge Fish Pool er forwardprisene for laks 60,3 NOK i Q2 2021 og 55,5 NOK for andre halvår av 2021. Forwardprisene for første halvår i 2022 er 62,9 NOK per kg og for andre halvår 54,9 NOK per kg. Dette indikerer at for resten av 2021 forventes relativt høye priser, mens det i 2022 forventes stabilt høye priser i underkant av 60 NOK per kg. Dette tyder på det implisitt forventes en relativt normal markedsituasjon i løpet av siste halvdel av 2021 og starten av 2022, med høye priser første halvår og lavere priser i andre halvår, men med en noe økt etterspørsel fra nye markeder. Siden SalMar produserer lite bearbejdede produkter og selger en betydelig andel av produsert volum på forwardkontrakter, er dette svært viktig for veksten i driftsinntekter. Vi mener at basert på markedets nåværende situasjon, legger vi til grunn en betydelig vekst i driftsinntekter for 2021 som følger av pandemiens negative innvikling i 2020 og bedre markedsforhold. For 2022 forventer vi en moderat vekst, med forutsetning om at de største markedene gjenåpnes og at det globale laksemarkedet returnerer til normale tilstander.

Produksjonsvolumet på kort sikt er i stor grad betinget av politiske avgjørelser og miljømessige forhold, som tidligere diskutert i avsnitt 4.1.1. I avsnittet fremkommer det at SalMar er underlagt et trafikklyssystem hvor ulike miljømessige faktorer som eksempelvis lusenivå, avgjør hvorvidt selskapene i disse sonene kan øke, opprettholde eller redusere produksjonen. Under nåværende markedsforhold i Norge, kan ett oppdrettsselskap per i dag øke produksjonen gjennom 1) Kjøp av andre virksomheter og med dette overdragelse av objektets konsesjoner, 2) Ha lokaliteter som er plassert i grønn sone i trafikklyssystemet og følgelig få tillatelse til 6% midlertidig økning, 3) Tilsagn på utviklingstillatelser for innovative prosjekter, som etter endt prosjekt kan konverteres til ordinære matfiskkonsesjoner, 4) Kjøp av ytterligere kapasitet ved

auksjoner. I tillegg kan selskapene internt forbedre utnyttelsen av deres produksjonskapasitet. Som nevnt i den eksterne analysen, har SalMar konvertert de åtte utviklingstillatelsene som de ble tildelt i forbindelse med satsningen på Ocean Farm 1, til ordinære matfiskkonsesjoner. Dette gjør at selskapet står fritt til å disponere konsesjonene på andre lokaliteter. Til tross for at havmerden viser gode tendenser i produksjonen, fremkommer det at SalMar vil omskolere noen av tillatelsene for å bedre kapasitetsutnyttelsen inntil produksjonen er optimalisert.

I tillegg vil konverteringen av utviklingstillatelsene gjøre at SalMar kan kjøpe ytterligere kapasitetsutvidelser på disse tillatelsene, dersom de benyttes i soner med gode biologiske forhold. Fra årsrapporten 2020 fremkommer det at selskapet kjøpte ytterligere kapasitet på disse konsesjonene som resulterte i 64 tonn økning i kapasitet. I tillegg deltok også SalMar på en auksjon og sikret seg ytterligere 8 057 tonn kapasitet. Med dette som utgangspunkt har SalMar i løpet av 2020 sikret seg betydelig økning i kapasitet, som vil føre til økt slaktevolum og følgelig driftsinntekter. Ettersom de ovennevnte kapasitetsutvidelsene ble kjøpt i løpet av sommeren, antar vi at første utsett av fisk som utnytter denne kapasiteten sannsynligvis ikke skjedde før slutten av 2020 eller starten av 2021. Videre antar vi at denne økningen i kapasitet på kort sikt hovedsakelig vil forekomme i form av driftsinntekter først i 2022, men også noe i slutten av 2021. Samlet sett ser vi at disse faktorene taler for en god vekst på kort sikt, med bedring i laksepriser og økende produksjonsvolum.

Tar vi utgangspunkt i dagens kostnadsnivå som ligger i overkant av 40 kr per kg produsert i Norge fra figur 2-7, vil dette med SalMars tidsvektede margin fra lønnsomhetsanalysen, og med kapasitetsutvidelsene i 2020 og 2021 isolert sett vil kunne gi 146,2 MNOK i økte inntekter, etter å ha hensyntatt utbytte på slaktet volum.

Driftsinntekter på mellomlang sikt

Driftsinntekter på mellomlang sikt avgrenses her til perioden 2023-2026. Fra Fish Pool ligger forwardprisene for laks i 2023 på 58,5 kr per kg, som er omtrent likt med 2022. På mellomlang sikt antar vi at forwardprisene vil være relativt stabile, dog noe avtakende. Til tross for økende kapasitet innenlands, økt konkurranse fra landbasert oppdrett og andre nasjoner, samt ny produksjonsteknologi, mener vi at det vil være en økende etterspørsel etter laks, som holder prisen på det samme nivået, til tross for større tilbud av laks til markedet. Som nevnt tidligere, muliggjorde pandemien, gjennom svekkede laksepriser at andre nasjoner med lavere kjøpekraft fikk muligheten til å importere norsk laks, og vi tror at etterspørselen fra nye vekstmarkeder vil

fortsette i fremtiden. Som tidligere diskutert i PESTEL-analysen, er laks en svært attraktiv kilde til protein og vil være en viktig ressurs for å kunne dekke et økende matbehov til en økende befolkning globalt. I tillegg er produksjonen relativt bærekraftig, og følgelig mener vi at fokuset på laks vil være økende og stimulere til vedvarende økning i etterspørsel. I tillegg er produksjonen av norsk laks inntil videre regulert av myndighetene og vi mener dette vil regulere markedet og føre til at prisene for norsk laks holdes stabilt høye.

Videre antar vi at SalMar på mellomlang sikt oppnår full utnyttelse av kapasiteten av den første havmerden, samt at kapasitetsøkningene, som diskutert under kort sikt, også vil gi økt volum i de første årene på mellomlang sikt. I tillegg har SalMar uttalte planer om bygging av ytterligere en ny havmerd, Smart Fish Farm. SalMar har allerede fått tilsagn på åtte nye utviklingstillatelser fra myndighetene for å gjennomføre prosjektet, med planlagt byggestart i slutten 2021. Den nye havmerden skal etter planen være operativ i løpet 2024 med første planlagt utsett av laks sommeren 2024 (SalMar, 2020a). Per i dag påventes det en avklaring rundt lokalisering av Smart Fish Farm fra myndighetene. SalMar har imidlertid uttalt at vedtaket vil bli fattet i tredje kvartal dette året. Dette medfører et betydelig usikkerhetsmoment knyttet til selskapets fremtidige produksjonsvolum, ettersom en slik havmerd vil øke selskapets produksjon med opptil 6 240 tonn og dermed ha en betydelig virkning på veksten i driftsinntektene. Vi antar at SalMar og regjeringen kommer til enighet om lokasjon av havmerden og at prosjektet vil bli gjennomført. Hvis selskapet opprettholder planen, vil den første smolten settes ut sommeren 2024 og dermed vil denne fisken slaktes høsten 2025, og våren 2026. Vi forventer også at det trolig vil ta noe tid før havmerden oppnår full kapasitetsutnyttelse og at dette vil først skje på lang sikt, som vil diskuteres senere.

Biologiske faktorer som lakselus, PD eller ISA kan imidlertid påvirke volumene negativt. Forekomsten av disse sykdommene er ofte større i produksjonsområder med mange lokaliteter. Historisk har SalMar håndtert de biologiske utfordringene adekvat. En av årsakene til at havmerdene er lokalisert utenfor kysten, er at det forekommer mindre lakselus i disse områdene. SalMar har uttalt at produksjonssyklusene fra den Ocean Farm 1 har vært svært vellykket, med få eller ingen biologiske problemer.

På mellomlang sikt vil også politiske avgjørelser og makroøkonomiske faktorer ha stor innvirkning på driftsinntektene. Trafikklyssystemet antas å være uendret på mellomlang sikt, og at innenlands tradisjonell produksjon dermed begrenses av dette.

Et betydelig usikkerhetsmoment for veksten i driftsinntekter til SalMar er inntreden av landbasert oppdrettsanlegg. Per i dag er det svært mange planlagt prosjekter for landbasert produksjon av oppdrett, med varierende grad av realisme i faktisk gjennomføring av planer (Kontali, 2021). Som diskutert under delkapittel 4.1.1 i den strategiske analysen, har utviklingen av landbaserte oppdrettsanlegg hatt stor fremgang i løpet av de siste årene. Landbasert produksjon vil eliminere problematikken knyttet lakselus, som er en av de største kostnadsdriverne i produksjonen av laks. I slutten av 2020 er det registrert 76 ulike selskaper i 20 ulike land med planlagte prosjekter for landbasert oppdrett, med en samlet produksjonskapasitet på 1 827 000 tonn laks. Tilsvarende er det i Norge en planlagt kapasitet på 762 000 tonn laks (Ilaks, 2021). På mellomlang sikt vil disse prosjektene være ferdig utbygde og tilføre markedet volum, som kan gi en reduksjon i lakseprisen. En sekundær effekt av landbaserte oppdrettsanlegg er at disse kan bygges «markedsnært». Med dette menes det at laksen kan produseres i nærheten av hovedmarkedene, og følgelig unngår konsumentene at deres pris på laks bærer kostnaden av frakt. Hvis landbaserte oppdrettsanlegg lykkes i at produsere betydelige volum, kan dette føre til at lakseprisene i Norge vil få en betydelig reduksjon. Lavere laksepriser vil ha innvirkning på veksten i driftsinntekter for SalMar.

I dag er det kun ett fåtall aktører i laksenæringen som klarer å gjennomføre en hel produksjonssyklus av laks på land. Atlantic Sapphire er i dag pioneren for produksjon ved hjelp av landbasert oppdrett i stor skala. Til tross for lovende resultater, har selskapets anlegg stadig opplevd nye problemer ved produksjonen, som har ført til at betydelige volum har uteblitt. Med utgangspunkt i dette antar vi majoriteten av planlagte landbaserte oppdrettsanlegg skrinlegges, som følger av at kun et fåtall av de registrerte selskapene nevnt ovenfor har finansiering til prosjektet. Videre mener vi at de prosjektene som faktisk gjennomføres vil gi middels resultater på mellomlang sikt, som et resultat av at det vil kreve flere år med prøving og feiling for at teknologien er adekvat til å oppnå optimal produksjon. Dette vil føre til økte volumer i markedet, men ikke nok til en markant reduksjon i lakseprisen. Samlet sett, mener vi at driftsinntektene på mellomlang sikt i stor grad preges av de ovennevnte usikkerhetsmomentene, men at det vil være en jevn økning i driftsinntekter i starten av perioden, med en avtakende vekst i slutten av perioden. Videre mener vi at veksten i driftsinntekter hovedsakelig vil være et resultat av økende produksjonsvolum fremfor fordelaktig laksepris.

Driftsinntekter på lang sikt

Driftsinntekter på lang sikt avgrenses til 2027-2029. Det er generelt utfordrende å kunne utdype om veksten i driftsinntekter på lang sikt. Fish Pool rapporterer ingen forwardpriser på denne tidshorizonten, og dermed er det få indikasjoner på hva markedet tror om utviklingen om 10 år. Basert på at det i de siste årene har vært en nedadgående trend i lakseprisene, er det naturlig å tro at man på lang sikt vil være i en annen del av bransjens sykliske svingninger. Med utgangspunkt i dette, antar vi at SalMar på lang sikt vil være i en fase med oppsving i prisene og følgelig en høykonjunktur, ettersom vi forventet avtakende vekst fra midten og mot slutten av mellomlang sikt. På en annen side tror vi at de sykliske svingningene i pris innen oppdrettsnæringen til dels vil være utjevnet på lang sikt, til kortere periodiske svingninger av mindre omfang. Årsaken til dette er at vi forventer at det totale produksjonsvolumet i større grad tilbys markedet «jevnt» utover hele året, som et resultat av forbedret produksjonsteknologi som i større grad håndterer de biologiske utfordringene. Videre er det naturlig å tro at selskapene i større grad optimaliserer produksjonssyklusene og følgelig kan ha utsett av fisk hyppigere. Dette vil resultere i en mer stabil produksjon fordelt utover et år, så lenge de biologiske forholdene tillater dette.

I tillegg antas det at landbasert oppdrett blir delvis vellykket, etter mye utprøving og feiling av produksjonsteknologi. I tillegg mener vi at dersom landbaserte oppdrettsanlegg eller havbasert oppdrett som i SalMars tilfelle, viser seg å være velfungerende, tilrettelegger dette også for at nye land begynne å produsere laks. Fra vår tidligere diskusjon under avsnitt 4.2.1, i den strategiske analysen, konkluderte vi med at havbasert oppdrett imiterbart. Allerede på kort sikt ser vi at land som Kina har begynt å benytte seg av teknologien brukt i havmerdene. På lang sikt, antar vi at også noen av disse aktørene har tilegnet seg nødvendig kompetanse til å kunne produsere betydelige volumer av laks ved hjelp av disse produksjonsteknologiene. For norske oppdrettere kan dette føre til en betydelig svekkelse i lakseprisen og således veksten i driftsinntekter. For SalMar antar vi produksjonsvolumet er økende, i tråd med at selskapet nå får ytterligere volumer fra den siste havmerden, men at lakseprisene er synkende selv med økende etterspørsel fra vekstmarkeder.

Vi forventer også at det på lang sikt vil skje noe med myndighetenes regulering av produksjonskapasitet i Norge, og følgelig trafikkløssystemet. Som nevnt i PESTEL-analysen, har myndighetene i Norge et uttalt ønske om at Norge skal eksportere 5 millioner tonn laks årlig innen 2050, mens det i 2020 ble eksportert 1,1 millioner tonn laks. Siden eksport av laks

genererer betydelige inntekter til myndighetene, mener vi at det sannsynligvis kommer til å komme en ny ordning der oppdrettere og myndighetene i større grad samarbeider for å stå imot presset fra internasjonal konkurranse. Sannsynligvis vil barrierene for å drive oppdrett i Norge, som diskutert i avsnitt 4.1.2 under den strategiske analysen, reduseres. I tillegg vil antageligvis prisene på konsesjoner reduseres betydelig fra dagens omsetningsverdi på 270 millioner per standard matfiskkonsesjon. En betydelig faktor, som også ble diskutert under mellomlang sikt, er at mange produsenter nå satser på landbasert oppdrett som et substitutt for sjøbasert oppdrett. Mye av årsaken er at konsesjoner på land er gratis, og at luseproblematikken unngås. Dersom disse aktørene lykkes, vil dette endre bransjen fundamentalt og dermed laksemarkedene. Samlet sett mener vi at lakseprisen vil synke på lang sikt, som et resultat av økende volumer både innenlands, utenlands og fra andre produksjonsmetoder. Dette underbygger vår samlede vurdering i forrige avsnitt, der veksten i driftsinntekter vil bli svakere, og hovedsakelig være drevet av økende volum. SalMars vekst i driftsinntekter vil følgelig avta, hvor den i slutten av lang sikt at går mot steady state og stabilisere seg i nærheten av produksjonskostnaden i Norge, illustrert i figur 2-7.

Driftsinntekter i steady state

Den siste perioden i fremtidsregnskapet omtales som «steady state» og omhandler 2030-2032. Dette impliserer at år 2030 er vår horisont T, som kommer etter den eksplisitte prognoseperioden. I «steady state» er veksten i en stabilisert likevekt med konstante vekstrater (Koller, 2020). Siden denne fasen omhandler hva som vil skje med SalMar om ti år og i det uendelige, er det liten nytte å fokusere på pris og volum basert på tilgjengelig informasjon per i dag. Vurderingen knyttet til driftsinntekter i steady state vil heller vektlegge forventinger om den generelle veksten i Norge og verdensøkonomien. Sistnevnte ansees som svært viktig ettersom laksenæringen i Norge er avhengige av eksport til det globale laksemarkedet, som ble diskutert under den strategiske analysen. Når et selskap er i en fase av steady state vil normalt ikke veksten i driftsinntekter kunne være høyere enn den reelle veksten i verdensøkonomien eller global inflasjon (Knivsflå, 2021m). Dette kan imidlertid være et faktum i en kort periode for selskaper innenfor typisk teknologi, men for et råvareselskap vil ikke veksten i inntekter være vedvarende høyere enn den nominelle veksten i verdensøkonomien (Kinserdal, 2021g). I gjennomsnitt vokser bedrifter over tid lavere enn veksten i økonomien, ettersom det kommer nye bedrifter, produkter og markedsområder (Kinserdal, 2021g). Med dette som utgangspunkt

forventer vi at SalMars vekst i driftsinntekter i steady state vil konvergere mot den fremtidige nominelle veksten i verdensøkonomien.

For å vurdere de globale forventningene om fremtidig vekst benyttes det prognoser for den globale inflasjonen fra Norges Bank. Norges bank har et uttalt inflasjonsmål på 2,5%. Inflasjonen i Norge har til dels hentet seg inn etter at pandemien inntraff i mars 2020, med en inflasjon på 2,5% i mars 2021 (Norges Bank, 2021). På global basis rår det fortsatt stor usikkerhet knyttet til den globale inflasjonen og veksten på lang sikt. Det foreligger store ulikheter i inflasjons- og vekstforventninger, grunnet at ulike land -og verdensdeler er på forskjellige stadier i pandemien. I 2016 gjennomførte PwC en undersøkelse av inflasjonsforventninger globalt, som ble estimert til 3% økning fram mot 2050 (PwC, 2016). OECD på sin side har konkludert med en gjennomsnittlig årlig vekst, globalt på 3% fram til 2060. Til tross for estimatene, ble disse gjennomført før pandemien inntraff, og per i dag foreligger det ikke noen reviderte versjoner av undersøkelsene som hensyntar pandemien. I følge Kinserdal (2021g) er det viktig at vekstratene ved en verdsettelsessammenheng gjenspeiler det man tror i markedet, fremfor uttalte mål eller forventninger. Per i dag er styringsrenten i Norge 0% og for mange betydelige nasjoner, negativ. Dette impliserer at forventningene om inflasjon er lik null eller negativ, som gir deflasjon. Statsobligasjoner i USA for både 10 -og 30 år er stigende som er resultat av økende inflasjons -og vekstforventninger i takt med vaksinasjon og gjenåpning av store økonomier, men fortsatt svært lave sett fra et historisk perspektiv.

På bakgrunn av det ovennevnte, i tillegg til at det per i dag foreligger betydelige usikkerhetsmomenter knyttet til framtidige utsikter for økonomien og pandemiens påvirkning på lang sikt, velger vi her et utgangspunkt i at analysen gjennomføres før inntredenen av pandemien, og justerer for de nåværende markedsforholdene. Kinserdal (2017) påpeker at det i mange tilfeller legges til grunn en inflasjon i den nominelle veksten lik Norges Banks inflasjonsmål på 2,5% og deretter legges det på et anslag for global vekst, uten at dagens markedsforhold vektlegges tilstrekkelig ved verdsettelse. Med utgangspunkt i dette antar vi at den globale økonomien være tilbake på et relativt normalt nivå innen 2030, men at veksten i driftsinntekter bør hensynta effektene av pandemien som har gitt historisk lave renter og følgelig fremtidige forventinger om vekst og inflasjon. Vi anslår med utgangspunkt i dette, at SalMar vil ha en vekst i driftsinntekter på 3%, i steady state, i tråd med Knivsflås anbefaling

for vekstrate (Knivsflå, 2021m). Framskrivningen av driftsinntektene skjer ved hjelp av følgende sammenheng:

$$Driftsinntekt_t = (1 + Driftsinntektvekst_t) * (Driftsinntekt_{t-1})$$

Oppsummert gir dette opp følgende utvikling i driftsinntektene til SalMar:

Vekst i driftsinntekter	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter (T-1)	12 912 342	13 816 206	14 645 178	15 377 437	15 838 760
1 + Vekstrate	1,070	1,060	1,050	1,030	1,035
Driftsinntekter T	13 816 206	14 645 178	15 377 437	15 838 760	16 393 117

2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
16 393 117	17 048 842	17 816 039	18 706 841	19 455 115	20 038 769	20 639 932
1,040	1,045	1,050	1,040	1,030	1,030	1,030
17 048 842	17 816 039	18 706 841	19 455 115	20 038 769	20 639 932	21 259 130

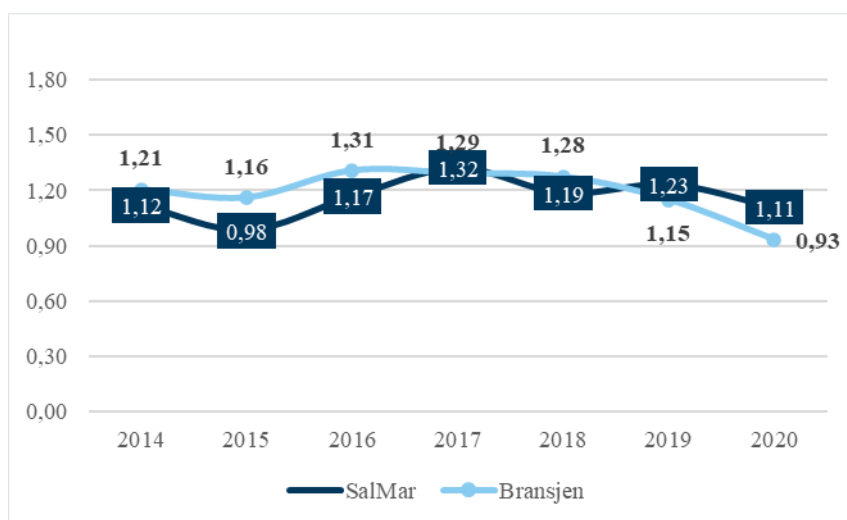
Tabell 9-2: Utvikling i driftsinntekter for SalMar i budsjettperioden, 2021-2032

9.3.2 Omløpshastighet Netto Driftseiendeler

I fremtidsregnskapet blir netto driftseiendeler regnet ut som et i implisitt produkt av neste års driftsinntekter og neste års omløpshastighet til netto driftseiendeler (onde), gitt ved følgende formel:

$$Netto\ drifseiendeler_t = \frac{Driftsinntekter_{t+1}}{Onde_{t+1}}$$

Med dette som utgangspunkt er omløpshastigheten til netto driftseiendeler, altså onde, som vil prognostiseres i framtidsregnskapet. I den strategiske lønnsomhetsanalysen ble det avdekket at SalMar hadde en tidsvektet fordel på 0.93% i omløpshastighet til netto driftseiendeler sammenlignet med snittet for bransjen. Figur 9-2 nedenfor viser historisk utviklingen i onde som ble diskutert under avsnitt 8.3.3 i lønnsomhetsanalysen. Fra grafen fremkommer det at SalMar fram til 2019, hadde en gjennomsnittlig ulempe knyttet til onde sammenlignet med bransjen. I analyseperioden oppnådde SalMar en tidsvektet omløpshastighet på 1.26, mot bransjens 1,24. Generelt ser vi at omløpshastigheten viser en nedadgående trend i 2019 og spesielt 2020 hovedsakelig knyttet til reduserte driftsinntekter.



