



Verdsettelse av Atlantic Sapphire

Stian Søvdsnes Knudsen og Frederik Drageset

Veileder: Frøystein Gjesdal

Masterutredning i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Forord

Det er ingen manko på masteroppgaver knyttet til verdsettelse på Norges Handelshøyskole, og det er derfor ikke det mest kreative valget for vår masterutredning. Likevel fant vi gode argumenter for at også vi skulle gjennomføre en slik oppgave. I arbeidet med masteroppgaven vil vi ta i bruk rammeverk og metoder som benyttes av profesjonelle analytikere. Denne lærdommen kan senere være til nytte for oss både i arbeidslivet og privat. Selv om en verdsettelse av et selskap er ferskvare, ønsker vi også at oppgaven i seg selv skal ha informativ verdi, både for oss som private investorer, men også for en ekstern potensiell investor.

Valget av oppgave falt naturlig for oss, grunnet stor interesse for finansmarkedet generelt og selskapet Atlantic Sapphire spesielt. Vi har fulgt selskapet i lengre tid, og støtter Atlantic Sapphires innovative strategi og teknologiske tilnærming. Vi mener at selskapet har potensiale til å endre det som er normen for produksjon i bransjen. Likevel er det svært usikkert om akkurat Atlantic Sapphire er selskapet som vil lykkes med et paradigmeskifte.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Frøystein Gjesdal for konstruktive råd og tilbakemeldinger gjennom høsten. Vi ønsker også å takke Harald Schreiner Fiksdal og Kai André Stæger-Holst fra SalmoTerra for å ha satt av tid og ressurser for å hjelpe oss med å forstå konseptet landbasert lakseoppdrett.

Norges Handelshøyskole

Bergen, desember 2019

Frederik Drageset

Frederik Drageset

Stian Søvdsnes Knudsen

Stian Søvdsnes Knudsen

Abstract

Our master's thesis is as presented by the front page, a valuation of Atlantic Sapphire. Atlantic Sapphire can be described as a pioneer within land-based farming of atlantic salmon. The company focuses on creating sustainable technology that makes them capable of producing salmon for the consumer market on a commercial level. The company is expected to be the first to achieve a big scale land-based production, with a long term plan of producing 220 000 tonnes in 2031.

We start by introducing the industry and the company itself in chapter 1 and 2. In chapter 3, we conduct a strategic analysis of the company and its environment. This analysis is an essential part of our work towards a final valuation. In chapter 4, we isolate and take a further look at the most important drivers of value, including production volume, the salmon price and costs, which together with the strategic analysis is the foundation of our forecasts in chapter 7. The valuation models and discount rate we intend to use is explained in chapter 5 and 6 respectively. The paramount fundamental analysis is presented in chapter 8, followed by a Comparative Company Analysis (CCA) in chapter 9. We intend to use CCA as a tool of support towards our fundamental analysis. In chapter 10 we conduct a sensitivity analysis of our model and our estimate from chapter 8. After that, in chapter 11, we evaluate our estimate strategically and weigh our estimate with a probability of success. In chapter 12 we evaluate potential weaknesses in our valuation. Our thesis culminates with a conclusion and recommendation of investment strategy in chapter 13.

The intent of our master's thesis is to estimate a correct price of Atlantic Sapphire share. At the beginning of our thesis (01.09.19) the share was traded at 95,80 NOK. The share price has experienced significant growth during our analysis, and today (11.12.19), the market values the share at 129 NOK. However, we conclude that the share is still undervalued, even though the market has corrected a big part of this undervaluation. In our analysis of fundamental and strategic value, we propose a target price of 189,82 NOK towards the second half of 2020, and a clear buy recommendation.

Sammendrag

Vår masterutredning er som det fremgår av oppgavens forside, en verdsettelse av Atlantic Sapphire. Atlantic Sapphire er en pionér innen landbasert oppdrett av atlantisk laks, og har fokus på å skape bærekraftig teknologi som gjør dem i stand til å produsere laks til forbrukermarkedet på kommersielt nivå. Selskapet ligger an til å bli det første selskapet i verden som driver med oppdrett på land i stor skala, med en langsiktig plan om å produsere 220 000 tonn i 2031.