Figur 9-2: Omløpshastigheten til Netto Driftseiendeler SalMar mot bransjen, 2014-2020

På kort og mellomlang sikt forventer vi at omløpshastigheten på netto driftseiendeler for SalMar vil reduseres betydelig i 2021. Begrunnelsen for dette er at selskapet har utstedt betydelige obligasjonslån, som vil føre til en økning i netto driftseiendeler, som vil diskuteres i avsnitt 9.3.5. Det vil imidlertid være en motvirkende effekt i form av økte driftsinntekter på kort sikt, som diskutert i avsnitt 9.3.1. Til tross for dette vil reduksjonen på kort sikt være betydelig. På kort sikt vil oppsvingene i laksepriser etter pandemien bidra positivt i form av driftsinntekter, mens det på mellomlang sikt vil økende produksjonsvolum føre til høyere driftsinntekter. Videre forutsettes det en beskjeden vekst i omløpshastighet frem til obligasjonslånene forfaller i 2026.

På lang sikt og i steady state antar vi at omløpshastigheten til SalMar vil konvergere mot bransjesnittet som et resultat av «mean reversion» (Kinserdal, 2021g). Fra figur 9-2 mener vi at utviklingen kan indikere at vi allerede på nåværende tidspunkt ser effekten av «mean reversion», siden differansen i omløpshastigheten til netto driftseiendeler mellom SalMar og bransjen i større grad var til stede i starten av analyseperioden. Effektene knyttet til «mean reversion» er gjeldene for alle driverne i fremtidsregnskapet, også for veksten i driftsinntekter som ble diskutert i forrige delkapittel. Under dekomponering av omløpsfordelen i avsnitt 8.3.3 i lønnsomhetsanalysen, avdekket vi at SalMar genererer mindre driftsinntekter per kg slaktet laks, som vi antok kom som et resultat av mindre bearbeiding av produktene til SalMar. Til tross for dette, ble imidlertid denne effekten motvirket av selskapets fordel knyttet til effektivitet. Nærmere bestemt slaktet kvantum per krone investert, som et resultat av bransjeledende kostnadseffektivitet. Vi mener at omløpshastigheten på lang sikt og i steady

state vil ligge på nivå med gjennomsnittet for bransjen, men noe høyere. Begrunnelsen er at vi mener at SalMar investerer betydelig for fremtiden og tilrettelegger driften for å kunne være ledende innen kostnadseffektivitet. Dette antar vi at eventuelt vil veie opp for ulempen knyttet til lavere driftsinntekter per kilo slaktet laks.

Omløpshastighet Netto driftseiendeler	2021	2022	2023	2024	2025
Omløp t-1	1,05	0,84	0,86	0,87	0,88
1+vekst	0,80	1,02	1,01	1,02	0,98
Omløp t	0,84	0,86	0,87	0,88	0,87
Netto driftseiendeler	17 068 701	17 744 689	17 918 656	18 924 295	19 108 026

2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
0,87	0,89	0,96	0,99	1,05	1,16	1,16
1,03	1,08	1,03	1,06	1,000	1,000	1,000
0,89	0,96	0,99	1,05	1,16	1,16	1,16
18 488 785	18 847 790	18 492 171	17 274 800	17 793 045	18 326 836	18 876 641

Tabell 9-3: Utvikling i omløpshastigheten og Netto Driftseiendeler i budsjettperioden 2021-2032

9.3.3 Netto driftsmargin og Netto driftsresultat

Netto driftsmargin er en svært betydningsfull faktor i fremtidsregnskapet, ettersom denne utgjør grunnlaget for et selskaps netto driftsresultat. Sistnevnte som er en avgjørende faktor for fremtidige kontantstrømmer og følgelig selskapets verdi ved verdsettelse. Herunder vil det fokuseres på utviklingen i netto driftsmargin til SalMar i fremtidsregnskapet. Netto driftsresultat fremkommer som et produkt av driftsinntekter og driftsmargin gitt ved formelen:

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Driftsinntekt}_t * \text{Netto driftsmargin}_t$$

Under den strategiske lønnsomhetsanalysen i forrige kapittel, avdekket vi at SalMar hadde en tidsvektet margin i analyseperioden på 22,3% mot bransjen 12,3%, noe som resulterte i en tidsvektet marginfordel på hele 13,2%. Hovedårsaken til dette er at det i common-size analysen, ble avdekket at varekostnadene for SalMar var 9,4% lavere enn bransjesnittet i analyseperioden. I tillegg hadde SalMar 2,7% lavere kostnader knyttet til lønn og personale. I diskusjonen om marginfordelen i avsnitt 8.3.2, ble det argumentert for at SalMars omfattende fokus på kostnader gir opphav til marginfordelen, noe som videre ble bekreftet i common-size analysen. Videre ble det argumentert for at kostnadsfordelen i stor grad kan tilskrives prosesseringsanleggene som InnovaMar i kombinasjon med InnovaNor, som vi under den strategiske analysen avdekket at ga opphav til mulige varige fortrinn. Fra årsrapporten uttales

det at begge har vært viktige faktorer for å redusere kostnader og at disse har ført til at varekostnadene har vært avtakende i de seneste årene. Den generelle trenden i bransjen er at kostnadene knyttet til produksjon av laks har økt betydelig i de siste årene. Fiskeridirektoratet estimerer at produksjonskostnaden per kg var 34,53 kroner i 2019, opp 14,8% fra 2018 (Fiskedir, 2019). Estimerer fra Kontali viser imidlertid at produksjonskostnaden per kilo laks var nærmere 40 kr per kilo i 2019, som vist i figur 2-7 i diskusjonen om kostnadsdrivere i avsnitt 2.2.3.

I likhet med veksten i driftsinntekter og omløpshastigheten til netto driftseiendeler, forventer vi at SalMars driftsmarginer vil konvergere mot bransjesnittet på lang sikt og i steady state. Til tross for dette mener vi at SalMar har en svært god kostnadskontroll, med kvalitet i alle produksjonsledd og et omfattende fokus på kostnader av ledelsen. I tillegg investeres det betydelig i selskapets operasjonelle drift for å ivareta selskapets lave produksjonskostnader. Følgelig med bakgrunn i lønnsomhetsanalysen og de mulig varige fortrinnene avdekket i den strategiske analysen, og i kombinasjon med SalMars fokus på kostnader, mener vi at driftsmarginen vil fortsette å være høyere enn konkurrentenes. Derimot vil driftsmarginen reduseres fra 2020-nivået og konvergere mot bransjesnittet. Vi forventer at SalMar på kort -og mellomlang sikt vil kunne opprettholde lave kostnader og følgelig oppnå markant høyere driftsmargin enn bransjesnittet. Det er også viktig å understreke at marginene i stor grad avhenger av prisoppnåelsen SalMar greier å få i det globale laksemarkedet, og at de faktorene som ble diskutert i avsnitt 9.3.1 om vekst i driftsinntekter, også er gjeldene for driftsmargin.

Spesifikt, på kort -og mellomlang sikt forventer vi at driftsmarginene vil øke noe i begynnelsen av perioden, i tråd med våre forutsetninger om økt vekst i driftsinntekter og etterspørsel av laks fra nye vekstmarkeder, som diskutert i avsnitt 9.3.1. Videre forventes det en mindre konvergering mot bransjesnittet, før effekten av de nye havmerkene vil tilføre SalMar betydelige volum med lave produksjonskostnader i 2025-2027. Deretter vil netto driftsmargin på lang sikt konvergere mot bransjesnittet frem til steady state hvor vi forutsetter en margin på 16,5%. Dette impliserer at vårt estimat for margin ligger om lag 4% høyere enn snittet for bransjen, og er midt imellom SalMars -og bransjens driftsmargin for 2020. Under normale omstendigheter bør det være betydelige fortrinn som ligger til grunn for at man skal kunne anta en margin som er høyere enn bransjen i steady state (Kinserdal, 2021g). Vi mener det er rimelig å tilegne SalMar en høyere driftsmargin med utgangspunkt i følgende momenter: 1) I vår lønnsomhetsanalyse under kapittel 8, vektlegges 2020 med 25% i den tidsvektede

driftsmarginen. Følgelig mener vi at snittet for bransjen er noe kunstig lavt og ikke gir et rettviseende bilde av marginer ettersom pandemien i 2020 hadde betydelige negative konsekvenser for de fleste komparative selskapene. I tillegg opplevde noen av de komparative selskapene betydelige ekstraordinære endelser som hadde negativ innvirkning på driftsmarginen. 2) Som tidligere diskutert, avdekket vi mulige varige fortrinn i produksjon under den strategiske analysen. I tillegg fokuserer ledelsen i SalMar på investeringer for å tilrettelegge lave produksjonskostnader i fremtiden. 3) I tillegg har SalMar både i oppgangs- og nedgangstider evnet å ivareta høye marginer. Figur 5-1 som viste operasjonell EBIT per kilo for børsnoterte selskaper gjennom de siste 10 årene, viste tydelig at SalMar ligger over konkurrentene både i opp -og nedgangstider, og derfor mener vi at det vil være rimelig at SalMar skal ha noe høyere driftsmargin enn bransjesnittet i steady state.

Netto driftsresultat	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	13 816 206	14 645 178	15 377 437	15 838 760	16 393 117
Netto driftsmargin	22 %	24 %	20 %	16 %	17 %
Netto driftsresultat	3 039 565	3 514 843	3 075 487	2 534 202	2 786 830

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	17 048 842	17 816 039	18 706 841	19 455 115	20 038 769	20 639 932	21 259 130
	22 %	21 %	20 %	18 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %
	3 750 745	3 741 368	3 741 368	3 501 921	3 306 397	3 405 589	3 507 756

Tabell 9-4: Netto Driftsresultat for SalMar i budsjettperioden 2021-2032

9.3.4 Netto finansiell gjeld

Størrelsen av netto finansiell gjeld i framtidsregnskapet avhenger av utviklingen i finansielle eiendeler -og gjeld, og beregnes ved hjelp av formelen nedenfor. Det vil videre fokuseres på framskrivingen av netto finansiell gjeldsdel, finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel.

$$\text{Netto finansiell gjeld} = nfgd_t * NDE_t = (fgd_t - fed_t) * NDE_t$$

Nfgd = Netto finansiell gjeldsdel	fgd = Netto finansiell gjeldsgrad/Netto driftseiendeler
NDE = Netto driftseiendeler	fed = Finansielle eiendeler/Netto driftseiendeler

9.3.5 Finansiell gjeldsdel

I løpet av analyseperioden har SalMar en tidsvektet finansiell gjeldsdel på 28,7%. I følge Knivsflå (2021n) var den gjennomsnittlige finansiell gjeldsdelen for noterte selskaper på Oslo Børs omtrent 50% fra 1999-2014. I nyere tid kan det argumenteres for at den finansielle gjeldsdelen er om lag 45% (Kinserdal, 2021n). Den tidsvektede finansielle gjeldsdelen for bransjen i analyseperioden har tilsvarende vært på 36,5%. I utgangspunktet kan en tidsvektet finansiell gjeldsdel på 28,7% for SalMar virke noe lavt dersom man sammenligner med gjennomsnittet for noterte selskaper på Oslo Børs. Til tross for dette operer SalMar i en syklisk bransje, der selskapene ofte sikrer seg mot nedgangsperioder med egenkapital som en buffer og påtar seg mindre gjeld for å redusere risiko. I analysen av likviditet under kapittel 6, så vi at SalMar i stor grad finansieres med egenkapital, til tross for at det avdekket en gearingfordel som isolert taler for en høyere finansiell gjeldsgrad. I tillegg forutsettes det at SalMar vil fortsette med betydelige investeringer i havmerder, prosesseringsanlegg og andre driftsrelaterte fokusområder, for å opprettholde deres lave kostnadsnivå og høye marginer fram i tid, som diskutert tidligere. Dette taler for at den finansielle gjeldsdelen vil øke noe i framtiden. Videre antar vi at SalMars gjeldsdel vil konvergere mot bransjesnittet, fremfor snittet på Oslo Børs.

På kort sikt vil være en betydelig økning i finansiell gjeld som følger av at det i april 2021 ble tatt opp et obligasjonslån på 3,5 mrd NOK med oppgjørsmåned 22.april 2021 og forfallsdato 22.januar 2027. Dette ville i seg selv, *ceteris paribus*, gi SalMar en finansiell eiendelsgrad på 46% med 2020-tall. Vi mener effekten vil gi betydelig økning i finansiell gjeldsdel i 2021, og vi estimerer at denne vil ligge rundt 45%. Vi antar at gjeldsdelen vil holdes på dette nivået fram til forfall av obligasjonslånene i 2027. Før den på lang sikt og i steady state vil konvergere mot bransjesnittet på omtrent 36,5%. Vi begrunner dette med at vi forventer en høy egenkapitalvekst hos SalMar, som vi gi en motvirkende effekt.

9.3.6 Finansiell eiendelsdel

I analyseperioden hadde SalMar en tidsvektet finansiell eiendelsdel på 2,6% mens bransjen tilsvarende hadde 6,9%. SalMars eiendelsdel har vært stabil i løpet av perioden. I likhet med undersøkelsen gjennomført av Knivsflå (2021n) ble det observert at gjennomsnittlig eiendelsdel for selskaper på Oslo Børs i perioden 1999-2014 var på 20%. Tar man utgangspunkt i dette virker dette vel høyt for ett oppdrettsselskap. Etersom SalMar kontinuerlig gjennomfører betydelige investeringer samt at selskaper i dag generelt har mindre finansielle eiendeler

sammenlignet med tidligere, mener vi ikke dette er representativt for oppdrettsselskaper på Oslo Børs. I tillegg ser vi at selskapene utbetaler utbytter og oppnår svært god lønnsomhet i løpet av analyseperioden, noe som gjør at selskapene gir uttrykk for at de ikke trenger likvide finansielle eiendeler i den grad selskaper gjorde tidligere. Basert på dette mener vi at et passende nivå for SalMars fremtidige finansielle eiendelsdel ligger mellom selskapets og bransjesnittets. Derfor mener vi at en finansiell eiendelsdel på 6,5% i steady state virker som et fornuftig anslag. Vi lar derfor den finansielle eiendelsdelen øke lineært frem til steady state.

Netto Finansiell Gjeld	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftseiendeler	17 068 701	17 744 689	17 918 656	18 924 295	19 108 026
Finansiell gjeldsdel	50,0 %	48,0 %	46,0 %	44,0 %	40,0 %
Finansiell gjeld	8 534 350	8 517 451	8 242 582	8 326 690	7 643 210
Netto driftseiendeler	17 068 701	17 744 689	17 918 656	18 924 295	19 108 026
Finansiell eiendelsdel	2,6 %	3,1 %	3,6 %	4,1 %	4,5 %
Finansielle eiendeler	441 890	546 142	639 099	767 485	868 354
Netto finansiell gjeld	8 092 461	7 971 309	7 603 483	7 559 205	6 774 857

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	18 488 785	18 847 790	18 492 171	17 274 800	17 793 045	18 326 836	18 876 641
	40,0 %	40,0 %	38,0 %	36,5 %	36,5 %	36,5 %	36,5 %
	7 395 514	7 539 116	7 027 025	6 305 302	6 494 461	6 689 295	6 889 974
	18 488 785	18 847 790	18 492 171	17 274 800	17 793 045	18 326 836	18 876 641
	5,0 %	5,5 %	6,01 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
	930 602	1 040 817	1 111 585	1 122 862	1 156 548	1 191 244	1 226 982
	6 464 912	6 498 299	5 915 440	5 182 440	5 337 913	5 498 051	5 662 992

Tabell 9-5: Utvikling i Netto Finansiell Gjeld i budsjettperioden, SalMar 2021-2032

9.3.7 Netto finanskostnad

For å beregne SalMars fremtidige netto finanskostnad multipliseres gjeldsrenten med finansiell gjeld. For å muliggjøre beregningen av netto finanskostnad vil SalMars finansielle gjeldsrente og eiendelsrentabilitet fremskrives. Netto finanskostnad beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Netto finanskostnad} = (NFK_t - NFI_t) = (fgr_t * FG_{t-1}) - (fer_t * FE_{t-1})$$

fgr = Finansiell gjeldsrente fgd = Finansiell eiendelsrente

I den strategiske lønnsomhetsanalysen avdekket vi at SalMars hadde en tidsvektet finansieringsulempe på 0,89% og en finansieringsfordel på 0,10%. Dette impliserer at SalMar i løpet av analyseperioden har hatt en gjeldsrente over kravet. Fra analysen mente vi at dette skyldes feil valg av kredittrisiko premien eller feilklassifisering av SalMars rentebærende gjeld under omgrupperingen i kapittel 5. I tillegg forutsatte vi at hypotesen om effisiente

finansmarkeder holder. I tillegg vil disse fordelene eller ulempene i fremtiden reduseres som resultat av at SalMar rapporterer postene som virkelig verdi under IFRS. Med utgangspunkt i diskusjonen den strategiske lønnsomhetsanalysen forutsetter vi at fremtidig eiendelsrentabilitet som utarbeidet i kapittel 10 er lik finansiell eiendelsrente. Vi forutsetter det tilsvarende for finansiell gjeldsrente.

Netto finanskostnad	2021	2022	2023	2024	2025
Finansiell gjeld IB	6 049 757	8 534 350	8 517 451	8 242 582	8 326 690
Finansiell gjeldsrente	1,0 %	1,0 %	1,4 %	1,7 %	1,9 %
Finanskostnad etter skatt	62 385	88 006	122 379	136 248	158 638
Finansiell einedeler IB	314 666	441 890	546 142	639 099	767 485
Finansiell eiendelrente	0,56 %	0,52 %	0,88 %	1,06 %	1,27 %
Finansinntekt etter skatt	1 762	2 277	4 813	6 762	9 750
Netto finanskostnad	60 623	85 729	117 566	129 485	148 888

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	7 643 210	7 395 514	7 539 116	7 027 025	6 305 302	6 494 461	6 689 295
	2,2 %	2,4 %	2,7 %	2,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
	164 892	178 200	200 674	204 766	186 006	191 587	197 334
	868 354	930 602	1 040 817	1 111 585	1 122 862	1 156 548	1 191 244
	1,49 %	1,70 %	1,91 %	2,12 %	2,11 %	2,11 %	2,11 %
	12 899	15 796	19 888	23 593	23 658	24 367	25 098
	151 993	162 404	180 786	181 172	162 349	167 219	172 236

Tabell 9-6: Utvikling i Netto Finanskostnader i budsjettperioden 2021-2032

9.3.8 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene blir i fremtidsregnskapet beregnet ved å multiplisere minoritetsdelen med netto driftseiendeler. Siden netto driftseiendeler ble prognostisert tidligere i kapittelet ved hjelp av omløpshastigheten, er det derfor utviklingen i minoritetsdelen det vil fokuseres på i det neste. Minoritetsinteresser i fremtidsregnskapet er gitt ved følgende formel:

$$\text{Minoritetsinteresser}_t = \text{Minoritetsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

SalMar har i løpet av analyseperioden en tidsvektet minoritetsdel på 3,9% mot bransjesnittet på 1,5%. Minoritetsdelen har gjennom analyseperioden vært varierende, med en økende trend i de seneste årene. Ifølge Knivsfå (2021n) vil majoriteten i selskapet på lang sikt, presse ut minoritetene forutsatt at det er forekommer superrentabilitet i datterselskapene. I tillegg forutsatte vi under prognostiseringen at den fremtidige driftsmarginen være høy, men at driftsmarginen vil bære preg av «mean reversion» og konvergere mot bransjesnittet på lang sikt

og i steady state. Med dette som utgangspunkt velger vi her å la minoritetsdelen konvergere lineært gjennom budsjettperioden mot bransjesnittet på 1,5% til slutt i steady state.

Minoritetsinteresser	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftseiendeler	17 068 701	17 744 689	17 918 656	18 924 295	19 108 026
Minoritetsdel	3,9 %	3,6 %	3,3 %	3,0 %	2,7 %
Minoritetsinteresser	659 824	632 810	585 348	561 521	509 744

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	18 488 785	18 847 790	18 492 171	17 274 800	17 793 045	18 326 836	18 876 641
	2,4 %	2,1 %	1,8 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %
	437 851	389 904	327 163	259 122	266 896	274 903	283 150

Tabell 9-7: Utvikling i Minoritetsinteresser i budsjettperioden, SalMar 2021-2032

9.3.9 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat estimeres i fremtidsregnskapet ved å multiplisere minoritetsrentabiliteten med den inngående balansen av minoritetsinteresser, gitt ved følgende formel:

$$\text{Netto minoritetsresultat} = \text{Minoritetsrentabilitet}_t * \text{Minoritetsinteresser}_{t-1}$$

Som nevnt under forrige avsnitt i diskusjonen om minoritetsinteresser, vil majoriteten ved superrentabilitet forsøke å presse minoritetsandelen ved superrentabilitet (Knivsflå, 2021n). Under den strategiske lønnsomhetsanalysen avdekket vi at SalMar hadde en ulempe på 0,45% knyttet til minoritetskrav. Det er dog verdt å merke seg at ulempen, for første gang i analyseperioden, snudde til en fordel i 2020. Dette impliserer at majoritetseierne i SalMar ikke har klart å presse ut minoritetsinteressene. Til tross for dette antar vi at det ikke foreligger noen minoritetskravfordel i fremtidsregnskapet og setter følgelig minoritetsrentabiliteten lik minoritetskravet gjennom hele fremtidsregnskapet. Begrunnelsen for dette at SalMar rapporterer etter IFRS og følgelig vil minoritetsinteressene balanseføres til virkelig verdi (Kinserdal, 2021f). Følgelig vil minoritetsrentabiliteten være tilnærmet lik minoritetskravet (Knivsflå, 2021n).

Minoritetsresultat	2021	2022	2023	2024	2025
Minoritetsinteresser IB	1 135 886	659 824	632 810	585 348	561 521
Minoritetsrentabilitet	6,70 %	7,19 %	7,45 %	7,52 %	7,65 %
Netto minoritetsresultat	76 080	47 471	47 131	44 047	42 953

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	509 744	437 851	389 904	327 163	259 122	266 896	274 903
	7,70 %	7,93 %	8,15 %	8,31 %	8,26 %	8,26 %	8,26 %
	39 263	34 710	31 787	27 173	21 412	22 054	22 716

Tabell 9-8: Utvikling i Netto Minoritetsresultat SalMar 2021-2032

9.4 Presentasjon av fremtidig resultatregnskap, balanse, og kontantstrøm

Basert på diskusjonene ovenfor og våre forutsetninger om SalMars fremtidige utvikling i løpet av budsjettperioden, kommer vi fram til et endelig fremtidig resultatregnskap, balanseoppstilling og kontantstrøm.

9.4.1 Fremtidig resultatregnskap

Det fremtidige resultatregnskapet presenteres i tabell 9-9 og er et resultat av framskrivningen av de diskuterte driverne ovenfor. Videre antas det at alle unormale poster er lik null, ettersom disse ikke har noen predikasjonsverdi (Knivsflå, 2021o). Netto betalt utbytte beregnes som et residual mellom årlig endring i egenkapital og fullstendig netto resultat. Et viktig moment å påpeke er at SalMars årlige endring egenkapital blir negativ halvveis i budsjettperioden, til tross for et betydelig positivt nettoresultat. En mulig årsak til dette kan være at netto utbetalt utbytte er for høyt i budsjettperioden.

Fremtidige Resultatregnskap	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Driftsinntekter	13 816 206	14 645 178	15 377 437	15 838 760	16 393 117	17 048 842	17 816 039	18 706 841	19 455 115	20 038 769	20 639 932	21 259 130
Netto driftsresultat	3 039 565	3 514 843	3 075 487	2 534 202	2 786 830	3 750 745	3 741 368	3 741 368	3 501 921	3 306 397	3 405 589	3 507 756
Netto finansinntekt	1 762	2 277	4 813	6 762	9 750	12 899	15 796	19 888	23 593	23 658	24 367	25 098
Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 041 327	3 517 120	3 080 300	2 540 964	2 796 580	3 763 644	3 757 165	3 761 256	3 525 514	3 330 055	3 429 956	3 532 855
Netto finanskostnad	62 385	88 006	122 379	136 248	158 638	164 892	178 200	200 674	204 766	186 006	191 587	197 334
Netto minoritetsresultat	76 080	47 471	47 131	44 047	42 953	39 263	34 710	31 787	27 173	21 412	22 054	22 716
Netto resultat til egenkapital	2 902 862	3 381 642	2 910 791	2 360 670	2 594 989	3 559 489	3 544 254	3 528 795	3 293 575	3 122 636	3 216 315	3 312 805
Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	2 902 862	3 381 642	2 910 791	2 360 670	2 594 989	3 559 489	3 544 254	3 528 795	3 293 575	3 122 636	3 216 315	3 312 805
Netto betalt utbytte	3 046 640	2 557 488	2 321 535	1 286 925	1 575 134	3 796 892	3 170 689	3 238 814	3 709 905	2 767 639	2 850 668	2 936 188
Endring i egenkapital	(143 778)	824 154	589 255	1 073 745	1 019 856	(237 403)	373 565	289 981	(416 330)	354 997	365 647	376 616

Tabell 9-9: Resultatregnskapet i budsjettperioden SalMar 2021-2032

9.4.2 Fremtidig balanseoppstilling

SalMars fremtidsbalanse fremkommer også som et direkte resultat av de forutsetningene som ligger til grunn for fremtidsregnskapet. Tabell 9-10 og 9-11 nedenfor viser vår prognose for henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskapital gjennom budsjettperioden. Et sentralt moment her er at egenkapitalen beregnes som et residual. For å gjøre dette trekkes postene for minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld fra selskapets sysselsatte kapital, i tråd med Knivsflås teknikk for framskrivning av egenkapitalen (Knivsflå, 2021n). Vekstraten for SalMars egenkapital i steady state er lik 3%, i tråd med diskusjonen vår under avsnitt 9.3.1.

Sysselsatt kapital - Prognose	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftseiendeler	17 068 701	17 744 689	17 918 656	18 924 295	19 108 026	18 488 785	18 847 790	18 492 171	17 274 800	17 793 045	18 326 836	18 876 641
Fiansielle eiendeler	441 890	546 142	639 099	767 485	868 354	930 602	1 040 817	1 111 585	1 122 862	1 156 548	1 191 244	1 226 982
Sysselsatte eiendeler	17 510 590	18 290 831	18 557 755	19 691 780	19 976 380	19 419 387	19 888 607	19 603 756	18 397 663	18 949 592	19 518 080	20 103 623
Egenkapital	8 316 416	9 140 570	9 729 825	10 803 570	11 823 425	11 586 022	11 959 587	12 249 568	11 833 238	12 188 235	12 553 883	12 930 499
Minoritetsinteresser	659 824	632 810	585 348	561 521	509 744	437 851	389 904	327 163	259 122	266 896	274 903	283 150
Finansiell gjeld	8 534 350	8 517 451	8 242 582	8 326 690	7 643 210	7 395 514	7 539 116	7 027 025	6 305 302	6 494 461	6 689 295	6 889 974
Sysselsatt kapital	17 510 590	18 290 831	18 557 755	19 691 780	19 976 380	19 419 387	19 888 607	19 603 756	18 397 663	18 949 592	19 518 080	20 103 623

Tabell 9-10: Sysselsatt kapital i budsjettperioden SalMar 2021-2032

Netto driftskapital - Prognose	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftseiendeler	17 068 701	17 744 689	17 918 656	18 924 295	19 108 026	18 488 785	18 847 790	18 492 171	17 274 800	17 793 045	18 326 836	18 876 641
Egenkapital	8 316 416	9 140 570	9 729 825	10 803 570	11 823 425	11 586 022	11 959 587	12 249 568	11 833 238	12 188 235	12 553 883	12 930 499
Minoritetsinteresser	659 824	632 810	585 348	561 521	509 744	437 851	389 904	327 163	259 122	266 896	274 903	283 150
Netto finansiell gjeld	8 092 461	7 971 309	7 603 483	7 559 205	6 774 857	6 464 912	6 498 299	5 915 440	5 182 440	5 337 913	5 498 051	5 662 992
Netto driftskapital	17 068 701	17 744 689	17 918 656	18 924 295	19 108 026	18 488 785	18 847 790	18 492 171	17 274 800	17 793 045	18 326 836	18 876 641

Tabell 9-11: Netto Driftskapital i budsjettperioden SalMar 2021-2032

9.4.3 Fremtidig kontantstrømoppstilling

Avslutningsvis har vi utarbeidet SalMars fremtidige kontantstrømoppstilling, som et indirekte resultat av det fremtidige resultatregnskapet og balanseoppstillingen. Kontantstrømoppstillingen i tabell 9-12 viser fri kontantstrøm fra drift, fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til egenkapitalen i løpet av budsjettperioden.

Fremtidig Kontantstrøm	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftsresultat	3 039 565	3 514 843	3 075 487	2 534 202	2 786 830	3 750 745	3 741 368	3 741 368	3 501 921	3 306 397	3 405 589	3 507 756
Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Økning netto driftseiendeler	1 737 529	675 988	173 968	1 005 639	183 731	(619 242)	359 006	(355 619)	(1 217 371)	518 244	533 791	549 805
Fri kontantstrøm fra drift	1 302 036	2 838 855	2 901 520	1 528 563	2 603 099	4 369 987	3 382 363	4 096 987	4 719 292	2 788 153	2 871 797	2 957 951
Netto finansinntekt	1 762	2 277	4 813	6 762	9 750	12 899	15 796	19 888	23 593	23 658	24 367	25 098
Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Økning finansielle eiendeler	127 224	104 252	92 957	128 387	100 868	62 249	110 215	70 768	11 277	33 686	34 696	35 737
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	1 176 574	2 736 879	2 813 376	1 406 939	2 511 980	4 320 637	3 287 944	4 046 107	4 731 608	2 778 125	2 861 468	2 947 312
Netto finanskostnad	62 385	88 006	122 379	136 248	158 638	164 892	178 200	200 674	204 766	186 006	191 587	197 334
Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Økning finansiell gjeld	2 484 593	(16 900)	(274 869)	84 108	(683 479)	(247 697)	143 602	(512 091)	(721 723)	189 159	194 834	200 679
Netto minoritetsresultat	76 080	47 471	47 131	44 047	42 953	39 263	34 710	31 787	27 173	21 412	22 054	22 716
Økning Minoritetsinteresser	(476 062)	(27 014)	(47 462)	(23 827)	(51 777)	(71 893)	(47 947)	(62 741)	(68 041)	7 774	8 007	8 247
Fri kontantstrøm til egenkapital	3 046 640	2 557 488	2 321 535	1 286 925	1 575 134	3 796 892	3 170 689	3 238 814	3 709 905	2 767 639	2 850 668	2 936 188

Tabell 9-12: Kontantstrømoppstilling i budsjettperioden SalMar 2021-2032

10 Fremtidskrav

Vi vil i dette kapitlet gjennomgå våre beregninger av fremtidskravene til SalMar. Avkastningskravene som blir presentert i dette kapitlet er basert på fremtidsregnskapet i det foregående kapitlet. Videre er metoden som benyttes den samme som vi brukte i kapittel 7 for å beregne avkastningskravene. Kravene som her presenteres er essensielle for den videre verdsettelsen som gjøres i det neste kapitlet, siden de benyttes som diskonteringsrente for å verdsette fremtidige kontantstrømmer. Teorien bak disse kravene ble gjennomgått i kapittel 7, og vi velger derfor ikke gjennomgå dette ytterligere her. For å beregne fremtidskravene benytter vi balanseførte verdier for vekting. Knivsflå (2021o) argumenterer derimot for at vektene skal være estimerte verdivekter, men siden disse foreløpig ikke er kjente, brukes balanseførte verdier. Disse vektene vil senere oppdateres i kapittel 11 der det vil gjennomføres en konvergeringsprosedyre for å konvergere vektene slik at de reflekterer virkelig verdi.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

For å regne ut fremtidige egenkapitalkrav vil vi i likhet med kapittel 7 benytte oss av CAPM-metoden. Det vil i dette avsnittet bli estimert fremtidig risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og eventuelle illikviditetspremier for å estimere egenkapitalkravene.

10.1.1 Risikofri rente

Siden oppdrettsbransjen er en relativt kapitalintensiv bransje, har dermed fremtidig rente en vesentlig påvirkning på lønnsomheten i fremtiden. Vi har tidligere diskutert dagens lave rentenivå, hvor vi har en styringsrente på 0%. Denne historisk lave renten kan i hovedsak skyldes Koronapandemien, som ifølge Norges Bank (2021) har ført til et kraftig tilbakeslag i den norske økonomien. Det er derimot forventninger om at den økonomiske aktiviteten vil ta seg opp, og at styringsrenten dermed kan økes gradvis fra andre halvår i 2021. Til sammenligning er 3 måneders NIBOR-renten per 7. april på 0,36%, også et veldig lavt nivå. Det er ventet at NIBOR vil følge samme utvikling som styringsrenten og dermed stige utover andre halvdel av 2021. I Norge Banks siste pengepolitiske rapport var det forventninger om at NIBOR ville være på 1,2% mot slutten av 2023. For de tre nest årene bruker vi årlige gjennomsnitt av Norge Bank sitt anslag, mens utover 2023 antar vi en gradvis lineær økning av NIBOR. Knivsflå (2021, 15) argumenterer for at risikofri rente er tilbakevennende mot gjennomsnittet,

slik at dagens lave rente vil reversere mot en normalrente i «steady state», som i dette tilfellet blir i 2030.

I følge PwC (2020) sin rapport om risikopremien i det norske markedet er det mest benyttede estimatet for risikofri rente 10-årige statsobligasjoner. Renten på 10-årige statsobligasjoner er per 7.april på 1,45% (Norges Bank 2021b). Vi mener at det er hensiktsmessig å vekte den historiske utviklingen til NIBOR og 10-årig statsobligasjoner for å estimere normalrenten. Vektingen fordeler seg med $\frac{3}{4}$ på det historiske gjennomsnittet på NIBOR og $\frac{1}{4}$ på 10 årige statsobligasjoner. Med en normal 3 måneders NIBOR på 2,9% (Knivsflå, 2021o), får vi et anslag for normalrenten på 2,53%. For å ikke bli for påvirket av dagens lave rentenivå gjør vi en skjønsmessig vurdering hvor vi justerer til 3,0%. Noe som også er det mest brukte estimatet for normalisert risikofri rente (PwC, 2020).

I vår verdsettelse anvendes fri kontantstrøm etter egenkapital, som er etter selskapskatt. Vi må her derfor bruke risikofri rente etter skatt. Selskapskatten har siden 2019 vært på 22%, og vi tar forutsetninger om at denne vil holde seg stabil fremover. Beregningen av risikofri rente etter skatt er vist i tabell 10-1. Som i kapittel 7 trekker vi fra en kredittrisikopremie på 0,5%.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Gjennomsnittlig bankrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
NIBOR-rente, 3 mnd	0,0054	0,0054	0,0106	0,0134	0,0166	0,0198	0,0231	0,0263	0,0295	0,0300	0,0300	0,0300
- Kredittrisikopremie, kort	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050
= Risikofri rente før skatt	0,0004	0,0004	0,0056	0,0084	0,0116	0,0148	0,0181	0,0213	0,0245	0,0250	0,0250	0,0250
- Skatt 22%	0,0001	0,0001	0,0012	0,0018	0,0026	0,0033	0,0040	0,0047	0,0054	0,0055	0,0055	0,0055
= Risikofri rente etter skatt	0,0003	0,0003	0,0044	0,0065	0,0091	0,0116	0,0141	0,0166	0,0191	0,0195	0,0195	0,0195

Tabell 10-1: Fremtidig risikofri rente etter skatt, 2021-2032

10.1.2 Markedets risikopremie

Uansett hvilken metode man bruker for å estimere risikopremien vil det være mye skjønn innblandet. Kaldestad og Møller (2016) argumenterer for at den ligger i intervallet 4%- 5%, ettersom den i perioder med optimisme ligger rundt 3%, og rundt 7% i perioder med pessimisme. Knivsflå (2021o) har estimert at markedsrisikopremien for 2020 var 5,2% etter skatt, og mener at dette er det beste estimat for fremtidig markedsrisikopremie. Videre har PwC (2020) gjennom sin undersøkelse funnet at nivået i det norske markedet for 2020 lå på 5,0%. Ettersom det ble anslått en markedsrisikopremie for analyseperioden på 4,8% etter skatt, velger vi å bruke anslaget fra PwC på 5% da dette ligger mellom anslagene til Knivsflå for 2020 og analyseperioden.

10.1.3 Egenkapitalbeta

Som vi tidligere har nevnt sier *Miller og Modigliani's Proposition 1* at verdien på et selskap er uavhengig av selskapets finansiering. Ved å bruke denne argumentasjonen setter vi fremtidig netto driftsbeta lik den historiske på 0,538, og holder denne konstant over hele analyseperioden. Vi kan dermed finne egenkapitalbetaen residualt etter at vi har funnet netto finansiell gjeldsbeta, som blir vist i delkapittel 10.3. Fremtidig egenkapitalbeta kan leses av tabell 10-2.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalbeta	0,733	0,833	0,802	0,774	0,749	0,709	0,704	0,698	0,678	0,663	0,663	0,663
* EK_{IB} / NDK_{IB}	0,552	0,487	0,515	0,543	0,571	0,619	0,627	0,635	0,662	0,685	0,685	0,685
+ Minoritetsbeta	0,733	0,833	0,802	0,774	0,749	0,709	0,704	0,698	0,678	0,663	0,663	0,663
* MIN_{IB} / NDK_{IB}	0,074	0,039	0,036	0,033	0,030	0,027	0,024	0,021	0,018	0,015	0,015	0,015
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,211	0,211	0,214	0,217	0,221	0,227	0,230	0,234	0,240	0,247	0,247	0,247
* NFG_{IB} / NDK_{IB}	0,374	0,474	0,449	0,424	0,399	0,355	0,350	0,345	0,320	0,300	0,300	0,300
= Netto driftsbeta	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538	0,538

Tabell 10-2: Fremtidig egenkapitalbeta

10.1.4 Illikviditetspremie

For illikviditetspremie benytter vi samme vurdering som for analyseperioden i avsnitt 7.2.4. Dette fordi vi forventer at majoritetseieren Kverva AS fortsetter å ha en sterk posisjon i SalMar. Vi setter derfor illikviditetspremie lik 1% for egenkapitalen, og ytterligere 2% for minoritet.

10.1.5 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

De fremtidige egenkapital- og minoritetskravene er presentert under i henholdsvis tabell 10-3 og 10-4. Prognosen tilsier en gjennomgående økning i kravene, noe som i hovedsak kommer av økning i risikofri rente. Kravene for egenkapital og minoritet for «steady state» blir estimert til 6,26% og 8,26%.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Risikofri rente etter skatt	0,0003	0,0003	0,0044	0,0065	0,0091	0,0116	0,0141	0,0166	0,0191	0,0195	0,0195	0,0195
+ Årlig egnekapitalbeta	0,7333	0,8327	0,8022	0,7744	0,7488	0,7090	0,7036	0,6982	0,6784	0,6627	0,6627	0,6627
* mrp etter skatt	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500
= Egenkapitalkrav (CAPM)	0,0370	0,0419	0,0445	0,0452	0,0465	0,0470	0,0493	0,0515	0,0531	0,0526	0,0526	0,0526
+ Illikviditetspremie	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,0470	0,0519	0,0545	0,0552	0,0565	0,0570	0,0593	0,0615	0,0631	0,0626	0,0626	0,0626

Tabell 10-3: Fremtidige egenkapitalkrav for SalMar

Egenkapitalkrav	0,0470	0,0519	0,0545	0,0552	0,0565	0,0570	0,0593	0,0615	0,0631	0,0626	0,0626	0,0626
+ Ekstra illikviditetspremie	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
= Minoritetskrav	0,0670	0,0719	0,0745	0,0752	0,0765	0,0770	0,0793	0,0815	0,0831	0,0826	0,0826	0,0826

Tabell 10-4: Fremtidige minoritetskrav for SalMar

10.2 Finansielle krav

Neste steg i beregningen av fremtidige netto driftskrav er å beregne de finansielle kravene for finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld. For å beregne disse kravene er trenger vi den syntetiske ratingen for selskapet gjennom analyseperioden. Vi vil derfor starte med å beregne denne. Avslutningsvis presenteres tilhørende betaer.

10.2.1 Fremtidig syntetisk rating

For å beregne fremtidig syntetisk rating benyttes samme metode som vi brukte for historisk rating i kapittel 6. Her vil forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet danne grunnlaget. Ettersom vi i fremtidsregnskapet mangler de nødvendige spesifikasjonene for å kunne beregne likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad, antar vi at disse vil bevege seg lineært mot det historiske gjennomsnittet for bransjen. Rentedekningsgraden er dessuten reversert til tidsvektet snitt i det første året og deretter lagga ett år, siden denne er endogen (Knivsflå, 2021o). Videre beregnes egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet ut i fra tallene som ble presentert i kapittel 9.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Likviditetsgrad 1												
SalMar	1,78	1,91	2,05	2,18	2,31	2,45	2,58	2,71	2,85	2,98	2,98	2,98
Rating	BBB	BBB	BBB	A-	A-	A-	A-	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad												
SalMar	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56	13,56
Rating	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Egenkapitalprosent												
SalMar	0,407	0,357	0,376	0,394	0,413	0,445	0,449	0,452	0,470	0,484	0,484	0,484
Rating	BBB	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet												
SalMar	0,198	0,206	0,173	0,141	0,147	0,196	0,202	0,199	0,189	0,191	0,191	0,191
Rating	AA-	AA	AA-	A	A	AA	AA	AA	AA-	A+	A+	A+
Gjennomsnittlig	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Lang Kredittsikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010

Tabell 10-5: Utvikling i fremtidig syntetisk rating

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

De fremtidige finansielle gjeldskravene bestemmes på samme måte som de historiske. Den risikofrie renten fant vi i avsnitt 10.1.1, mens den lange kredittrisikopremien kommer av Knivsflås (2021o) estimater. Ut ifra tabell 10-6 kan vi se at det finansielle gjeldskravet får en relativt stor økning mot steady state.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
risikofri rente etter skatt	0,0003	0,0003	0,0044	0,0065	0,0091	0,0116	0,0141	0,0166	0,0191	0,0195	0,0195	0,0195
+ Kredittrisikopremie (krp)	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
= Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,0103	0,0103	0,0144	0,0165	0,0191	0,0216	0,0241	0,0266	0,0291	0,0295	0,0295	0,0295

Tabell 10-6: Utvikling i fremtidig finansielt gjeldskrav

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

For å beregne finansielt eiendelskrav benyttes samme metode som i avsnitt 7.3.2. Siden framtidsregnskapet er mindre detaljert enn det historiske har vi ikke her de underliggende postene til finansielle eiendeler. For å kunne vekte kravene velger vi å benytte en lineær tilpasning mot det historiske bransjegjennomsnittet frem til steady state i 2030.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Kontantkrav	0,0003	0,0003	0,0044	0,0065	0,0091	0,0116	0,0141	0,0166	0,0191	0,0195	0,0195	0,0195
* Kontantvekt	0,7363	0,7607	0,7818	0,8039	0,8250	0,8461	0,8671	0,8892	0,9103	0,9471	0,9471	0,9471
+ Fordringskrav	0,0203	0,0203	0,0244	0,0265	0,0291	0,0316	0,0341	0,0366	0,0391	0,0395	0,0395	0,0395
* Fordringsvekt	0,2635	0,2382	0,2154	0,1927	0,1699	0,1481	0,1254	0,1026	0,0798	0,0358	0,0358	0,0358
+ Investeringskrav	0,0503	0,0503	0,0544	0,0565	0,0591	0,0616	0,0641	0,0666	0,0691	0,0695	0,0695	0,0695
* Investeringsvekt	0,0004	0,0015	0,0027	0,0039	0,0051	0,0063	0,0074	0,0086	0,0098	0,0170	0,0170	0,0170
= Finansielt eiendelskrav	0,0056	0,0052	0,0088	0,0106	0,0127	0,0149	0,0170	0,0191	0,0212	0,0211	0,0211	0,0211