Vi begynner med en introduksjon av bransjen og selskapet i kapittel 1 og 2. I kapittel 3 gjennomfører vi en utvidet strategisk analyse av selskapet og omgivelsene. Denne er sentral i det videre arbeidet mot en endelig verdsettelse. I kapittel 4 ser vi videre på de viktigste driverne for selskapets verdi, nemlig produksjonsvolum, laksepris og kostnadsnivå, som sammen med den strategiske analysen danner grunnlag for prognosene vi utarbeider i kapittel 7. Verdsettelsesmodellene og avkastningskravet vi vil benytte defineres henholdsvis i kapittel 5 og 6. Den viktige fundamentale verdsettelsen presenteres i kapittel 8, etterfulgt av en komparativ verdsettelse i kapittel 9. Denne vil vi bruke som et verktøy for å støtte den fundamentale verdsettelsen. I kapittel 10 foretar vi en sensitivitetsanalyse av modellen og estimatet fra kapittel 8, før vi i kapittel 11 vurderer estimatet strategisk og vektet sannsynlighet for suksess. I kapittel 12 evaluerer vi potensielle svakheter i vår verdsettelse. Utredningen kuliminerer med konklusjon og handlingsstrategi i kapittel 13.

Utredningens hensikt er å finne riktig pris på aksjen til Atlantic Sapphire. Ved utredningens start (01.09.19) ble aksjen handlet for 95,80 kr. Aksjen har imidlertid hatt en svært sterk utvikling i perioden vi har jobbet med analysen, og markedet priser den idag (11.12.19) til 129 kroner. Vi konkluderer likevel med at aksjen fremdeles er underpriset, selv om markedet har korrigert mye av underprisingen. I vår analyse av fundamentale og strategiske verdier anslår vi et kursmål på 189,82 kroner mot andre halvår 2020, og vi anbefaler kjøp.

Terminologi

Biomasse - Mengden fisk, i vekt, i oppdrettsanlegg

Blåhus - Landbasert prosessanlegg for fiskeoppdrett

CAPM - Kapitalverdimodellen

CEO - Chief Executive Officer

EBITDA - Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations. Dvs. Inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger

EBIT - Earning before interest and taxes

HOG - Head On Gutted. Fisk som er sløyd, med hode

IFRS - Internasjonal regnskapsstandard

LIBOR - (London Interbank Offered Rate) er en referanse-rentesats som store globale banker benytter når de låner til hverandre i det internasjonale markedet for kortsiktige lån.

Merd - vanligvis en 20-80 meter dyp notpose som holdes utspent av et flytende rammeverk. Merdene inneholder den stående biomassen.

MTP - Maksimalt tillatt biomasse

Rensefisk - Visse typer fiskearter som bl.a. spiser lus av oppdrettsfisken.

Smolt - Unglaks som har gjennomgått prosessen smoltifisering. Dette er en metamorfose som lakseyngel må gå igjennom for å tåle overgangen fra ferskvann til saltvann

Stabil tilstand - Norsk versjon av steady state

WACC - Vektet gjennomsnittlig kapitalkrav

Økonomisk førfaktor - Et mål på mengden fôr som blir brukt per kilo slaktet produkt