Tabell 10-7: Utvikling i fremtidig finansielt eiendelskrav

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Nå som vi har funnet både finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav for fremtiden, kan vi også regne ut fremtidig netto finansielt gjeldskrav. Denne blir beregnet som forskjellen mellom det vektete finansielle gjeldskravet og vektet finansielt eiendelskrav. Utviklingen er oppsummert i tabell 10-8 og viser en betydelig økning i kravet fra 1,1% i 2021 til 3,1% i steady state. Denne betydelige økningen kan forklares av økningen i netto finansielt gjeldskrav, samt en noe høyere andel av finansiell gjeld.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansielt gjeldskrav	0,010	0,010	0,014	0,017	0,019	0,022	0,024	0,027	0,029	0,030	0,030	0,030
* FG _{IB} /NFG _{IB}	1,055	1,055	1,069	1,084	1,102	1,128	1,144	1,160	1,188	1,217	1,217	1,217
- Finansiell eiendelskrav	0,006	0,005	0,009	0,011	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021	0,021
* FE _{IB} /NFG _{IB}	0,055	0,055	0,069	0,084	0,102	0,128	0,144	0,160	0,188	0,217	0,217	0,217
= Netto finansielt gjeldskrav	0,011	0,011	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,031	0,031	0,031	0,031

Tabell 10-8: Utvikling i fremtidig netto finansielt gjeldskrav

10.3 Beta til netto finansiell gjeld

I dette delkapittelet presenterer vi estimerte betaverdier for finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta, og til slutt netto finansiell gjeldsbeta. Fremgangsmåten for å estimere disse er lik som i kapittel 7. Tabell 10-11 viser netto finansiell gjeldsbeta, som vi brukte for å estimere egenkapitalbetaen i avsnitt 10.1.3.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Lang krp	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ mrp etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjeldsbeta	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Tabell 10-9: Fremtidig finansiell gjeldsbeta

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,736	0,761	0,782	0,804	0,825	0,846	0,867	0,889	0,910	0,947	0,947	0,947
+ Fordringsbeta	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011
* Fordringsvekt	0,264	0,238	0,215	0,193	0,170	0,148	0,125	0,103	0,080	0,036	0,036	0,036
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,000	0,002	0,003	0,004	0,005	0,006	0,007	0,009	0,010	0,017	0,017	0,017
= Finansiell eiendelsbeta	0,003	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,011	0,017	0,017	0,017

Tabell 10-10: fremtidig finansiell eiendelsbeta

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansiell gjeldsbeta	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
* FG _{IB} /NFG _{IB}	1,055	1,055	1,069	1,084	1,102	1,128	1,144	1,160	1,188	1,217	1,217	1,217
- Finansiell eiendelsbeta	0,003	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,011	0,017	0,017	0,017
* FE _{IB} /NFG _{IB}	0,055	0,055	0,069	0,084	0,102	0,128	0,144	0,160	0,188	0,217	0,217	0,217
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,211	0,211	0,214	0,217	0,221	0,227	0,230	0,234	0,240	0,247	0,247	0,247

Tabell 10-11: Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta

10.4 Fremtidig netto driftskrav

For å estimere fremtidige krav til netto driftskapital benyttes samme metode som i delkapittel 7.5. Eneste forskjellen i beregningene er at her bruker vi inngående balanseverdier for å beregne de ulike vektene. Dette fordi vi forutsetter at den fremtidige kontantstrømmen realiseres i slutten av hvert år, noe som betyr at diskonteringen av kontantstrømmene kan skje på slutten av året. I tabell 10-12 kan vi se at netto driftskrav øker jevnt fra 3,5% i 2021 til 5,4% i steady state. I tillegg har vi her beregnet fremtidig sysselsatt kapitalkrav som vi kommer til å bruke i den sysselsatte kapitalmetoden i neste kapittel.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalkrav	0,047	0,052	0,054	0,055	0,056	0,057	0,059	0,062	0,063	0,063	0,063	0,063
* EK _{IB} / NDK _{IB}	0,552	0,487	0,515	0,543	0,571	0,619	0,627	0,635	0,662	0,685	0,685	0,685
+ Minoritetskrav	0,067	0,072	0,074	0,075	0,076	0,077	0,079	0,082	0,083	0,083	0,083	0,083
* MIN _{IB} / NDK _{IB}	0,074	0,039	0,036	0,033	0,030	0,027	0,024	0,021	0,018	0,015	0,015	0,015
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,011	0,011	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,031	0,031	0,031	0,031
* NFG _{IB} / NDK _{IB}	0,374	0,474	0,449	0,424	0,399	0,355	0,350	0,345	0,320	0,300	0,300	0,300
= Netto driftskrav	0,035	0,033	0,037	0,040	0,042	0,045	0,048	0,050	0,053	0,054	0,054	0,054

Tabell 10-12: Fremtidig netto driftskrav for SalMar

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalkrav	0,047	0,052	0,054	0,055	0,056	0,057	0,059	0,062	0,063	0,063	0,063	0,063
* EK _{IB} / SSK _{IB}	0,541	0,475	0,500	0,524	0,549	0,592	0,597	0,601	0,625	0,643	0,643	0,643
+ Minoritetskrav	0,067	0,072	0,074	0,075	0,076	0,077	0,079	0,082	0,083	0,083	0,083	0,083
* MIN _{IB} / SSK _{IB}	0,073	0,038	0,035	0,032	0,029	0,026	0,023	0,020	0,017	0,014	0,014	0,014
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,011	0,011	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,031	0,031	0,031	0,031
* FG _{IB} / SSK _{IB}	0,387	0,487	0,466	0,444	0,423	0,383	0,381	0,379	0,358	0,343	0,343	0,343
= Sysselsatt kapitalkrav	0,034	0,033	0,037	0,039	0,042	0,044	0,047	0,049	0,052	0,052	0,052	0,052

Tabell 10-13: fremtidig sysselsatt kapitalkrav for SalMar

10.5 Fremtidig strategisk fordel

Som avslutning på dette kapittelet vil vi på bakgrunn av fremtidsregnskapet som ble utarbeidet i kapittel 9 og fremtidskravene vi kom frem til i dette kapittelet predikere den fremtidige strategiske fordel til SalMar. Videre har vi antatt at det ikke vil foreligge hverken en finansieringsfordel eller minoritetsulempe, og dermed vil det være driftsfordelen som er kilden til den fremtidige strategiske fordelen. Beregningene for budsjettperioden er vist i tabell 10-13, og viser en strategisk fordel på 19,8% i steady state. Ut i fra tabellen kan vi se at driftsfordelen følger utviklingen til de predikerte budsjettdriverne i kapittel 9. I kapittel 4 avdekket vi at SalMar innehar strategiske fordeler, og videre kvantifiserte vi disse fordelene til å være på 33,74% i kapittel 8. Dette indikerer en forventning om en reduksjon frem mot steady state. En

driftsfordel på 19,8% i steady state kan derimot virke noe høyt, men ut i fra vår argumentasjon knyttet til spesielt fremtidig driftsmargin- og driftsinntekstvekst i kapittel 9, velger vi å beholde våre antagelser. Herunder mener vi at bransjens nyvinninger innen teknologi og SalMars konkurransefordeler knyttet til kostnadseffektivitet fortsatt vil kunne skape strategiske fordeler.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftsrentabilitet	0,198	0,206	0,173	0,141	0,147	0,196	0,202	0,199	0,189	0,191	0,191	0,191
- Driftskrav	0,035	0,033	0,037	0,040	0,042	0,045	0,048	0,050	0,053	0,054	0,054	0,054
= Strategisk fordel drift	0,163	0,173	0,136	0,102	0,105	0,151	0,155	0,148	0,136	0,138	0,138	0,138
+ Gearingfordel drift	0,111	0,168	0,119	0,080	0,073	0,087	0,086	0,081	0,066	0,060	0,060	0,060
= Driftsfordel	0,274	0,341	0,255	0,181	0,178	0,238	0,241	0,229	0,202	0,198	0,198	0,198

Tabell 10-13: Fremtidig strategisk fordel for SalMar

11 Fundamental Verdsettelse

Formålet med dette kapitlet er å beregne et verdiestimat for egenkapitalverdien til SalMar og en pris per aksje basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet -og kravene. Hittil i utredningen har det vært fokusert på selskapets historiske utvikling og de underliggende økonomiske forholdene ved hjelp av kvalitative -og kvantitative analyser. Videre vil det første verdiestimatet suppleres med et verdiestimat fra en komparativ verdsettelse som vil gjennomføres i kapittel 12.

Under kapittel 3 ble det diskutert ulike verdsettelsesmetoder for egenkapitalen, hvor vi valgte å primært fokusere på en fundamental verdsettelse, der vi benytter oss av egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Deretter ble det valgt å benytte komparativ verdsettelse som en sekundærmetode for å underbygge verdiestimatet vårt fra den fundamentale verdsettelsen i tråd med Knivsflås (2021p) metode. De ulike metodene som benyttes vil gi ulike estimater for SalMars egenkapitalverdi og følgelig vil det gjennomføres en prosess der de ulike verdiestimatene for selskapets egenkapitalverdi konvergeres. Dette gjøres ved å sekvensielt endre vektene som benyttes i beregningen av avkastningskravet under kapittel 10, fra bokførte vekter til vekter basert på virkelig verdi. Etter endt prosess vil dette resultere i et endelig verdiestimat for egenkapitalen, på tvers av de ulike modellene. Videre vil usikkerheten i verdiestimatet belyses ved hjelp av simulering i Crystal Ball, sensitivitetsanalyser og ett fradrag for sannsynligheten for konkurs.

11.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden kan det benyttes fire ulike modeller for å beregne et verdiesimat av et selskap. Modellene estimerer en verdi av et selskaps egenkapital basert på en direkte verdsettelse av egenkapitalen og vil, ved konsistent bruk, gi samme verdiesimat uansett modell. Felles for modellene er at verdien av egenkapitalen utledes som et resultat av nåverdiene av kontantstrømmene fra operasjonell drift til egenkapitalen.

11.1.1 Utbyttmodellen

I utbyttmodellen beregnes verdien av et selskaps egenkapital basert på nåverdien av forventet fremtidig utbytte inkludert nåverdien fra horisontverdien med konstant vekstrate på 3%. Videre diskonteres verdien med fremtidskravene for egenkapitalen.

Verdien av Egenkapitalen₀

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

NBU = Netto Betalt Utbytte ekk = Egenkapitalkrav

T = Horisont = 2030 ekv = Vekst i Egenkapital

11.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Modellen for fri kontantstrøm benytter nåverdien av forventet fri kontantstrøm inkludert nåverdien av horisontverdien med konstant vekstrate, for å estimere verdien av egenkapitalen i dag. Siden fri kontantstrøm til egenkapital tilsvarer netto betalt utbytte, vil dette implisere at modellen er identisk med utbyttmodellen og følgelig vil omtale disse modellene som en og samme modell.

Verdien av Egenkapitalen₀

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

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapitalen ekk = Egenkapitalkrav

T = Horisont = 2030 ekv = Vekst i Egenkapital

11.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen estimerer verdien av egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i selskapets balanseførte egenkapital pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital, inkludert verdien av horisontverdien med konstant vekstrate på 3%. Superprofitten beregnes som differansen mellom selskapets egenkapitalrentabilitet -og kravet, multiplisert med bokført egenkapital.

$$\text{Verdien av Egenkapitalen}_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

SPE = Superprofitt til egenkapitalen ekk = Egenkapitalkrav

T = Horisont = 2030 ekv = Vekst i Egenkapital

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Modellen for superprofittvekst estimerer verdien av et selskaps egenkapital ved å kapitalisere verdien av nettoresultat til egenkapitalen i år 1, pluss nåverdien av den fremtidige veksten til superprofitt inkludert verdien av horisontverdien med konstant vekstrate på 3%. En sentral forutsetning i modellen er at det må være vekst og superprofitt for at modellen tilfører egenkapitalen verdi.

$$\text{Verdi } EK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left(\sum_{t=1}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekv - ekv)} \right)$$

Δ SPE = Superprofittvekst til egenkapitalen ekk = Egenkapitalkrav

T = Horisont = 2030 ekv = Vekst i Egenkapital

11.2 Selskapskapitalmetoden

For å beregne selskapets egenkapitalverdi ved hjelp selskapsmetoden benyttes det her også modellen for fri kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst. Ved selskapsmetoden estimeres ikke egenkapitalen direkte som ved egenkapitalmetoden. I selskapsmetoden estimeres egenkapitalen ved å beregne selskapets totale verdi, for så trekke fra verdien av selskapets gjeld og minoritetsinteresser. Vekstratene som benyttes er identiske som under egenkapitalmetoden.

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Modellen for Sysselsatt kapital estimerer verdien av selskapets egenkapital ved å finne verdien av selskapets sysselsatte kapital for deretter å trekke fra verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Diskonteringskravet som benyttes er kravet for sysselsatt kapital.

$$\text{Verdien av Egenkapitalen (VEK)} = \text{VSSK} - \text{VFG} - \text{VMI}$$

<p>VEK = Verdien av Egenkapitalen VFG = Verdien av finansiell gjeld VSSK = Verdien av Sysselsatt kapital VMI = Verdien av minoritetsinteresser</p>

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Modellen for Netto Driftskapital estimerer verdien av selskapets egenkapital ved å beregne verdien av netto driftskapital for så å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Diskonteringskravet som benyttes er kravet for netto driftskapital.

$$\text{Verdien av Egenkapitalen (VEK)} = \text{VNDK} - \text{VNFG} - \text{VMI}$$

<p>VEK = Verdien av Egenkapitalen VFG = Verdien av finansiell gjeld VNDK = Verdien av Netto driftskapital VMI = Verdien av minoritetsinteresser</p>
--

11.3 Første verdierestimat

For å estimere det første verdierestimatet på SalMar egenkapital benytter vi de ovennevnte metodene med utgangspunkt i budsjetterte vekter som ligger til grunn for diskonteringskravene fra forrige kapittel. Til tross for dette, skal alle modellene gi oss identiske verdierestimer, selv estimatene vil variere på tvers av de tre metodene. For å beregne hvilken pris per aksje de estimerte verdiene av egenkapitalen tilsvarer, deles estimatet på antall utestående aksjer. Fra SalMars årsrapport for 2020 fremkommer det at selskapet har 133 067 261 utestående aksjer per 31.12.2020. Med utgangspunkt i dette beregnes en endelig pris per aksje basert på vårt samlede estimat for egenkapitalen dividert med antall utestående aksjer. I de påfølgende delkapitlene presenteres resultatene fra vår fundamentale verdsettelse av egenkapitalen til SalMar.

11.3.1 Verdsettelse – Egenkapitalmetoden

Fri kontantstrøm til egenkapital	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Fri kontantstrøm til egenkapital	3 046 640	2 557 488	2 321 535	1 286 925	1 575 134	3 796 892	3 170 689	3 238 814	3 709 905	2 767 639	2 850 668	2 936 188
Egenkapitalkrav	0,0470	0,0519	0,0545	0,0552	0,0565	0,0570	0,0593	0,0615	0,0631	0,0626	0,0626	0,0626
1+ Egenkapitalkrav	1,047	1,052	1,054	1,055	1,056	1,057	1,059	1,062	1,063	1,063	1,063	1,063
Diskonteringsfaktor	1,047	1,101	1,161	1,226	1,295	1,369	1,450	1,539	1,636	1,738	1,847	1,963
Nåverdi	2 909 935	2 322 109	1 998 970	1 050 097	1 216 541	2 774 292	2 187 103	2 104 605	2 267 727	1 592 040	1 543 149	1 495 759
Nåverdi 2021-2031	21 966 567											
Horisontvekst	3,0 %											
Nåverdi horisont	48 706 216											
Verdi av egenkapital 1 000	70 672 783											
Antall aksjer utenstående 1 000	113 067											
Verdi per aksje	625,051											

Tabell 11-1: Fri kontantstrøm til egenkapital - Egenkapitalmetoden

Superprofitt til egenkapital	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nettoreultat til egenkapital		2 902 862	3 381 642	2 910 791	2 360 670	2 594 989	3 559 489	3 544 254	3 528 795	3 293 575	3 122 636	3 216 315	3 312 805
Egenkapital	8 460 194	8 316 416	9 140 570	9 729 825	10 803 570	11 823 425	11 586 022	11 959 587	12 249 568	11 833 238	12 188 235	12 553 883	12 930 499
Krav til avkastning på egenkapital		397 451	432 000	497 967	537 560	610 331	674 234	686 753	735 832	772 427	741 154	763 389	786 291
Superprofitt til egenkapital		2 505 411	2 949 642	2 412 824	1 823 110	1 984 658	2 885 254	2 857 502	2 792 962	2 521 148	2 381 482	2 452 926	2 526 514
1+ Egenkapitalkrav		1,05	1,05	1,05	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Diskonteringsfaktor		1,05	1,10	1,16	1,23	1,29	1,37	1,45	1,54	1,64	1,74	1,85	1,96
Nåverdi		2 392 991	2 678 170	2 077 574	1 487 610	1 532 834	2 108 182	1 971 070	1 814 888	1 541 084	1 369 909	1 327 839	1 287 062
Nåverdi 2021-2031		20 302 151											
Horisontvekst		3,0 %											
Nåverdi horisont		41 910 438											
Verdi av egenkapital 1 000		70 672 783											
Antall aksjer utenstående 1 000		113 067											
Verdi per aksje		625,051											

Tabell 11-2: Superprofittmodellen - Egenkapitalmetoden

Superprofitt-vekst	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	
(1+ekk1) x SPE	2 623 112	3 088 214	2 526 176	1 908 758	2 077 895	3 020 801	2 991 744	2 924 173	2 639 589	2 493 361	2 568 162	2 645 207	
(1+ekk1) x SPE		2 635 556	3 110 335	2 546 129	1 926 104	2 097 834	3 056 276	3 033 314	2 969 080	2 679 056	2 530 642	2 606 561	
1+ Egenkapitalkrav	1,047	1,052	1,054	1,055	1,056	1,057	1,059	1,062	1,063	1,063	1,063	1,063	
Kravjustert endring i superprofitt		430 306	(553 979)	(604 001)	143 675	873 174	(60 921)	(102 815)	(309 947)	(174 749)	35 309	36 368	
1+ Egenkapitalkrav	1,047	1,047	1,054	1,055	1,056	1,057	1,059	1,062	1,063	1,063	1,063	1,063	
Diskonteringsfaktor	1,047	1,047	1,101	1,161	1,226	1,295	1,369	1,450	1,539	1,636	1,738	1,848	
Nåverdi		410 997	(502 994)	(520 078)	117 235	674 388	(44 513)	(70 921)	(201 406)	(106 818)	20 311	19 684	
Kapitalisert verdi neste års nettoreultat	61 790 685												
Nåverdi av fremtidig vekst	8 882 098												
Horisontvekst	3,0 %												
Verdi av egenkapital 1 000	70 672 783												
Antall aksjer utenstående 1 000	113 067												
Verdi per aksje	625,051												

Tabell 11-3: Superprofittvekstmodellen – Egenkapitalmetoden

11.3.2 Verdsettelse – Netto Driftskapitalmetoden

Fri kontantstrøm til NDK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Fri kontantstrøm fra drift	1 302 036	2 838 855	2 901 520	1 528 563	2 603 099	4 369 987	3 382 363	4 096 987	4 719 292	2 788 153	2 871 797	2 957 951
Netto driftskrav	0,035	0,033	0,037	0,040	0,042	0,045	0,048	0,050	0,053	0,054	0,054	0,054
1+ ndk	1,03	1,03	1,04	1,04	1,04	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Diskonteringsfaktor	1,03	1,07	1,11	1,15	1,20	1,26	1,32	1,38	1,46	1,53	1,62	1,70
Nåverdi	1 258 199	2 655 349	2 616 261	1 325 675	2 165 783	3 478 289	2 569 361	2 963 113	3 241 281	1 817 628	1 777 013	1 737 306
Nåverdi 2021-2031	25 867 952											
Horisontvekst	3,0 %											
Nåverdi horisont	77 749 463											
Verdi av selskap 1 000	103 617 414											
Netto finansuell gjeld 2020	5 735 091											
Minoritetsinteresser 2020	1 135 886											
Verdi av egenkapitalen	96 746 437											
Antall aksjer utenstående 1 000	113 067											
Verdi per aksje	855,654											

Tabell 11-4: Fri kontantstrøm til Netto Driftskapital-modellen

Tabell 11-9: Superprofittvekst - Sysselsatt kapitalmetoden

11.3.4 Oppsummering av første verdiestimat

Resultatene fra den fundamentale verdsettelsen basert på budsjetterte vekter er oppsummert i tabellene 11-10 og 11-11 nedenfor. Fra tabellene ser vi at de ulike modellene innad i hver metode gir det samme verdiestimatet, men at det foreligger store variasjoner på tvers av de ulike metodene. Årsaken til disse variasjonene er at horisontverdien blir høyere som et resultat av lavere diskonteringskrav i sysselsatt kapital og netto driftskapitalmetoden. Dette gir en differanse mellom kravet og veksten i som benyttes i horisontleddet og følgelig gir dette opphav til differanser mellom metodene. Resultatene fra første verdiestimat ble en gjennomsnittlig verdi av egenkapital på 89 546 238 kr, som resulterer i en verdi per aksje på 791,97 kr.

Første Verdiestimat	Kontantsstrøm til EK	Superprofitt	Superprofitt-Vekst
Egenkapitalmetoden	70 672 783	70 672 783	70 672 783
Driftskapitalmetoden	96 746 437	96 746 437	96 746 437
Sysselsatt kapital metoden	101 219 493	101 219 493	101 219 493
Verdi av Egenkapital	89 546 238	89 546 238	89 546 238

Tabell 11-10: Verdi av Egenkapital SalMar - Første verdiestimat

Første Verdiestimat	Kontantsstrøm til EK	Superprofitt	Superprofitt-Vekst
Egenkapitalmetoden	625,05	625,05	625,05
Driftskapitalmetoden	855,65	855,65	855,65
Sysselsatt kapital metoden	895,21	895,21	895,21
Gjennomsnittlig aksjepris	791,97	791,97	791,97

Tabell 11-11: Gjennomsnittlig Aksjepris for SalMar - Første verdiestimat

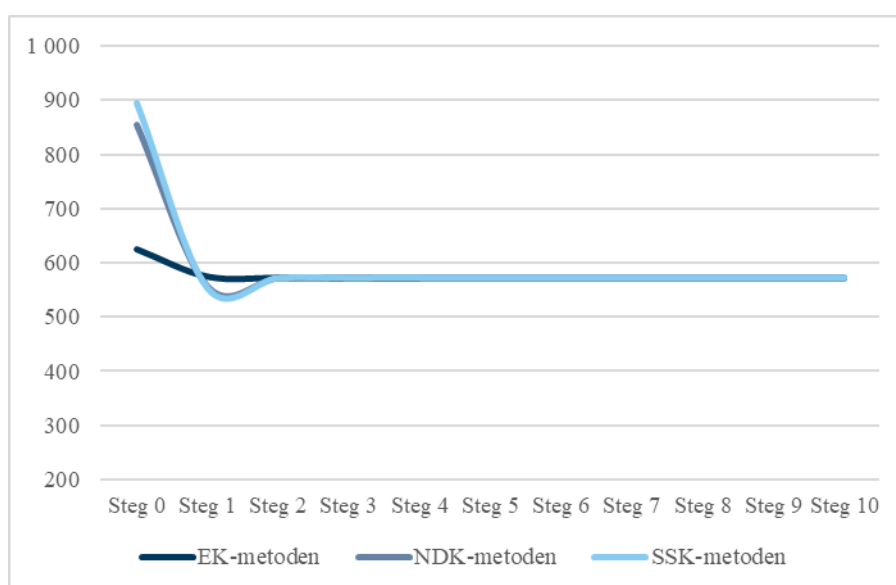
Et viktig moment for våre verdiestimater er at vi under utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 forutsatte at SalMar ikke vil kunne oppnå noen superrentabilitet fra netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser. Begrunnelsen for dette var at effekten var svært liten basert på historiske regnskapstall. Følgelig kunne en mulig inkludering av disse postene til virkelig verdi fremfor balanseført verdi hatt noe innvirkning på verdiestimatet, men vi anser denne som ubetydelig. Under IFRS skal finansposter måles til virkelig verdi og følgelig skal den bokførte verdien av finansielle poster være tilnærmet lik virkelig verdi og derfor ha liten innvirkning på verdiestimatene.

11.4 Konvergering av verdiestimater

Som nevnt innledningsvis benyttes det budsjetterte vekter i avkastningskravet som ligger til grunn for første verdiestimat av egenkapitalen til SalMar. Til tross for dette skal det imidlertid benyttes vekter basert på virkelig verdi når diskonteringskravene utledes fra markedsbaserte avkastningskrav. Fra forrige delkapittel så vi at dette resulterte i ulike resultater på tvers av de benyttede metodene. Følgelig vil det nå gjennomføres en sekvensiell konvergeringsprosedyre der de balanseførte vektene som tidligere ble benyttet, erstattes med vekter basert på virkelig verdi, som skal gi ett konsensus verdiestimat på tvers av modeller og metoder. For å gjennomføre prosessen med konvergering av verdiestimater benytter vi følgende fremgangsmetode, i tråd med Knivsflå (2021q) rammeverk:

1. Oppdatering av alle budsjetterte vekter ved hjelp av gjennomsnittlig egenkapitalverdi fra det første verdiestimatet og beregning av oppdaterte avkastningskrav.
2. Benytt nye, oppdaterte avkastningskrav til å beregne nye verdiestimater for selskapets egenkapital.
3. Gjenta prosessene i punkt 1 og 2 ovenfor inntil verdien av selskapets egenkapital på tvers av de ulike metodene har konvergert til et felles verdiestimat.

Tabell 11-12 nedenfor oppsummerer antall gjennomførte steg i konvergeringsprosedyren med tilhørende beregnede verdier. Figur 11-1 illustrerer hvordan prosessen reduserer forskjellene i verdiestimater på tvers metodene. Resultatet fra prosessen med konvergering ga et endelig verdiestimat på 571,7024 kr per aksje for SalMar med en nøyaktighet på fire desimaler. Til sammenligning er børskursen for SalMar 503,6 kroner ved siste handelsdag i 2020, datert 30.12.2020.



Figur 11-1: Oppsummering av konvergeringsprosessen for SalMar

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metoden	625,0523	574,4583	572,4400	571,3741	571,7247	571,7027	571,7024	571,7024	571,7024	571,7024	571,7024
NDK-metoden	855,6558	555,2134	570,9809	571,6412	571,7412	571,7026	571,7025	571,7025	571,7024	571,7024	571,7024
SSK-metoden	895,2170	552,1656	571,4435	571,4101	571,7367	571,7023	571,7025	571,7024	571,7024	571,7024	571,7024
Avvik	15,04 %	1,76 %	0,11 %	0,02 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Tabell 11-12: Resultat fra stegvis verdikonvergeringsprosess for første verdiestimat av SalMar

11.5 Usikkerhet ved verdiestimatet

Det første verdiestimatet er et såkalt punkttestimat, som forutsetter at alle budsjett -og verdidriverne utvikler seg i tråd med våre forutsetninger om framtidsutsiktene som ble diskutert under kapittel 9. Følgelig er det naturlig nok knyttet betydelig usikkerhet til verdiestimatet. For å belyse usikkerheten vil det det nå ses nærmere på sannsynligheten for at SalMar går konkurs, før det deretter vil sees på usikkerheten knyttet til de forutsetningene som ligger til grunn i den fundamentale verdsettelsen ved hjelp av scenario -og sensitivitetsanalyser.

11.5.1 Sannsynlighet for konkurs

I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 forutsettes det at SalMar skal ha en kontinuerlig drift og følgelig hensyntas ikke sannsynligheten for konkurs noe utover det som ligger til grunn i den syntetiske ratingen fra kapittel 6. Følgelig vil konkurstrisikoen hensyntas i større grad ved å gjennomføre en ytterligere vurdering av sannsynligheten for konkurs og en nedjustering av verdiestimatet i tråd med sannsynligheten for konkurs. Justeringen av sannsynligheten for konkurs gjennomføres med utgangspunkt i følgende formel, i tråd med Knivsflås (2021r):

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

<p>p = Sannsynligheten for konkurs FVEK = Fundamentalt verdiestimat per aksje LVEK = Likvidasjonsverdi per aksje</p>
--

Fra oppsummeringen av første verdiestimat under avsnitt 11.3.4 fremkommer det at vårt første gjennomsnittlige verdiestimat var på 721,97 per aksje, som videre ble konvertert til et felles verdiestimat på 571,7024 tvers av metoder -og modeller. Sannsynligheten for konkurs hensyntas ved å finne likvidasjonsverdien av egenkapitalen ved konkurs og multipliserer dette med den reelle sannsynligheten for konkurs. Likvidasjonsverdien for eierne av egenkapital anslås her å være lik null ettersom kreditorer og långivere vil være prioriterte foran eierne av egenkapitalen i en likvidasjonssituasjon. For å estimere sannsynligheten for at SalMar går

konkurs benyttes selskapets fremtidige syntetiske rating. Fra kapittel 10 ga vi SalMar en fremtidig syntetisk rating på A, som er ekvivalent til en 0,08% sannsynlighet for konkurs i løpet av det neste året. Følgelig blir vårt nye verdiestimat justert for sannsynligheten for konkurs følgende:

$$\text{Justert Verdiestimat per aksje} = (1 - 0,0008) * 571,7 + 0,0008 * 0 = \mathbf{571,2450}$$

11.5.2 Kvalitetssikring av sannsynlighet for konkurs

For å undersøke usikkerheten knyttet til vår syntetiske rating på A, som legges til grunn i fremtidskravene under kapittel 10, og følgelig ligger til grunn for justeringen av verdiestimatet ovenfor, vil nå Altmans Z-score test og Ohlsons logit modell for konkurs benyttes. Begge modellene er kjente, statistiske modeller for konkurssannsynligheten til et selskap (Kinserdal, 2021f). Formålet med dette er å kvalitetssikre vår syntetiske rating og justeringen av verdiestimatet. Begge modellene baseres på siste tilgjengelige historiske regnskapstall.

Vi mener at resultatene kan gi en viktig indikator på hvorvidt vår syntetiske rating som ligger til grunn for fremtidige avkastningskrav, og følgelig har påvirkning på selskapets verdi, er forholdsvis realistisk. Siden vi forventer at SalMar i fremtiden skal ha en solid finansiell situasjon, bør resultatene fra modellene med utgangspunkt i 2020 være i nærheten av våre forutsetninger.

Altmans Z-verdi modell for Konkurssannsynlighet

Altmans Z-verdi test er en statistisk test for konkursprediksjon basert på finansielle nøkkeltall (Kinserdal, 2021f). Hvis et selskap oppnår en Z-verdi som er lavere enn 1,81 impliserer dette at selskapet har en høy sannsynlighet for konkurs. En Z-verdi over 2,99 impliserer en lav sannsynlighet for konkurs. Et selskaps z-verdi beregnes med følgende formel og der tilhørende variabler i form av nøkkeltall vises i tabell 11-13 nedenfor:

$$\text{Altman Z - verdi} = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1x_5$$

Altman - Beregninger			
<i>Uavhengig variabel</i>	<i>Formel</i>	<i>2020</i>	<i>2019</i>
X1	$\frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}}{\text{Totale eiendeler}}$	0,1446	0,2359
X2	$\frac{\text{Opptjent egenkapital}}{\text{Totale eiendeler}}$	0,4164	0,4650
X3	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Totale eiendeler}}$	0,1286	0,1687
X4	$\frac{\text{Markedsverdien av egenkapital}}{\text{Total gjeld}}$	5,1711	6,1607
X5	$\frac{\text{Salg}}{\text{Totale eiendeler}}$	0,5870	0,0688

Tabell 11-13: Nøkkeltall ved Altmans test og tilhørende beregninger

Altman - Resultat			
<i>Uavhengig variabel</i>	<i>Z-Value</i>	<i>2020</i>	<i>2019</i>
X1	1,2	0,17	0,28
X2	1,4	0,58	0,65
X3	3,3	0,42	0,56
X4	0,6	3,10	3,70
X5	0,999	0,59	0,07
Total	Altman Z-Score	4,87	5,26

Tabell 11-14: Altmans Z-score test for konkurssannsynlighet

Fra modellen ser vi at SalMar har en svært lav sannsynlighet for konkurs, i tråd med vår diskusjon i kapittel 6. Resultatet er i seg selv lite overraskende og følgelig vil vi supplere kvalitetssikringen med Ohlsons Logit-modell for å kvantifisere sannsynligheten for konkurs.

Ohlsons Logit-modell for Konkurs sannsynlighet

Ohlsons modell bygger på en logaritmisk regresjonsmodell for ulike variabler med prediksjon for konkurs sannsynligheten til et selskap innad ett år (Kinserdal, 2021f). Sannsynligheten for konkurs er gitt ved:

$$\text{Sannsynlighet for konkurs} = \frac{1}{1 + e^{-y}}$$

$$y = -1.32 - 0.407 * \ln(\text{Størrelse}) + 6.03 * \left(\frac{\text{Total gjeld}}{\text{Totale eiendeler}}\right) - 1.43$$

$$* \left(\frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}}{\text{Totale eiendeler}}\right) + 0.076 * \left(\frac{\text{Kortsiktig gjeld}}{\text{Omløpsmidler}}\right) - 2.37$$

$$* \left(\frac{\text{Netto resultat}}{\text{Totale eiendeler}}\right) - 1.33 * \left(\frac{\text{Kontantstrøm fra drift}}{\text{Totale eiendeler}}\right) + 0.285 * (\text{Dummy1}) - 1.72$$

$$* (\text{Dummy2}) - 0.521 * \left(\frac{\Delta \text{Netto resultat}}{\text{Netto resultat}_t + \text{Nettoresultat}_{t-1}}\right)$$

der dummy1 = 1 dersom selskapet har opplevd negativt netto driftsresultat de siste to årene, og dummy 2 = 1 hvis total gjeld overstiger totale eiendeler.

Ohlson - Beregninger y-verdi			
Verdi	Formel	2020	2019
-1,32	Konstant	-1,32	-1,32
-0,407	Ln(Size)	-6,88	-6,80
6,03	$\frac{\text{Total gjeld}}{\text{Totale eiendeler}}$	3,02	2,76
-1,43	$\frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Kortstiktig gjeld}}{\text{Totale eiendeler}}$	-0,51	-0,60
0,076	$\frac{\text{Kortstiktig gjeld}}{\text{Omløpsmidler}}$	0,05	0,03
-2,37	$\frac{\text{Netto resultat}}{\text{Totale eiendeler}}$	-0,2132	-0,3353
-1,83	$\frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Total gjeld}}$	-0,53	-0,67
0,285	Netto tap siste 2 år	0,00	0,00
-1,72	Total Gjeld>Totale eiendeler	0,00	0,00
-0,521	$\frac{\text{Endring i nettoresultat}}{\text{Nettoresultat}_t - \text{Nettoresultat}_{t-1}}$	0,07	0,12
Sum Y-verdi		-6,33	-6,81

Sannsynlighet for konkurs	0,18 %	0,11 %
---------------------------	--------	--------

Tabell 11-15 Resultat fra Ohlsons Logit-modell for konkurs sannsynlighet

Fra tabell 11-14 ovenfor fremkommer det at SalMar hadde en 0.18% sannsynlighet for konkurs basert på siste gjeldende årsregnskap for 2020. I fremtidsregnskapet har vi forutsatt en syntetisk rating lik A, som impliserer 0,08% sannsynlighet for konkurs. Testen av vår syntetiske rating ved hjelp av Ohlsons modell gjør to ting: 1) Den bekrefter vår antagelse om at den tidsvektede syntetiske rating på A- ble utarbeidet i kapittel 6 er nokså fornuftig. Som tidligere diskutert vil en rating på A representere 0,08% sannsynlighet for konkurs, mens en rating på BBB impliserer en 0,26% sannsynlighet for konkurs. Fra Ohlsons modell ser vi at SalMar får har en sannsynlighet for konkurs på henholdsvis 0,11% og 0,18% i 2019 og 2020. 2) I tillegg underbygger modellen at vår antagelse om at SalMars fremtidige rating på A er nøktern, ettersom vi mener at selskapet vil bedre sin finansielle situasjon, gjennom økte inntekter og lavere investeringsaktiviteter utover i budsjettperioden. Følgelig konkluderer vi med at vår syntetiske rating på A i fremtidsregnskapet og således sannsynligheten for at SalMar går konkurs i løpet av budsjettperioden er fornuftig.

11.5.3 Simuleringsanalyse

For at vårt første verdiestimat skal være realistisk fordrer dette at alle budsjett- og verdidriverne som ligger til grunn for fremtidsregnskapet utvikler seg i tråd med våre forutsetninger. For å belyse innvirkningen på verdiestimatet dersom noen av disse faktorene imidlertid ikke skulle utvikle seg i tråd med våre forutsetninger, vil vi gjennomføre en simuleringsanalyse ved hjelp av Crystal Ball. Ved å benytte simuleringsanalyser kan usikkerheten knyttet til våre forutsetninger belyses ved at budsjettdriverne fra fremtidsregnskapet endres til stokastiske eller usikre variabler (Knivsflå, 2021r). Simuleringsanalysen i Crystal Ball avgrenses til enkelte kritiske faktorer som vi vil gjøre rede for videre i avsnittet.

Kritiske faktorer:

Som de kritiske faktorene av budsjettdriverne vil vi her fokusere på driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. Vi velger å legge til disse variablene i simuleringen ettersom disse er de viktigste driverne knyttet til drift. I tillegg til disse faktorene vil vi også se på NIBOR rente i steady state, som blir brukt som utgangspunkt for risikofri rente, og markedsrisikopremien i steady state, siden disse er viktige faktorer for fremtidskravene. I tabell 11-15 blir den historiske utviklingen til budsjettdriverne presentert, sammen med standardavvikene.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	std.avvik
Driftsinntektsvekst (div)	15,05%	1,97%	23,24%	19,79%	4,86%	7,89%	5,51%	7,58%
Netto Driftsmargin (ndm)	21,95%	15,79%	24,72%	24,97%	26,25%	20,71%	18,66%	3,49%
Omløpet til nettodriftseiendeler (ond)	1,12	0,98	1,17	1,32	1,19	1,23	1,11	9,92%

Tabell 11-16: Historiske utvikling for kritiske budsjett drivere og standardavvik

Driftsinntektsvekst

Det historiske standardavviket for veksten i driftsinntekt har vært på 7,58%. Vi synes at dette på kort sikt virker noe høyt, og velger derfor henholdsvis et standardavvik på 4% og 4,5% for de to første årene, basert på en skjønnsmessig vurdering. Frem mot 2024 øker usikkerheten, noe som gjør at vi i dette året bruker 7,5% som standardavvik, tilnærmet likt det historiske. For veksten i steady state setter vi en uniformfordeling med verdier mellom 2% og 4%. I tabell 11-16 oppsummeres disse antagelsene.

	Driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 2021	7%	4,0%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 2022	6%	4,5%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 2024	3%	7,5%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 steady state	3%	U[2,0%; 4%]	Uniformfordelt

Tabell 11-17: Forventet vekst i driftsinntekter, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Netto driftsmargin

Siden det historiske standardavviket for netto driftsmargin er på 3,49%, noe som er relativt lavt, brukes dette som standardavvik både på kort sikt, og for alle årene frem til steady state. I Steady state setter vi en uniformfordeling med et minimumsnivå på 14% og 19% for maksimumsnivå. For å undersøke vår forutsetning om en netto driftsmargin på 16,5% i «steady state» velger vi en spredning på +/- 2,5%. Disse antagelsene vises nedenfor, i tabell 11-17.

	Driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 2021	22%	3,5%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 2022	24%	3,5%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 2024	16%	3,5%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 steady state	17%	U[14%; 19%]	Uniformfordelt

Tabell 11-18: Forventet driftsmargin, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Omløpet til netto driftseiendeler

I analyseperioden var standardavviket for omløpet til netto driftseiendeler på 9,92%. I likhet med standardavviket for vekst i driftsinntekter er dette noe høyt å bruke på kort sikt. Vi nedjusterer derfor standardavviket til 5% for de 2 første årene, og bruker 7% for mellomlang og lang sikt. Videre kunne vi i analyseperioden observere en korrelasjon på 0,74 mellom netto driftsmargin. Dette er en korrelasjon man egentlig skulle forvente gå motsatt vei, da høyere netto driftsmargin ofte fører til lavere onde. På grunn av dette setter vi en vesentlig lavere korrelasjon mellom disse driverne på 20% i simuleringene.

	Onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 2021	0,84	5,0%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 2022	0,86	5,0%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 2024	0,88	7,0%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 steady state	1,16	7,0%	Normalfordelt

Tabell 11-19: Forventet onde, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Andre faktorer

Vi har også valgt å inkludere to andre faktorer som påvirker avkastningskravene. Disse faktorene er 3 måneders NIBOR rente i steady state, samt markedsrisikopremien i steady state. Etersom renten i dag er på et historisk lavt nivå er det følgelig knyttet mye usikkerhet til hvordan utviklingen frem mot steady state vil bli, og om den vil reversere mot en normalrente, slik vi antok i kapittel 10. I tabell 11-19 kan vi se forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for disse faktorene.

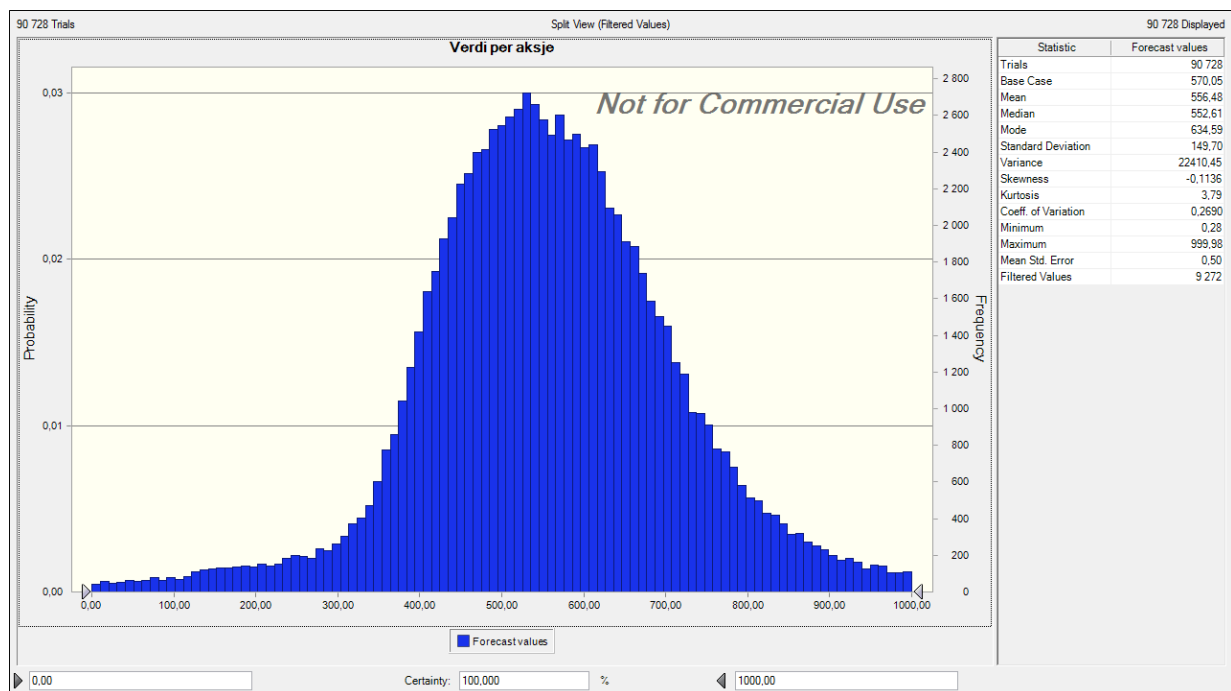
	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
NIBOR 3mnd steady state	3,5%	U[3,0%, 4,0%]	Uniformfordelt
Markedsrisikopremie steady state	5,0%	U[4,5%, 5,5%]	Uniformfordelt

Tabell 11-20: Forventet verdi, standardavvik og fordeling for andre faktorer

Resultat simuleringsanalyse

Simuleringen gjøres gjennom en såkalt Monte Carlo simulering i programmet Crystal Ball som utfører totalt 100 000 simuleringer/trekninger. Vi har begrenset utfallsrommet til en verdi på mellom 0 og 1000 for å unngå urealistiske trekninger med ekstremverdier. Simuleringen ga en gjennomsnittsverdi på 556,48, noe som er litt lavere enn vårt justerte verdiestimat på 571,24. Medianen ligger også noe under gjennomsnittet.

Standardavviket på 26,90% viser at det er noe usikkerhet i verdiestimatet. Videre kan vi se en liten negativ skjevhet på -0,11, noe som indikerer at dataen er relativt symmetrisk.