Innhold

1	Bransjen	1
1.1	Definisjon og avgrensing	1
1.2	Historie	1
1.3	Produksjonssyklus	2
1.4	Produktet	3
1.5	Markedsoversikt	4
1.5.1	Produksjonen	4
1.5.2	Lakseprisen	5
1.5.3	Etterspørselsvekst	8
1.6	Næringens utfordringer	9
1.6.1	Lakselus	9
1.6.2	Helserisiko	9
1.6.3	Laksefôr	10
1.6.4	Forurensing	11
1.6.5	Rømming	11
1.7	Regulering av bransjen	12
1.7.1	Norge	12
1.7.2	Chile	14
2	Atlantic Sapphire	16
2.1	Begynnelsen	16
2.2	Forretningsidé og konsept	16
2.3	Hva skiller Atlantic Sapphire fra konkurrentene?	17
2.4	Kommersiell oppskalering	19
2.5	Aksjonærforhold og kursutvikling	20
3	Strategisk analyse	22
3.1	Eksternanalyse	22
3.2	Teori- PESTEL	22
3.3	Anvendelse PESTEL	24
3.3.1	Politiske faktorer	24
3.3.2	Økonomiske faktorer	24
3.3.3	Sosiokulturelle faktorer	25
3.3.4	Teknologiske faktorer	25
3.3.5	Miljømessige faktorer	26
3.3.6	Juridiske faktorer	26
3.3.7	Oppsummering PESTEL	26
3.4	Teori - Porters 5 Krefter	27
3.5	Anvendelse - Porters 5 Krefter	28
3.5.1	Trussel fra nye aktører	28
3.5.2	Leverandørers Forhandlingsmakt	33
3.6	Internanalyse	42
3.6.1	SVIMA-rammeverk teori	43
3.6.2	Anvendelse SVIMA	44
3.7	SWOT-analyse	48

4	Produksjon, inntekter og kostnader	51
4.1	Produksjonsvekst	51
4.2	Inntekter	52
4.3	Kostnader	53
4.3.1	Gjennomsnittlige produksjonskostnader	55
5	Verdsettelsesmodeller	56
5.1	Innledning	56
5.1.1	Eiendelsbasert verdsettelse	56
5.1.2	Fundamental verdsettelse	56
5.1.3	Komparativ verdsettelse	57
5.1.4	Opsjonsbasert verdsettelse	57
5.1.5	Teknisk verdsettelse	57
5.2	Grunnlag for valg av metode	58
6	Avkastningskrav	60
6.1	Risikofri rente	60
6.2	Egenkapitalkrav	62
6.2.1	Risikofri rente	62
6.2.2	Markedets risikopremie	62
6.2.3	Beta	63
6.2.4	Egenkapitalkrav	63
6.2.5	Alternativ tilnærming	64
7	Trender og prognoser	66
7.1	Stabil tilstand	66
7.2	Prognose av salgs-/driftsinntekter	68
7.2.1	Sekundære inntektskilder	70
7.2.2	Finansinntekt	70
7.3	Kostnadsprognose	70
7.3.1	Rentekostnader	70
7.3.2	Transportkostnader	71
7.3.3	Avskrivinger	71
7.3.4	Andre justeringer	72
7.3.5	Skattekostnad	73
7.3.6	Etterspørselsvekst og kostnaders påvirkning på produksjon	73
7.4	Fremskrevet resultatregnskap	74
7.5	Fremskrevet balanse	74
7.6	Prognose av kontantstrøm	75
8	Fundamental verdsettelse	76
8.1	Egenkapitalmetoden	76
8.1.1	Diskonterte kontantstrømmer	76
8.1.2	Gordons vekstmodell	76
8.1.3	Selskapets terminalverdi	77
8.1.4	Verdi av selskapets egenkapital	78
8.1.5	Generelle vurderinger	78
9	Komparativ verdsettelse	79

9.1	Teori	79
9.1.1	Komparative selskaper	79
9.1.2	Vekting	80
9.1.3	Valg av multiplikator	81
9.1.4	Verdsettelse ved P/E	83
9.1.5	Verdsettelse ved P/S	85
9.1.6	Verdsettelse ved Pris/Bok	85
9.2	Komparativt Verdiestimat	86
10	Sensitivitetsanalyse	88
10.1	Sensitivitetsanalyse	88
10.1.1	Risikofaktorer	88
10.1.2	Finansrelaterte drivere	88
10.1.3	Inntektsendringer	89
11	Strategisk vurdering av estimat	91
11.1	Implementering av strategisk analyse	91
11.1.1	Vekting av sannsynlighet	91
11.1.2	Forventet kursutvikling	93
12	Svakheter ved utredningen	94
13	Konklusjon	96
13.1	Oppsummering av utredningen	96
13.2	Handlingsstrategi	97