Figur 11-2: Fordelingen til Monte Carlo simuleringen

Sensitivitet i simuleringen

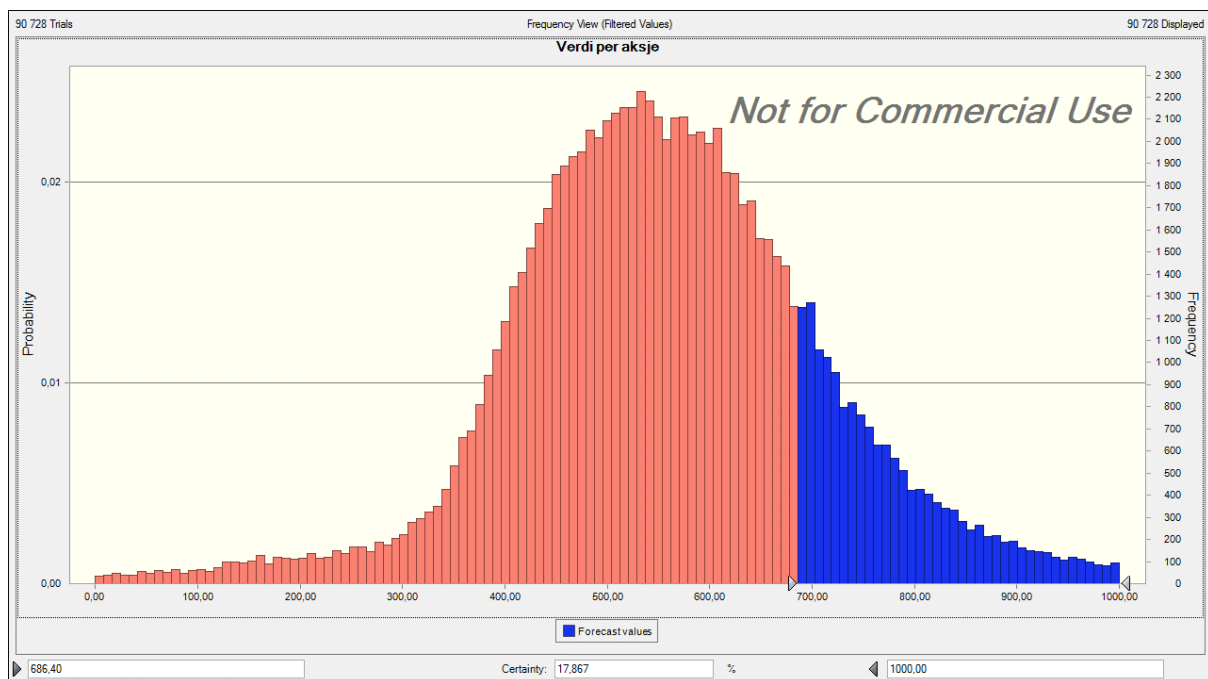
Tabell 11-20 viser hvilke av de budsjettdriverne vi inkluderte i simuleringen som bidro mest til variansen til verdiestimatet. Her kan vi at det var netto driftsmargin i steady state som hadde klart størst bidrag til variansen med 73,5%. Dette var noe man kunne forvente ettersom netto driftsmargin påvirker nettoresultatet til egenkapitalen i stor grad. Videre var det noe overraskende risikofri rente som hadde nest størst påvirkning. Tabellen viser også at driftsinntektsveksten for 2024 har en viss betydning, med 7% av variasjonen. Noe overraskende er det at driftsinntektsveksten i steady state kun forklarer 0,1% av variansen. Dette kan derimot skyldes at vi i steady state har benyttet et større standardavvik enn for de andre variablene.

Kritiske faktorer	Variasjon i verdiestimat
Netto driftsmargin steady state	73,5%
Risikofri rente steady state	7,9%
Driftsinntektsvekst 2024	7,0%
Omløp til netto driftseiendeler steady	6,0%
Driftsinntektsvekst 2022	2,7%
Driftsinntektsvekst 2021	2,4%
Netto driftsmargin i 2021	0,2%
Netto driftsmargin i 2024	0,1%
Netto driftsmargin 2022	0,1%
Driftsinntektsvekst steady state	0,1%
Omløp til netto driftseiendeler 2024	0,0%
Markedsrisikopremie	0,0%
Omløp til netto driftseiendeler 2021	0,0%
Omløp til netto driftseiendeler 2022	0,0%

Tabell 11-21: Budsjett drivernes påvirkning til varians i simuleringsanalysen

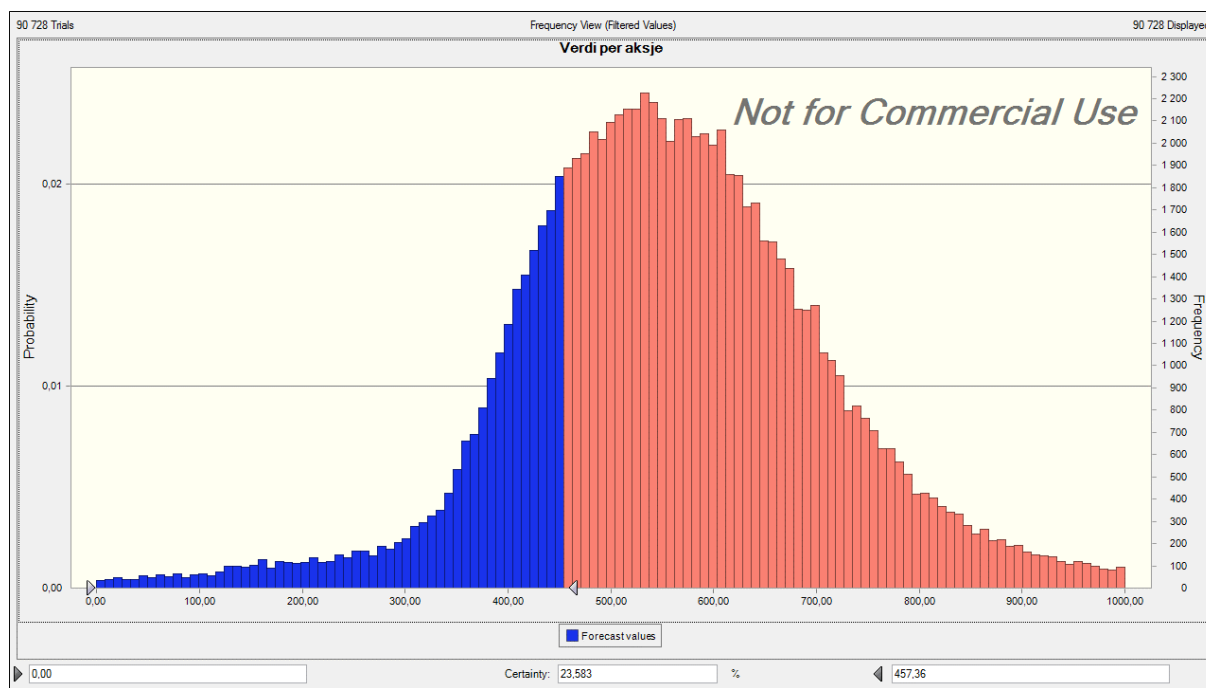
Oppsidepotensial og Nedsiderisiko

Simuleringen kan også brukes til å beregne oppsidepotensialet og nedsiderisikoen. Vi definerer oppsidepotensialet som sannsynlighet for at verdien er 120% av det opprinnelige verdiestimatet. Av figur 11-3 kan vi se at denne sannsynlighet er estimert til å være 17,86%.



Figur 11-3: Oppsidepotensialet

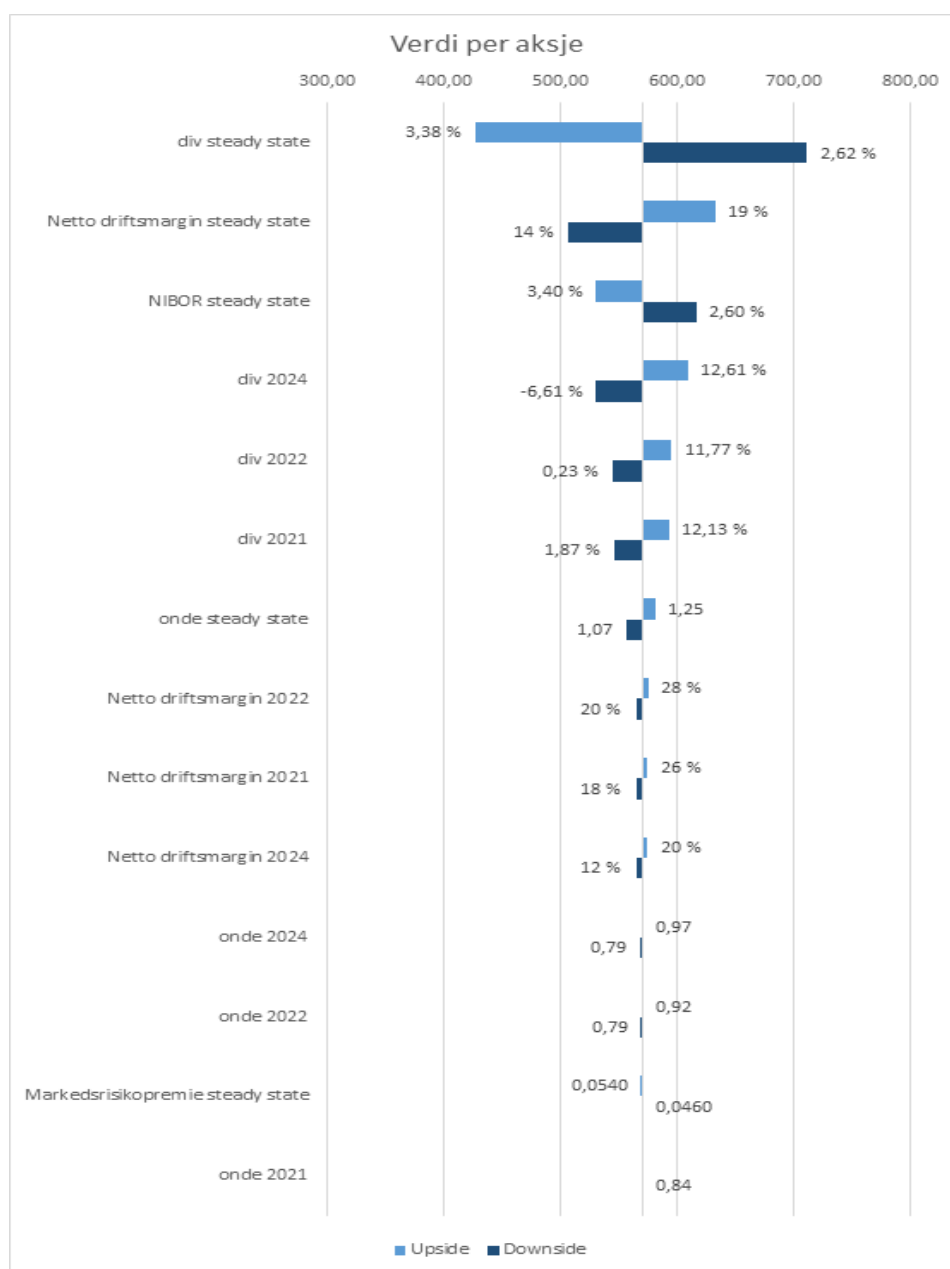
Videre defineres nedsiderisikoen for verdiestimatet som sannsynlighet for at verdien skal bli 80% av det opprinnelige verdiestimatet. Denne blir her estimert til 23,58%, og utgjør det blå feltet i figur 11-4. I denne simuleringen er dermed nedsiderisikoen noe større enn oppsidepotensialet.



Figur 11-4: Nedsiderisikoen

11.5.4 Sensitivitetsanalyse

I første del av usikkerhetsanalysen gjennomførte vi en simuleringssanalyse ved hjelp av Crystal Ball der det ble avdekket at netto driftsmargin i steady state har klart størst innvirkning på vårt verdiestimat fra delkapittel 11.3. Videre avdekket simuleringssanalysen at veksten i driftsinntekter i steady state har en liten betydning for spredningen i verdiestimatet, mens 3 mnd NIBOR i steady state og driftsinntektsveksten i 2024 også kunne forklare noe av variansen i verdiestimatet. Med utgangspunkt i dette vil vi nå gjennomføre sensitivitetsanalyse av disse faktorene for å avdekke hvordan verdien av vårt estimat endres som et resultat av endring i disse faktorene. For å finne ut hvilke faktorer som har mest å si for beregningen av verdien har vi brukt tornadoanalyse som verktøy. Resultatet av denne analysen er vist i figur 11-5. De faktorene som har størst påvirkning er ikke overraskende driftsinntektsveksten i steady state og netto driftsmargin i steady state. Analysen viser også at onde og markedsrisikopremien har liten påvirkning innenfor de gitte intervallene.



Figur 11-5: Tornadoanalyse av viktige faktorer

11.6 Oppsummering av fundamental verdsettelse

I første del av dette kapitlet gjennomførte vi en fundamental verdsettelse basert på fremtidsregnskapet fra kapittel 9 og avkastningskravene fra kapittel 10. Verdsettelsen ble gjennomført ved hjelp av tre ulike metoder og tre ulike modeller, som til sammen utgjorde vårt første verdiestimat på verdien av egenkapitalen til SalMar. Deretter gjennomførte vi en konvergeringsprosess hvor de budsjetterte vektene som ble benyttet initialt, sekvensielt ble oppdatert med verdibasert vektorer. Konvergeringsprosessen resulterte i et felles verdiestimat på 571,70 kr på tvers av alle modellene og metodene.

I den andre delen av kapitlet belyste vi usikkerheten knyttet til vårt verdiestimat. Dette ble først gjort ved å nedjustere verdiestimatet vårt for å hensynta SalMars sannsynligheten for konkurs og ga et justert verdiestimat på 571,24 kr. Konkurs sannsynligheten ble videre kvalitetssikret ved hjelp av Altmans Z-score test og Ohlsons Logit-modell. Deretter gjennomførte vi en simuleringsanalyse ved i Crystal Ball for å undersøke usikkerheten til verdiestimatet. Fra simuleringsanalysen avdekket vi at verdiestimatet har et standardavvik på 26,90%, noe vi mener er betydelig og tallfester den faktiske usikkerheten. Monte Carlo simuleringen ga også et lavere gjennomsnitt enn vårt justerte verdiestimat. Simuleringsanalysen avdekket videre at netto driftsmarginen har størst innvirkning på resultatet av de driftsrelaterte driverne i steady state, mens den 3-måneders NIBOR i steady state var den mest betydningsfulle finansielle driveren. Avslutningsvis gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvordan små endringer i de ovennevnte faktorene som ligger til grunn for verdiestimatet, vil påvirke verdien av egenkapitalen til SalMar.

12 Komparativ Verdsettelse

I kapittel 3 konkluderte vi med at fundamental verdsettelse skulle brukes som hovedmetode. Som vi så i forrige kapittel er det derimot mye usikkerhet knyttet til denne metoden. Vi ser det derfor som hensiktsmessig å supplere med komparativ verdsettelse, i tråd med konklusjonen fra kapittel 3. Formålet ved komparativ verdsettelse å verdsette verdier etter hvordan lignende verdier er prisdelt i dagens marked (Damodaran, 2012). Fordelene med å bruke denne tilnærmingen er blant annet at metoden er enkel og lite tidkrevende, i tillegg til at resultatene vil kunne være en nyttig benchmark til den fundamentale verdsettelsen. Mens en ulempe er at ukritisk bruk av multipler kan lede til feilprising (Kaldestad og Møller, 2016). Ettersom vi kun bruker denne metoden som et supplement, blir ulempene ved metoden mindre vesentlig i dette tilfellet. Innenfor komparativ verdsettelse har man to ulike metoder som kan benyttes; substansverdi- og multiplikatormodellen. Vi har valgt å ta i bruk multiplikatormodellen da vi mener denne egner seg best for oppdrettsbransjen.

I vår komparative verdivurdering vil vi bruke de samme selskapene fra bransjeutvalget vi diskuterte i kapittel 2. Dette utvalget består av Mowi, Grieg Seafood, Lerøy Seafood Group og Norway Royal Salmon. Selv om det kan argumenteres for at disse selskapene ikke nødvendigvis er direkte sammenlignbare, har alle lakseoppdrett som sin hovedvirksomhet, og vi mener derfor at det er godt nok grunnlag for å beregne multiplikatorer.

12.1 Multiplikatorer

Multiplene vi velger å bruke beregnes ut ifra resultatregnskap og balanse fra de 4 selskapene. Videre har vi valgt å benytte oss av fem forskjellige multipler i vår komparative verdivurdering:

12.1.1 Pris/Bok (P/B)

Pris/Bok er en veldig enkel multiplere å bruke, og den gir en indikasjon på et selskaps evne til verdiskapning (Kaldestad og Møller, 2016). Denne multiplere er lik markedsverdien av egenkapital over den bokførte verdien av egenkapitalen:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av Egenkapital}}{\text{Bokført verdi av Egenkapital}}$$

En P/B-ratio på over 1 gjenspeiler eventuelt at markedet forventer at selskapet vil skape merverdier på selskapets eiendeler, noe som indikerer en lønnsom drift. En P/B under 1 indikerer derimot forventinger om svakere lønnsomhet. Metoden kan også benyttes på selskaper med negative resultater. Den største svakheten til multippelen er at den ikke blir relevant for selskaper med store immaterielle eiendeler. Denne svakheten gjør seg spesielt gjeldende for konsulentselskaper, men ikke i særlig grad for SalMar, siden selskapet har liten andel immaterielle eiendeler. Ulike valg av regnskapsprinsipper kan også gi større utslag i forskjellige selskapers egenkapital.

12.1.2 Pris/Fortjeneste (P/E)

P/E er i praksis den mest anvendte multippelen. Hovedgrunnen til dette er at den både er enkel å bruke og å kommunisere. Denne beregnes slik:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdsverdi av Egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Resultatet vil for selskaper som har oppnådd en stabil vekstfase være et solid estimat på kontantstrøm til egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016). Kaldestad og Møller nevner også noen ulemper med metoden. Multippelen ignorerer blant annet sentrale faktorer i verdivurderinger som eksempelvis forskjeller i risiko og kapitalbehov. De påpeker videre at den største svakheten er knyttet til kapitalstruktur. Ulik gjeldsgrad eller lånebetingelser vil kunne gi forskjellig P/E på selskap med lik virksomhetsverdi fordi rentekostnader påvirker resultat etter skatt forskjellig. Ulempen knyttet til finansieringsgraden gjør at denne metoden bør brukes i kombinasjon med flere multipler.

12.1.3 EV/EBIT

Denne multippelen sammenligner selskapenes underliggende drift, og er et måltall som forklarer forholdet mellom virksomhetsverdien og driftsresultatet, og beregnes på følgende måte:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdsverdi av Egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat}}$$

Kaldestad og Møller (2016) hevder at metoden ignorerer forskjell i risiko. Siden EBIT er resultatet etter avskrivninger kan forskjeller i nedskrivninger og avskrivninger slå inn.

Multippelen ses på som nyttig i de fleste sammenhenger, men må likevel brukes med flere multipler for å skape et helhetlig bilde av selskapet.

12.1.4 EV/EBITDA

I likhet med EV/EBIT gir denne multiplene oss mulighet til å sammenligne den underliggende driften på selskaper. EV/EBITDA beregnes ut i fra følgende formel:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdsverdi av Egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Fordelen ved å bruke driftsresultat før avskrivninger er at man ekskluderer forskjellene knyttet til ulik avskrivningsprofil og tilfeldige finansinntekter. Vi kan også sammenligne selskaper med underskudd ved bruk av denne metoden. Videre nevner Kaldestad og Møller (2016) at en ulempe med metoden er at den ignorerer viktige forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov. Derfor må også denne multiplene brukes sammen med flere andre multipler som kompensasjon for dette.

12.1.5 EV/Volum

EV/Volum er et mye brukt måletall for å illustrere selskapers eksponering mot laksemarkedet, og beregnes slik:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Slaktet Volum}} = \frac{\text{Markedsverdsverdi av Egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Slaktet Volum i kilogram}}$$

En høy EV/Volum vil i utgangspunktet indikere at aksjen er dyr, mens en lav verdi indikerer at aksjen er billig. Det er viktig å bemerke seg at multiplene ikke tar hensyn til selskapenes historikk på drift og lønnsomhet. På grunn av dette bør multiplene brukes varsomt, og som supplement til andre multipler (Berge, 2013). Produsert volum blir her oppgitt i tusen tonn kilo.

12.2 Komparative verdiestimer

Til nå har vi valgt hvilke multipler vi vil benytte til verdsettelsen. I dette delkapittelet beregnes multiplikatorene og de tilhørende verdiestimatene for SalMar ASA. I tabell 12-1 nedenfor, presenteres aksjekurs og totalt utestående aksjer for hvert selskap per 30.12.2020, som er siste

handelsdag i 2020. De selskapsspesifikke tallene er hentet fra selskapenes årsrapporter for 2020. Disse tallene vil brukes videre i beregningene av verdiestimatene.

	SalMar	MOWI ASA	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020
Aksjepris	503,6	191,0	60,6	214,6	85,0
Antall utestående aksjer	113 067 261	517 111 091	595 773 680	43 572 191	113 447 042

Tabell 12-1: Aksjepriser og antall utestående aksjer siste handelsdag i 2020. (Oslo Børs, 2021)

12.2.1 Verdiestimat med Pris/Bok Multiippel

Direkte metode

Ut ifra tabell 12-2 kan vi se beregningene våre av Pris/ Bok multiplikatoren og verdiestimatene ved bruk av den direkte metoden. Tabellen viser en stor variasjon mellom selskapene, hvor SalMar har høyeste verdi med en P/B på 6,7, mens Lerøy har den laveste verdien på 2,2. Basert på disse multiplikatorene kommer vi frem til et verdiestimat på 263,1 kr per aksje, noe som er mye lavere enn vårt verdiestimat på 571,24 fra den fundamentale analysen.

	SalMar	MOWI	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood	Gjennomsnittlige verdier
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	
Markedsverdi Egenkapital	56 940 673	98 768 218	36 080 054	9 350 592	9 642 999	
Bokført Egenkapital	8 460 194	30 915 990	16 539 263	3 001 872	4 082 421	
P/B - Multiippel	6,7x	3,2x	2,2x	3,1x	2,4x	3,5x

SalMar - P/B Multiippel Direkte Metode

P/B - Multiippel	3,5x
Bokført Egenkapital	8 460 194
Verdi av egenkapital	29 752 183
Antall utestående aksjer	113 067
Verdiestimat per aksje	263,1

Tabell 12-2: P/B Multiippel og verdiestimat basert på den direkte metoden

Indirekte metode

Tabell 12-3 viser beregningene av P/B multiplikatorene og verdiestimater ved bruk av den indirekte metoden. Denne metoden gir SalMar en multiplikator på 4,2 og følgelig et verdiestimat på 275,8. Sammenlignet med den direkte metoden får vi noe lavere multiplikatorer, med et snitt på 2,5. Ettersom verdiestimatet også her er mye lavere enn ved den fundamentale verdsettelsen velger vi å se bort i fra disse to i vårt endelige verdiestimat.

	SalMar	MOWI	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood	Gjennomsnittlige
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	verdier
Markedsverdi EK + NFG + MI	63 811 650	120 000 577	41 474 247	10 905 865	13 930 515	
Netto Driftskapital	15 331 171	52 148 349	21 933 456	4 557 145	8 369 937	
P/B - Multipl	4,2x	2,3x	1,9x	2,4x	1,7x	2,5x

SalMar - P/B Multipl Indirekte Metode

P/B - Multipl	2,5x
Balansført NDK	15 331 171
Balansført NFG	5 735 091
Balansført MI	1 135 886
Verdi av egenkapitalen	31 186 369
Antall utestående aksjer	113 067
Verdiestimat per aksje	275,8

Tabell 12-3: P/B Multipl og verdiestimat basert på den indirekte metoden

12.2.2 Verdiestimat med Pris/Fortjeneste multipl

Direkte metode

Tabell 12-4 viser beregningene av P/E multiplikatorer og verdiestimater i henhold til den direkte metoden. Ut ifra tabellen kan vi se at Grieg har den klart høyeste multiplikatoren på 89,9, mens SalMar har den laveste på 25,1. Her ligger bransjesnittet på 46,2 med Grieg, og 35,3 uten. Dersom vi ekskluderer Grieg får vi et snitt som er mye nærmere SalMars verdi, og vi velger derfor å ekskludere selskapet i denne metoden. Ved å bruke bransjesnittet uten Grieg får vi et verdiestimat per aksje på 709,8.

	SalMar	MOWI	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood	Gjennomsnittlige	Snitt uten
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	verdier	Grieg
Markedsverdi Egenkapital	56 940 673	98 768 218	36 080 054	9 350 592	9 642 999		
Nettoresultat til EK	2 271 979	2 554 565	1 224 492	194 362	107 310		
P/E - Multipl	25,1x	38,7x	29,5x	48,1x	89,9x	46,2x	35,3x

SalMar - P/E Multipl Direkte Metode	
P/E - Multipl	46,2x
Nettoresultat til EK	2 271 979
Verdi av egenkapital	105 038 637
Antall utestående aksjer	113 067
Verdiestimat per aksje	709,8

Tabell 12-4: P/E Multipl og verdiestimat basert på direkte metode

Indirekte metode

I den indirekte metoden blir SalMars P/E multiplikator 26,5, noe som gir et verdiestimat på 732,3. Slik som med den indirekte metoden i P/B-metoden blir det også her lavere multiplikatorer sammenlignet med den direkte metoden, dette fordi denne metoden er mindre sensitiv til kapitalstruktur. Også her er Grieg sin multiplikator markant større enn de andre

selskapene i bransjen. Vi mener derfor dette er et godt nok argument til å utelate Grieg fra verdierestimeringen i denne metoden også.

	SalMar	MOWI	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood	Gjennomsnittlige verdier	Snitt uten Grieg
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020		
Markedsverdi EK + NFG + MI	63 811 650	120 000 577	41 474 247	10 905 865	13 930 515		
Netto driftsresultat	2 409 721	3 098 534	1 435 394	199 191	205 407		
P/E- Multipl	26,5x	38,7x	28,9x	54,8x	67,8x	43,3x	37,2x

SalMar - P/E Multipl Indirekte Metode		
P/E- Multipl	43,3x	37,2x
Netto driftsresultat	2 409 721	2 409 721
Balansført NFG	5 735 091	5 735 091
Balansført MI	1 135 886	1 135 886
Verdi av egenkapitalen	97 553 274	82 803 094
Antall utestående aksjer	113 067	113 067
Verdiestimat per aksje	862,8	732,3

Tabell 12-5: P/E Multipl og verdiestimat basert på indirekte metode

12.2.3 Verdiestimat med EV/EBITDA multipl

I tabell 12-6 kan vi se beregninger gjort av EV/EBITDA multiplikatoren for hele bransjen og verdiestimatet for SalMar fra denne metoden. For SalMar får vi en multiplikator på 16,7, mens for bransjen ligger gjennomsnittet på 20,2. Siden denne metoden på linje med P/E er resultatorient, blir det naturlig å sammenligne disse metodene. Her er multiplikatorene vesentlig lavere, noe som kommer av at EBITDA blir større enn driftsresultatet, mens selskapsverdien som er telleren er den samme. Vi velger her å ekskludere NRS ettersom selskapet var preget av ekstraordinære hendelser i 2020 som hadde betydelig innvirkning på EBITDA. Dette ga oss et gjennomsnitt som er nærmere medianen og et verdiestimat per aksje på 526,2.

	SalMar	MOWI	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood	Gjennomsnittlige verdier
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	
Markedsverdi Egenkapital	56 940 673	98 768 218	36 080 054	9 350 592	9 642 999	
Balansført NFG	5 735 091	21 209 845	4 518 475	1 515 677	4 287 516	
Balansført MI	1 135 886	22 513	875 718	39 596	-	
Enterprise Value	63 811 650	120 000 577	41 474 247	10 905 865	13 930 515	
EBITDA	3 819 542	7 329 747	3 108 795	346 999	603 368	
EV/EBITDA - Multipl	16,7x	16,4x	13,3x	31,4x	23,1x	17,4x

SalMar - EV/EBITDA	
EV/EBITDA - Multipl	17,4x
EBITDA	3 819 542
Balansført NFG	5 735 091
Balansført MI	1 135 886
Verdi av egenkapitalen	59 500 449
Antall utestående aksjer	113 067
Verdiestimat per aksje	526,2

Tabell 12-6: EV/EBITDA Multipl og verdiestimat

12.2.4 Verdiestimat med EV/EBIT multiippel

Ved å bruke EV/EBIT-metoden får vi en multiplikator på 26,5 for SalMar, og et verdiestimat på 732,3 per aksje. Det er naturlig at denne metoden gir noe høyere multiplikatorer enn EV/EBITDA, siden vi her bruker driftsresultat etter avskrivninger. Det som skiller seg ut sammenlignet med den forrige metoden, er at Griegs multiplikator ender opp med å bli vesentlig større enn bransjen generelt. Vi velger derfor her å ekskludere Grieg, med samme argumentasjon som under P/E-metoden. Selv om vi fjerner Grieg, ligger SalMar fortsatt noe under gjennomsnittet.

	SalMar	MOWI	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood	Gjennomsnittlige verdier	Snitt uten Grieg
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020		
Markedsverdi Egenkapital	56 940 673	98 768 218	36 080 054	9 350 592	9 642 999		
Balansført NFG	5 735 091	21 209 845	4 518 475	1 515 677	4 287 516		
Balansført MI	1 135 886	22 513	875 718	39 596	-		
Enterprise Value	63 811 650	120 000 577	41 474 247	10 905 865	13 930 515		
EBIT	2 409 721	3 098 534	1 435 394	199 191	205 407		
EV/EBIT - Multiippel	26,5x	38,7x	28,9x	54,8x	67,8x	43,3x	37,2x

SalMar - EV/EBIT	
EV/EBIT (Uten Grieg)	37,2x
EBIT	2 409 721
Balansført NFG	5 735 091
Balansført MI	1 135 886
Verdi av egenkapitalen	82 803 094
Antall utestående aksjer	113 067
Verdiestimat per aksje	732,3

Tabell 12-7: EV/EBIT multiippel og verdiestimat

12.2.5 Verdiestimat med EV/Volum

Tabell 12-8 viser beregninger av EV/Volum multiplikatoren og verdiestimatet. Vi får her en multiplikator på 399,3 og et verdiestimat per aksje på 374,6. Sammenlignet med resten av bransjen har SalMar den høyeste multiplikatoren, og ligger godt over gjennomsnittet på 308,0, noe som tilsvarer at aksjen er priset relativt dyrt.

	SalMar	MOWI	Lerøy SFG	NRS	Grieg Seafood	Gjennomsnittlige
Dato	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	30.12.2020	verdier
Markedsverdi Egenkapital	56 940 673	98 768 218	36 080 054	9 350 592	9 642 999	
Balansført NFG	5 735 091	21 209 845	4 518 475	1 515 677	4 287 516	
Balansført MI	1 135 886	22 513	875 718	39 596	-	
Enterprise Value	63 811 650	120 000 577	41 474 247	10 905 865	13 930 515	
Produsert Volum GWE	159 800	440 000	178 849	30 509	49 961	
EV/Volum	399,3	272,7	231,9	357,5	278,8	308,0

SalMar - EV/Volum	
EV/Volum	308
Produsert Volum GWE	159 800
Balansført NFG	5 735 091
Balansført MI	1 135 886
Verdi av egenkapitalen	42 355 014
Antall utestående aksjer	113 067
Verdiestimat per aksje	374,6

Tabell 12-8: EV/Volum multiplene og verdiestimat

12.3 Oppsummering av Komparativ verdsettelse

Tabell 12-9 nedenfor oppsummerer alle verdiestimatene fra den komparative verdsettelsen av SalMar med de ulike metodene. Videre er de ulike verdiestimatene vektet og gir oss et endelig vektet, verdiestimat på 619,93 kr fra den komparative verdsettelsen. Dette representerer en omtrent 14% høyere pris enn vårt verdiestimat fra den fundamentale verdsettelsen, og er 23% høyere en SalMars børskurs per 31.12.2020.

Oppsummering - Komparativ Verdsettelse		
Metode	Vekting	Verdiestimat
P/E - Direkte (uten Grieg Seafood)	20 %	709,8
P/E - Indirekte (uten Grieg Seafood)	15 %	732,3
EV/EBITDA	35 %	526,2
EV/EBIT (uten Grieg Seafood)	20 %	732,3
EV/Volum	10 %	374,6
Vektet Gjennomsnitt	100 %	619,93

Tabell 12-9: Oppsummering av verdiestimer fra komparativ verdsettelse

Som tidligere nevnt, valgte vi å ekskludere Grieg Seafood for noen av multiplene i den komparative verdsettelsen. Årsaken til dette er at selskapet ga svært høye multipler som et resultat av unormalt lave resultater og problemer i drift. Følgelig valgte vi å ekskludere selskapet for noen utslagsgivende multipler, ettersom de gjennomsnittlige multiplene ble kunstig høy ved inkludering og dermed ville tilført støy til vår komparative verdsettelse.

Vektingen av de ulike multiplene beror på en subjektiv vurdering av usikkerheten knyttet til hver av metodene som følger av svakheter. Det er svært viktig at de ulike multiplene ikke

benyttes ukritisk i verdsettelsessammenhenger (Kinserdal, 2021f). I tillegg mener vi at multiplene bærer preg av en eventyrlig oppgang på børsen i slutten av 2020 i kjølvannet av nedgangstidene ved inntredende av COVID-19 pandemien. Videre har det heller aldri vært flere aksjonærer på Oslo Børs (AksjeNorge, 2021). Dette kan isolert sett føre at det er flere aksjonærer per tilgjengelig aksje, som kan presse aksjekursene og følgelig øke markedsverdien på noterte selskaper. Dette, i kombinasjon svekkede resultater som følger av pandemien, samt historisk lave renter, mener vi kan være en plausibel forklaring som er felles for de relativt høye multiplene vi avdekket i den komparative verdsettelsen.

Fra tabell 12-9 fremkommer det at vi velger å ikke benytte oss av Pris/bok-multiplene som ble beregnet i avsnitt 12.2.1. Årsaken til dette var at gjennomsnittet av de komparative selskapenes P/B-multippel var lav og følgelig resulterte i et verdiestimat på SalMar på 275 kr, som er under halvparten av vårt verdiestimat fra den fundamentale verdsettelsen. En annen årsak er at et selskaps bokførte egenkapital ikke har noen økonomisk fortolkning som et resultat av de mulige målemetodene under IFRS (Kinserdal, 2021f). Som diskutert tidligere under delkapittel 5.5.9, er bokført egenkapital under IFRS simpelthen et residual mellom forpliktelser og eiendeler, målt ved hjelp av ulike målemetoder. I tillegg er det betydelige immaterielle verdier som ikke balanseføres under IFRS, som eksempelvis varemerker, som også vil ha betydelig innvirkning på multipler (Kinserdal, 2021f). Følgelig vil selskaper som eksempelvis utgiftsfører goodwill gjennom løpende drift få lavere bokført egenkapital, og en svært forskjellig P/B-multippel sammenlignet med selskaper som velger å aktivere goodwill, og følgelig har en høyere egenkapital. Under regnskapsanalysen i kapittel 5, identifiserte vi at hvorvidt et selskapene velger aggressiv eller konservativ regnskapsføring tilfører dette støy til vår analyse, men at vi ikke har tilstrekkelig med informasjon til å kunne normalisere for effekten. Med utgangspunkt i de ovennevnte momentene velger å se bort ifra P/B-multippelen, og følgelig vektet denne 0% i det samlede verdiestimatet.

I det samlede verdiestimatet velger vi imidlertid å vektlegge begge multiplene for Pris/Fortjeneste forholdet. Først og fremst ser vi at multiplene gir rimelige verdiestimater og ser ut til å ligge på et fornuftig nivå fra et historisk perspektiv. Vi velger også her å ekskludere Grieg Seafood ettersom selskapet hadde uvanlig svake resultater i 2020 og følgelig en svært høy multippel. I likhet med P/B-multipler, påvirkes også P/E-multipler av regnskapsfleksibilitet og hvorvidt selskapet har aggressiv eller konservativ regnskapsføring (Kinserdal, 2021f). Dersom et selskap velger aggressiv regnskapsføring vil dette føre til at selskapet får en lavere

P/E-multipel ettersom selskapets driftskostnader reduseres. I tillegg kan selskapets nettoresultat påvirkes av eksempelvis engangsgvinster. Til tross for dette mener vi at det knyttes lite usikkerhet til poster som har direkte innvirkning på nettoresultatet ettersom vi under regnskapsanalysen i kapittel 5, identifiserte unormale poster og justerte for disse. Det kan dog tenkes at det foreligger slike unormale inntekter eller kostnader som vi ikke har fanget opp, men vi antar at disse vil ha mindre betydning. Med utgangspunkt i dette vektlegges P/E med direkte metode 20% og 15% med den indirekte metoden.

Videre velger vi å vektlegge EV/EBITDA-multipelen hele 35% i vår analyse. I motsetning til de ovennevnte metodene benyttes det her EBITDA fremfor netto resultat, der førstnevnte skal være et nokså godt mål på et selskaps kontantstrømmer før investeringer og følgelig mindre utsatt for regnskapsprinsipper (Kinserdal, 2021f). Metoden ga oss, etter vår mening, fornuftige multipler som baserer seg i større grad på selskapets underliggende operasjonelle drift. Resultatet ble et verdiestimat på 526,2 kr for SalMar. Til tross for dette er det også knyttet usikkerhet til bruken av denne multipelen. I likhet med de andre multiplene vil også EV/EBITDA påvirkes av et selskaps regnskapsførsel. I tillegg kan det også forekomme engangsposter, men i likhet med forrige avsnitt, anser vi ikke dette som problematisk ettersom vi under regnskapsanalysen identifiserte unormale poster.

I likhet med EV/EBITDA vil også de samme usikkerhetsmomentene være gjeldene for EV/EBIT. I tillegg vil også EV/EBIT påvirkes av avskrivninger og nedskrivninger. Vi velger her å vektlegge denne multipelen med 20% i det samlede verdiestimatet. I tillegg velger vi å ekskludere Grieg Seafood som et resultat av svært høy multipl. Årsaken til at multipelen vektlegges i så stor grad er at vi mener at avskrivninger hensyntar et visst reinvesteringsnivå, og følgelig vil en nøktern vektlegging av EV/EBIT-multipelen unngå at selskaper som reinvesterer lite innad har stor påvirkning på det samlede verdiestimatet. I tillegg mener vi at nedskrivninger for et selskap ofte inneholder viktig informasjon om fremtidige utsikter både for selskapet og om sektoren som en helhet.

Avslutningsvis vektlegges EV/Volum med 10% ettersom dette er en mindre «finansiell» multipl sammenlignet med de ovennevnte. Følgelig mener vi at denne kan tilføye analysen et annet aspekt. Til tross for dette ga multipl svært varierende resultater og følgelig vektlegges denne i mindre grad.

13 Oppsummering og handlingsstrategi

I dette kapitlet vil vi først komme med en oppsummering av hovedfunnene utredningen vår. Det hele bygges på fundamental verdsettelse, med komparativ verdsettelse som et supplement. Til slutt vil vi komme med en handlingsstrategi basert på våre funn, sammenlignet med børskursen 31.12.2020.

13.1 Oppsummering

Etter å ha startet med kort presentasjon av bransjen innledningsvis, ble hovedmetoden for verdsettelsen av SalMar valgt. Her valgte vi å supplere den fundamentale verdsettelsen med komparativ verdivurdering for å øke presisjon på det endelige verdiestimatet. Videre ble det gjennomført en strategisk analyse, hvor den eksterne analysen kunne peke på flere faktorer som gjør at oppdrettsbransjen kan fortsette å vokse fremover. Her er det først og fremst de miljømessige utfordringene knyttet til lakselus og rømming som kan hemme utviklingen. Ellers ser vi en etterspørselsøkning globalt, noe som bare vil kunne fortsette ettersom verdens befolkning stadig er økende med en stigende velstand. Det satses også tungt på ny teknologi innad i bransjen, hvor SalMars havmerd er et eksempel på dette. I den interne analysen konkluderte vi med at havmerdsprosjektet gir SalMar et midlertidig fortrinn, mens anleggene InnovaMar og InnovaNor vurderes som mulige varig fortrinn. Vi har også sett at koronapandemien har gitt negative utslag for hele bransjen.

I de påfølgende kapitlene ble det gjort en utdypende regnskapsanalyse. Først ble SalMars historiske balanse og regnskap for årene 2014-2020 presentert, og innsikten fra denne delen la grunnlaget for å estimere de historiske avkastningskravene senere. I kapittel 6 gjorde vi en analyse av kredittrisikoen til SalMar og bransjen. Gjennom denne analysen kom det frem at SalMar og bransjen generelt er solide, hvor vi konkluderte med en tidsvektet rating på A- for SalMar, og A for bransjen.

Videre beregnet vi de historiske avkastningskravene til SalMar i kapittel 7. Her beregnet vi blant annet krav til minoritet og egenkapital, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. Det ble også beregnet historisk risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta. Vi kunne se at den risikofrie renten har vært svært lav i analyseperioden, med et gjennomsnitt på 0,45%.

Markedspremien ble bestemt ut ifra empiri, og var i gjennomsnitt på 4,8%. De endelige estimatene for henholdsvis egenkapitalkrav og netto driftskrav ble på 5,1% og 4,2%.

Kapittel 8 tok for seg en lønnsomhetsanalyse hvor vi kom fram til at SalMar har en strategisk fordel på 33,7%. Denne strategiske fordel bestod av en driftsfordel på 34,75% som i hovedsak kommer av intern ressursfordel på 13,9% og bransjespesifikke fordeler på 10,4%. Dette stemmer overens med vår konklusjon i den strategiske analysen.

Innsikten fra de foregående kapitlene ble deretter brukt for å utarbeide prognoser for fremtiden, med fremtidsregnskap og fremtidskrav. Vi forventer at dagens høye lønnsomhet kommer til å falle noe ettersom ny teknologi som landbasert oppdrett vil kunne føre til økt konkurranse, samt en forventning om avtakende laksepris i fremtiden. Videre diskuterte vi for en konstant vekst på 3% i steady state.

I kapittel 11 beregnet vi verdien på SalMar per 31.12.2020 ved å bruke Egenkapitalmetoden, sysselsatt kapital-metoden og netto driftskapital-metoden. Gjennom en konvergeringsprosess på 10 steg kom vi fram til et verdiestimat på 571,70 kr per aksje. Dette ble justert til 571,24 for å hensynta konkursrisiko. Sensitivitetsanalysen og usikkerhetsanalysen viste derimot at dette estimatet er relativt sensitivt til små endringer i flere av parameterne.

Etter å ha gjennomført den fundamentale verdsettelsen gjorde vi i kapittel 12 en komparativ verddivurdering basert på 5 ulike multipler som er gjensidig utfyllende for svakhetene ved hver enkelt metode. Denne metoden ga oss et verdiestimat på 619,93 kr per aksje.