Figurliste

1.1	Verdikjede for oppdrettsnæringen	3
1.2	Verdensmarkedet for laks i tonn	4
1.3	Sesongvariasjon i spotpriser på oppdrettslaks i perioden 2009-2019	5
1.4	Årets gjennomsnittlige laksepriser fra 2009-2019	6
1.5	EBITDA margin og inntekter for norsk akvakultur 2008-2017	7
1.6	Statistikk for antall rømte laks i perioden 2001-2019	11
1.7	Tillatelser 2000-2018	13
1.8	Biomasse Vs. MTB	14
2.1	Produksjonsområder (Atlantic Sapphire, 2019)	18
2.2	Kursutvikling siden notering - sammenlignet med relevante indekser	20
2.3	Oversikt over aksjonærer med over 1 million aksjer - 19.09.19	21
3.1	Porters 5 krefter (Johnson et al, 2017)	27
3.2	Kapitalbehov	30
3.3	Torsk Laks Makrell (Norsk Sjømatråd, 2018)	36
3.4	Markedsvekst i USA (Atlantic Sapphire, 2019)	39
3.5	Sammendrag Porters 5 konkurransekrefter	42
3.6	SVIMA-Matrise (Lien og Jakobsen, 2015)	44
3.7	Anbefalinger basert på miljøparametre (Seafood Watch, 2019)	46
3.8	Lokalisering: Midlertidig fortrinn	47
3.9	Teknologi: Midlertidig fortrinn	48
4.1	Forventet produksjonsvekst (Atlantic Sapphire, 2019)	52
4.2	Komparativ kostnadsanalyse (Atlantic Sapphire, 2019)	54
4.3	Produksjonskostnader per kilo i norsk oppdrett	55
6.1	Utvikling i yield - norske og amerikanske statsobligasjoner	61
6.2	Egenkapitalkrav for de fem største oppdrettselskapene på Oslo Børs	65
7.1	Historisk vekst i BNP - Norge og USA	67
7.2	Forventet inntektsvekst	68
7.3	Justering for opparbeidet skattefordel	73
7.4	Fremskrevet resultatregnskap i hele tusen	74
7.5	Fremskrevet balanse i hele tusen	74
7.6	Prognose av kontantstrømmer i hele tusen	75
8.1	Diskontert kontantstrøm i hele tusen	76
9.1	Multipler	84
9.2	Verdsettelse P/E	84
9.3	Verdsettelse P/S	85
9.4	Pris/Bok	86
9.5	Pris/Bok komparativt estimat	87
10.1	Endringer i finansrelaterte drivere	89
10.2	Inntektsvekst	90
11.1	Forventet kursutvikling mot andre halvår 2020	93
13.1	Handlingsstrategi for Atlantic Sapphire (11.12.19)	97
13.2	Fremskrevet resultatregnskap i hele tusen	107
13.3	Fremskrevet balanse i hele tusen	108
13.4	Prognose av kontantstrømmer i hele tusen	109

1 Bransjen

1.1 Definisjon og avgrensing

Vi definerer bransjen Atlantic Sapphire opererer i som bransjen for oppdrett av laks. Andre former for oppdrett antas å være veldig lik produksjonsmessig, og selv om det til dags dato ikke er aktuelt for Atlantic Sapphire, er dette noe flere av konkurrentene også genererer inntekter fra. Annen form for oppdrett utgjør likevel som regel en mindre del av den totale produksjonen til det vi definerer som hovedkonkurrentene. Bransjen blir derfor avgrenset til selskaper som driver med lakseoppdrett i havet, og selskaper som driver med lakseoppdrett på land, der Atlantic Sapphire er det eneste selskapet med drift i større skala. En ytterligere avgrensning er at selskapene må levere til det amerikanske markedet, da det er der Atlantic Sapphire opererer. Selskaper som har sin hovedaktivitet knyttet til fangst eller oppdrett av hvitfisk og skalldyr er definitivt substitutter til Atlantic Sapphires produkt, men vil i denne oppgaven spille en mindre rolle når det kommer til sammenligning. En slik markedsdefinisjon er nyttig for å avgrense bransjen slik at konkurrenter og selve konkurransen blir enklere å analysere.