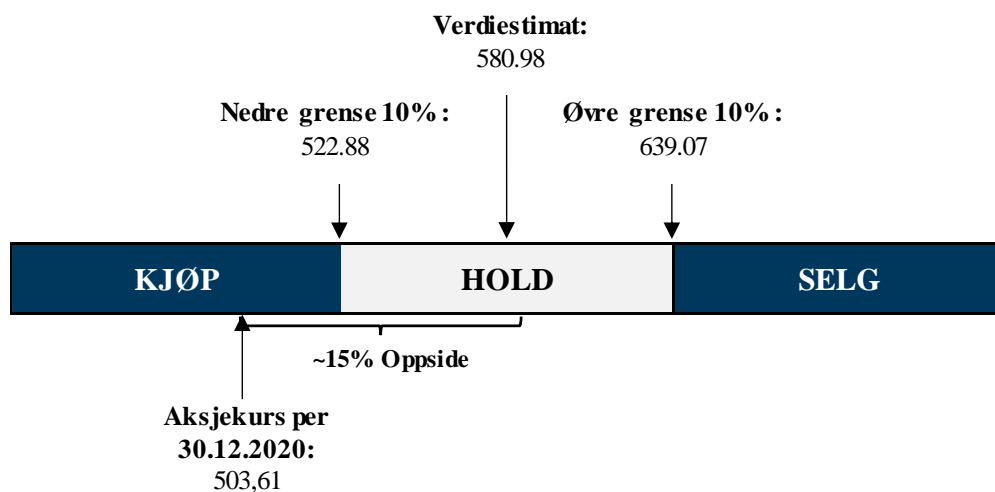
13.2 Handlingsstrategi

Som en avslutning på denne utredningen utarbeides det en handlingsstrategi som baseres på våre verdiestimer og gir oss en endelig konklusjon for SalMar ASA. I den fundamentale verdsettelsen fokuserte vi på SalMars underliggende økonomiske situasjon, som resulterte i et konkursjustert verdiestimat på 571,2 kr. Videre supplerte vi verdiestimatet fra fundamental verdsettelse med en komparativ verdsettelse for å vurdere påliteligheten til vårt estimat. Resultatet fra den komparative verdsettelsen ble en vektet gjennomsnittlig verdi på 619,93 kr på aksje for SalMar. For vårt endelige verdiestimat velger vi å vekte verdiestimatet fra den

fundamentale -og komparative verdsettelsen med henholdsvis 80% og 20%. Dette resulterer i et endelig verdiestimat på 580,98 kr:

$$\textit{Utredningens endelige verdiestimat} = 571,24 * 80\% + 653,15 * 20\% = \mathbf{580,98\ kr}$$

Begrunnelsen for valgt veking i det endelige verdiestimatet beror på en subjektiv vurdering om usikkerheten knyttet til selskapets underliggende økonomiske forhold og situasjonen i aksjemarkedet per 31.12.2020. I tråd med Damodarans (2021) anbefalinger velger vi å hovedsakelig vektlegge selskapets underliggende økonomiske forhold under krisetider. Damodaran (2021) anbefaler å fokusere på hvordan COVID-19 har påvirket selskapets kontantstrømmer og hvordan disse også vil påvirkes i fremtiden som følger av pandemien. Under utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 hadde vi et omfattende fokus på SalMars fremtidige utvikling og hvordan denne vil være i etterkant av pandemien. Videre avdekket vi svært varierende multipler og følgelig verdiestimater under den komparative verdsettelsen. Som diskutert under delkapittel 12.3, kan mye av dette tilskrives iboende svakheter ved multiplene, sviktende inntekter eller varierende markedsverdi av egenkapitalen. For å redusere støy i vår komparative verdsettelse, ekskluderte vi misvisende multipler for selskaper som var preget av ekstraordinære hendelser. Vi mener også at multiplene i den komparative verdsettelsen generelt var høye. Dette kan skyldes at psykologiske faktorer har innvirkning på aksjemarkedet, i kombinasjon med at det er svært mange nye aksjonærer på Oslo Børs, som naturlig nok presser prisene på aksjer. Følgelig mener vi at det komparative verdiestimatet bør vektlegges mindre på bakgrunn av vår diskusjon under delkapittel 12.3 og at det per 31.12.2020 rår en betydelig optimisme i aksjemarkedet som driver markedsverdien av selskaper. Til tross for dette er det viktig å understreke at det er knyttet vesentlig usikkerhet ved begge verdiestimatene. For å vurdere hvilken anbefaling vårt endelige verdiestimat skal akkumulerte til, benyttes det en grense på +/- 10% fra vårt verdiestimat for de ulike anbefalingene. Dette danner grunnlaget for utredningens endelige konklusjon oppsummert i figur 13-1 nedenfor:



Figur 13-1: Oppsummering av handlingsstrategi for SalMar per 31.12.2020

Tidspunktet for verdsettelsen av utredningens endelige verdiestimat på 580,9 kroner per aksje dateres til 31.12.2020. Siste handelsdag for SalMar-aksjen på Oslo Børs i 2020, var 30.12.2020. Følgelig benyttes den avsluttende børskursen datert 30.12.2020 på 503,61 kroner per aksje, som grunnlag for utredningens endelige handlingsstrategi. Fra figur 13-1 fremkommer det at denne kursen ligger innenfor intervallet for en kjøps-strategi. Utredningens endelige verdiestimat representerer 15% oppside i aksjen som et resultat av at vi mener det foreligger underliggende merverdier i selskapet som per 31.12.2020 ikke er priset inn i aksjen av markedet. Med utgangspunkt i dette konkluderer utredningen med følgende:

Per 31.12.2020 utstedes det en kjøps-anbefaling på SalMar ASA med kursmål på 580,9 NOK.

Litteraturliste:

Faglitteratur

Berk, J og DeMarzo, p. (2017). *Corporate Finance* (4.utg) London, Pearson

Damodaran, Aswath. (2012). *Investment Valuation* (3. Aufl.). Wiley.

Henry A. (2008). *Understanding Strategic Management*. New York: Oxford University Press

Jakobsen, E.W. og Lien, L.B. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi* (2.utg.). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Kaldestad, Y. og Møller, B. (2016) *Verdivurdering*. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Koller, T., Goedhart, M., McKinsey & Company Inc, & Wessels, D. (2020). *Valuation, 7th Edition*. Wiley.

Penman. S.H (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (4.utg) New York, McGraw Hill.

Porter, M. E. (1985). *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. NY: Free Press

Kinserdal, F., Plenborg T, (2021) *Financial Statement Analysis* (2.utg.) Bergen, Fagbokforlaget.

Forelesningsnotater

Forelesningsnotater i faget BUS440A – Regnskapsanalyse og verdivurdering v/ prof. Kjell Henry Knivsfå. Bergen: NHH. Tilgjengelig med passord fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/>

Knivsfå, K.H. (2021a) *Introduksjon og rammeverk*.

Knivsfå, K.H. (2021b) *Strategi, regnskap og verdi*.

Knivsfå, K.H. (2021c) *Regnskapsanalyse, ramme og «trailing»*.

Knivsfå, K.H. (2021d) *Omgruppering for analyse*.

Knivsfå, K.H. (2021e) *Omgruppering, balanse og kontantstrøm*.

Knivsfå, K.H. (2021f) *Regnskapsbasert måling*.

- Knivsflå, K.H. (2021g) *Målefeil*.
- Knivsflå, K.H. (2021h) *Justering av målefeil*.
- Knivsflå, K.H. (2021i) *Kredittvurdering, syntetisk rating*.
- Knivsflå, K.H. (2021j) *Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*.
- Knivsflå, K.H. (2021k) *Strategisk rentabilitetsanalyse*.
- Knivsflå, K.H. (2021l) *Strategisk driftsanalyse*.
- Knivsflå, K.H. (2021m) *Framtidsregnskap, ramme og driftsinntekter*.
- Knivsflå, K.H. (2021n) *Framtidsregnskap, andre budsjettdriverar*.
- Knivsflå, K.H. (2021o) *Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*.
- Knivsflå, K.H. (2021p) *Fundamental verdivurdering, egenkapitalmetoden*.
- Knivsflå, K.H. (2021q) *SK-metoden og verdikonvergens*.
- Knivsflå, K.H. (2021r) *Uvisse i verdiestimatet*

Forelesningsnotater i faget BUS424 – Regnskapsanalyse

prof. Finn Kinserdal. Bergen: NHH. Tilgjengelig med passord fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS424/>

- Kinserdal, F. (2021a) *Lønnsomhet*
- Kinserdal, F. (2021b) *Vekst*
- Kinserdal, F. (2021c) *Likviditet*
- Kinserdal, F. (2021d) *Kredittanalyse*
- Kinserdal, F. (2021e) *Finansregnskapets oppbygning*
- Kinserdal, F. (2021f) *Konsekvensen av regnskapsfleksibilitet for ulike brukere*
- Kinserdal, F. (2021g) *Forecasting/Prognose*

Artikler og rapporter

Berge, A (2021) *Rush etter landbaserte oppdrettsanlegg: Myndighetene går glipp av milliardinntekter*. [Internett]. Ilaks. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/rush-etter-landbaserte-lakseanlegg-myndighetene-gar-glipp-av-milliardinntekter/>

Brækken, E.H. (2019) *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig?* [Internett]. Capia. Tilgjengelig fra: <https://capia.no/no/articles/blog-post-title-three-y6adg> [Lest 3.februar 2021]

Costello C, Cao L, Gelcich S, et al. (2020) *The future of food from the sea*. [Internett] Nature. Tilgjengelig fra: <https://www.nature.com/articles/s41586-020-2616-y>

- Damodaran, A. (2021) *Valuations amid COVID-19, Go back to basics*. [Internett]
Tilgjengelig fra: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2020/05/29/aswath-damodaran-on-valuations-amid-covid-19-go-back-to-basics/>
- Giæver, H., Christensen, J. (2020, 12.Mai) *Regjeringen dropper omstridt skatt – foreslår avgift på 500 millioner i stedet* [Internett]. Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/politikk/oppdrett/skatt/grunnrenteskatt/regjeringen-dropper-omstridt-skatt-foreslar-avgift-pa-500-millioner-i-stedet/2-1-806910>
- Grefserud, E.S., Svåsand, T., Glover, K., Husa, V., Hansen, P.K., Samuelsen, O., Sandlund, N., Stien, L.H. (2020) *Risikoreport norsk oppdrett 2019* [Internett]. Havforskningsinstituttet. Tilgjengelig fra: <https://www.hi.no/hi/nettrapper/fisken-og-havet-2019-5>
- Hykkerud, E. (2020) *Oppdrettsnæringen må endre dietten for miljøet* [Internett]. NRK. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/soya-fra-brasil-gjor-norsk-laks-mindre-miljoennlig-1.14897192>
- Johannesen, E (2021) *Rekordstor vekst i nye aksjonærer på Børsen* [Internett]. Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra <https://www.dn.no/bors/oslo-bors/kristin-skaug/fantasyfond/rekordstor-vekst-i-nye-aksjonarer-pa-borsen-overrasket-over-at-det-er-sa-mange-unge/2-1-993782>
- Iversen, A., Hermansen, Ø., Nystøyl, R., Hess, E.H., Rolland, K.H., Garshol, L.D., og Marthinussen, A. (2019) *Kostnadsutvikling og forståelse av drivkrefter i norsk lakseoppdrett* [Internett]. Rapport 35/2019. Nofima. Tilgjengelig fra: <https://nofima.no/publikasjon/1757670/> [Lest 1.februar 2021]
- Lange, G., Wodon, Q., Carey, K. (2018.) *The Changing Wealth of Nations 2018 : Building a Sustainable Future*. Washington, DC: World Bank. © World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29001>
- Norges bank (2020) *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 4/2020*. Norges Bank. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2020/ppr-42020/>
- Misund, B., (2018) *Volatilitet i Laksemarkedet* [Internett]. Universitet i Stavanger. Tilgjengelig fra: https://www.researchgate.net/publication/347997603_Volatilitet_i_laksemarkedet [Lest 3.Februar 2021]
- PwC (2020) *Risikopremien i det norske markedet i 2020*. [Internett] PwC. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Rolland, K.H (2021) *Salmon World 2021* [Internett]. Rapport 26.03.2021. Kontali, Tilgjengelig fra: <https://www.kontali.no/b/salmon-world-2021>

Teknologirådet, (2012) *Fremtidens lakseoppdrett* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://teknologiradet.no/wp-content/uploads/sites/105/2018/04/Rapport-Fremtidens-lakseoppdrett.pdf> [Lest 30. oktober 2020]

Vandevijere, A., Dominick, C., Devia, A., Swinburna, B.(2020) *The healthy food environment policy index: findings of an expert panel in New Zealand*. Auckland: University of Auckland. WHO. Tilgjengelig fra: <https://www.who.int/bulletin/volumes/93/5/14-145540.pdf?ua=1>

Avhandlinger:

Solheim, C. (2015) *En kystnæring i emning – En studie av oppdrettsnæringens aktører i gjennombruddsårene på 1970-tallet* [masteroppgave]. Universitetet i Bergen.

Meldinger og proposisjoner til Stortinget

St.mld. nr. 16 (2014-2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*

Nettsider:

Berge, A. *Mest laks for pengene*. [Internett]. iLaks.no. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/>

Bjartnes, A., Gjølberg, M., Mangset, L.E. *Dette betyr klimarisiko for havbruksnæringen* [Internett]. Energi og Klima. Tilgjengelig fra: <https://energiogklima.no/kommentar/blogg/dette-betyr-klimarisiko-for-havbruksnaeringen/>

Diksha, P. *CAPM: Assumptions and Limitations* [Internett]. Economic Discussion. Tilgjengelig fra: <https://www.economicdiscussion.net/portfolio-management/capm/capm-assumptions-and-limitations-securities-financial-economics/29904>

FN (2019) *Befolkning, migrasjon og urbanisering* [Internett] Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

Gruben, M.H. og Austnes, K. (2020) *Fiskeeksporten passerte 100 milliarder kroner i 2019* [Internett]. Statistisk Sentralbyrå. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/fiskeeksporten-passerte-100-milliarder-kroner-i-2019> [Lest 2. Februar 2021]

Lerøy Seafood (2020a) *Verdikjeden* [Internett]. Lerøy Seafood Group. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/verdikjeden/>

Miljødirektoratet (2021) *Akvakultur – fiskeoppdrett* [Internett] Tilgjengelig fra: <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Mowi (2020a) *Salmon Farming Industry Handbook 2020* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/it/wp-content/uploads/sites/16/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf> [Lest.....]

NASDAQ (2021) *NASDAQ Salmon Index* [Internett] Tilgjengelig fra: <https://salmonprice.nasdaqomxtrader.com/public/report;jsessionid=661DCC183DA817940CEB66BF04AA6FE3?0>

Norges Bank (2021) *Rentebeslutning januar 2021* [Internett] Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/januar-2021/?tab=113164>

Norges Sjømatråd (2020a) *Nøkkeltall* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/> [Lest 2.Februar 2021]

Nærings- og fiskeridepartementet (2017) *Regjeringen skrur på trafikklyset* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset/id2577032/> [Lest 31.10.2020]

Nærings- og fiskeridepartementet (2020) *Regjeringen skrur på trafikklyset i havbruksnæringen* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset-i-havbruksnaringen/id2688939/> [Lest 31.10.2020]

Referanserenter (2021) *NIBOR rates* [Internett]. NoRe. Tilgjengelig fra: <https://www.referanserenter.no/>

SalMar (2019) *SalMar ASA - historisk utvikling av konsernet* [Internett]. Kverva: SalMar ASA. Tilgjengelig fra: <https://www.SalMar.no/historie/> [Lest 30.10.2020]

SalMar (2020b) *Våre virksomhetsområder* [Internett] Kverva: SalMar ASA. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>

SalMar (2020c) *Havbasert fiskeoppdrett* [Internett]. Kverva: SalMar ASA. Tilgjengelig fra: <https://www.SalMar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-ager/> [Lest 4.februar 2021]

Steinset, T.A. (2017) *Fra attåtnering til milliardindustri* [Internett]. Oppdatert 13. februar 2017: Statistisk Sentralbyrå. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri> [Lest 2. februar 2021]

Thoresen, L., Simonsen, K. (2018) *Nye oppdrettsmetoder og teknologi gir økt konkurranse*. [Internett]. Onsagers. Tilgjengelig fra: <https://onsagers.no/aktuelt/havbruk-landbasert-oppdrett-fiskeri/>

Offentlige utredninger:

NOU 2019: 18. *Skattlegging av havbruksvirksomhet*

Årsrapporter

Grieg Seafood (2021) *2020 Q4 GSF quarterly report* [Internet] Grieg Seafood. Tilgjengelig fra: <https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>

Grieg Seafood (2020) *Grieg Seafood Annual report 2019* [Internett] Grieg Seafood. Tilgjengelig fra: <https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>

Lerøy Seafood (2020b) *Årsrapport 2019* [Internett] Lerøy Seafood Group. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2019/>

Mowi (2020b) *Mowi annual report 2019* [Internett]. Mowi ASA. Tilgjengelig fra: https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf [Lest 4. November 2020]

Mowi (2021) *Quarterly report Q4 2020* [Internett]. Mowi ASA. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/investors/reports/>

NRS (2020a) *Q4 quarterly report* [Internett] NRS. Tilgjengelig fra: <https://www.norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

NRS (2020b) *Årsrapport* [Internett]. NRS. Tilgjengelig fra: https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_2020_A%CC%8Arssrapport_siste_NO.pdf

SalMar (2020a) *Årsrapport 2019* [Internett]. Kverva: SalMar ASA. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>

Appendiks

Omgruppert og justert Resultatregnskap	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	43 576 717	49 270 270	61 231 617	64 546 492	69 362 851	75 085 001	69 810 133
- Varekostnad	25 823 556	29 844 903	29 298 171	37 913 411	34 484 484	41 299 869	38 342 244
- Lønnskostnader	5 036 029	5 657 784	6 513 299	7 519 190	8 115 913	9 254 195	9 726 184
- Andre driftskostnader	4 571 812	6 707 156	7 339 432	7 921 011	9 757 386	10 316 789	10 352 796
- Avskrivninger	1 518 501	1 906 987	2 081 938	2 261 556	2 440 611	4 336 237	5 243 185
= Driftsresultat fra egen virksomhet	6 626 819	5 153 440	15 998 777	8 931 324	14 564 457	9 877 911	6 145 724
- Driftsrelatert skattekostnad	1 672 862	1 300 925	4 038 703	2 254 608	3 676 626	2 493 562	759 208
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	4 953 957	3 852 515	11 960 074	6 676 716	10 887 831	7 384 349	5 386 516
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	271 440	296 972	346 731	355 308	799 862	1 986 861	106 904
= Netto driftsresultat	5 225 397	4 149 487	12 306 805	7 032 024	11 687 693	7 581 210	5 493 420
+ Netto Finansinntekter	26 163	14 803	25 806	34 737	39 834	52 263	23 003
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	5 251 559	4 164 290	12 332 611	7 066 761	11 727 527	7 633 472	5 516 424
- Netto Finanskostnader	504 914	506 680	509 972	515 347	590 561	821 484	846 965
- Netto Minoritetsresultat	71 981	72 707	53 005	38 240	34 214	21 924	33 835
= Nettoresultat til egenkapital	4 674 665	3 584 903	11 769 634	6 513 174	11 102 753	6 790 065	4 635 624
+ Unormalt netto driftsresultat	(5 000 411)	2 614 254	16 885 458	(19 415 771)	6 220 901	(705 196)	(6 116 433)
+ Unormalt netto finansresultat	(1 269 967)	(313 247)	(1 204 188)	480 695	(1 074 809)	(2 881)	(130 298)
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	(1 595 714)	5 885 911	27 450 904	(12 421 902)	16 248 844	6 081 988	(1 611 107)
+Netto utbetalt utbytte	3 593 506	3 068 087	4 817 639	7 602 357	6 671 368	7 359 415	2 533 344
= Endring i egenkapital	(5 189 220)	2 817 824	22 633 265	(20 024 259)	9 577 476	(1 277 427)	(4 144 451)

Bransjen justert og omgruppert - per 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsrelaterte anleggsmidler	29 725 374	32 383 533	38 193 312	39 228 601	46 034 072	56 117 854	65 585 447
Driftsrelaterte omløpsmidler	27 581 295	29 539 525	30 628 610	34 523 939	38 237 147	39 399 576	39 100 443
Sum Driftsrelaterte eiendeler	57 306 669	61 923 058	68 821 922	73 752 540	84 271 219	95 517 430	104 685 890
Finansielle anleggsmidler	50 330	63 913	143 309	220 949	164 734	210 635	254 667
Finansielle omløpsmidler	3 188 743	2 539 087	3 782 877	4 607 036	4 346 457	4 703 583	4 555 178
Sum Finansielle eiendeler	3 239 073	2 603 000	3 926 186	4 827 985	4 511 191	4 914 218	4 809 845
Totale Eiendeler	60 545 742	64 526 058	72 748 108	78 580 525	88 782 410	100 431 648	109 495 735
Egenkapital	25 705 198	28 998 586	31 311 726	41 448 101	48 977 011	52 057 105	54 416 450
Minoritetsinteresser	917 420	990 436	1 034 074	965 460	1 091 600	1 019 343	937 827
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 151 558	6 055 486	6 212 749	7 105 844	7 388 208	7 804 271	8 024 572
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 740 470	9 095 514	12 741 549	12 269 353	11 616 889	12 864 124	9 774 864
Sum driftsrelatert gjeld	14 892 028	15 151 000	18 954 298	19 375 197	19 005 097	20 668 395	17 799 436
Langsiktig finansiell gjeld	17 642 118	17 374 112	19 643 430	14 954 198	17 856 134	25 050 677	32 293 966
Kortsiktig finansiell gjeld	1 388 749	2 012 824	1 809 865	1 837 574	1 852 568	1 636 308	4 047 392
Sum Finansiell gjeld	19 030 867	19 386 936	21 453 295	16 791 772	19 708 702	26 686 985	36 341 358
Totalkapital	60 545 513	64 526 958	72 753 393	78 580 530	88 782 410	100 431 828	109 495 071

Justert balanse Salmar 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsrelaterte anleggsmidler	29 725 374	32 383 533	38 193 312	39 228 601	46 034 072	56 117 854	65 585 447
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 151 558	6 055 486	6 212 749	7 105 844	7 388 208	7 804 271	8 024 572
=Netto driftsrelaterte anleggsmidler	23 573 816	26 328 047	31 980 563	32 122 757	38 645 864	48 313 583	57 560 875
Driftsrelaterte omløpsmidler	27 581 295	29 539 525	30 628 610	34 523 939	38 237 147	39 399 576	39 100 443
-Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 740 470	9 095 514	12 741 549	12 269 353	11 616 889	12 864 124	9 774 864
=Driftsrelatert arbeidskapital	18 840 825	20 444 011	17 887 061	22 254 586	26 620 258	26 535 452	29 325 580

Justert Sysselsatt kapital per 31.12	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	23 573 816	26 328 047	31 980 563	32 122 757	38 645 864	48 313 583	57 560 875
+ Driftsrelatert arbeidskapital	18 840 825	20 444 011	17 887 061	22 254 586	26 620 258	26 535 452	29 325 580
=Netto driftseiendeler	42 414 641	46 772 058	49 867 624	54 377 343	65 266 122	74 849 035	86 886 455
+ Finansielle eiendeler	3 239 073	2 603 000	3 926 186	4 827 985	4 511 191	4 914 218	4 809 845
=Sysselsatte eiendeler	45 653 714	49 375 058	53 793 810	59 205 328	69 777 313	79 763 253	91 696 300
Egenkapital	25 705 198	28 998 586	31 311 726	41 448 101	48 977 011	52 057 105	54 416 450
+Minoritetsinteresser	917 420	990 436	1 034 074	965 460	1 091 600	1 019 343	937 827
+Fiansiell gjeld	19 030 867	19 386 936	21 453 295	16 791 772	19 708 702	26 686 985	36 341 358
=Sysselsatt kapital	45 653 714	49 375 058	53 793 810	59 205 328	69 777 313	79 763 253	91 696 300

Netto finansiell gjeld	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansiell gjeld	19 030 867	19 386 936	21 453 295	16 791 772	19 708 702	26 686 985	36 341 358
- Finansielle eiendeler	3 239 073	2 603 000	3 926 186	4 827 985	4 511 191	4 914 218	4 809 845
=Netto Finansiell gjeld	15 791 794	16 783 936	17 527 109	11 963 787	15 197 511	21 772 767	31 531 513

Justert Netto driftskapital	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	23 573 816	26 328 047	31 980 563	32 122 757	38 645 864	48 313 583	57 560 875
+ Driftsrelatert arbeidskapital	18 840 825	20 444 011	17 887 061	22 254 586	26 620 258	26 535 452	29 325 580
=Netto driftseiendeler	42 414 641	46 772 058	49 867 624	54 377 343	65 266 122	74 849 035	86 886 455
Egenkapital	25 705 198	28 998 586	31 311 726	41 448 101	48 977 011	52 057 105	54 416 450
+Minoritetsinteresser	917 420	990 436	1 034 074	965 460	1 091 600	1 019 343	937 827
+Netto Fiansiell gjeld	15 791 794	16 783 936	17 527 109	11 963 787	15 197 511	21 772 767	31 531 513
=Netto driftskapital	42 414 641	46 772 058	49 867 624	54 377 348	65 266 122	74 849 035	86 886 455