Sett fra et historisk perspektiv har oppdrettsbransjen i Norge bestått av mange små aktører. Fra 1990-tallet og fremover har bransjen derimot vært preget av en økende horisontal konsolidering, som har resultert i at den nå i all hovedgrad består av noen få store aktører. Disse aktørene omfatter blant andre Mowi, Salmar, Lerøy Seafood Group, og Grieg Seafood Group. Samtlige av disse produsentene eksporterer laks til USA, er notert på børsen og er sentrale aktører på verdensmarkedet. Vårt bransjeutvalg består av disse selskapene, og vil danne grunnlag for vår strategiske analyse og komparative verdsettelse senere i oppgave.

1.2 Historie

Fiskerinæringen har vært essensiell for norsk matforsyning og svært betydningsfull for norsk økonomi i århundrer. Fiskeriet kan trekkes helt tilbake til steinalderen, da de første innvandrerne utnyttet de rike fiskeressursene ved kysten. I løpet av 1000-tallet ble norsk fisk en viktig handelsvare også i internasjonal skala (Hallenstvedt, 2019). Hansatiden

i Bergen er et godt eksempel. Under denne perioden ble tørket torsk fra Nord-Norge distribuert i Bergen og solgt over store deler av Europa. Perioden var sentral i Norges utvikling mot å bli en stor sjøfarts- og eksportnasjon, og sikret innflyt av varer og kunnskap som var viktig for landets økonomiske utvikling. (Fjordnorway, 2019)

Oppdrett av atlantehavslaks ble forsøkt på 1960-tallet i Norge, og den første oppdrettslaksen ble slaktet i 1971. Utviklingen av fungerende prosedyrer for oppdrett av laks medførte at lakseoppdrett ble en del av norsk industri på 1980-tallet, og senere en av landets viktigste eksportnæringer. I dag produseres over halvparten av oppdrettslaksen i verden i Norge (Misund, 2019). Totalt bidro oppdrettsnæringen med en verdiskaping på 62 milliarder kroner, og 15,4 milliarder kroner i selskap- og personskatt i 2018, ifølge en analyse av Sintef Ocean (Laksefakta, 2019).

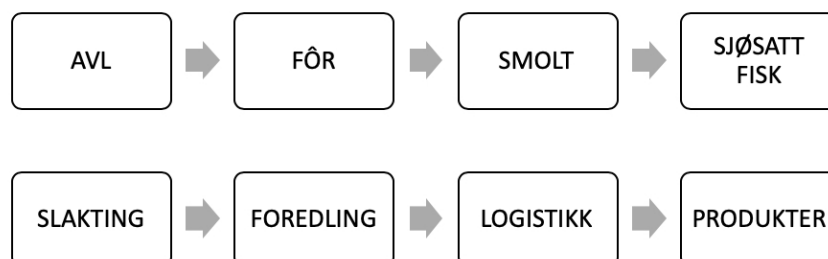
En stor del av veksten til de største selskapene i bransjen har kommet som følge av løsere reglement i tiden etter 1980. Oppkjøp av mindre selskaper med konsesjoner førte med seg synergier og kostnadsfordeler. Konsesjoner kan ikke selges i det åpne markedet, men må tildeles av myndighetene.

1.3 Produksjonssyklus

Laksens livssyklus starter i ferskvann, der den vokser opp før den migrerer til havet. Når laksen er kjønnsmoden returnerer den til sitt fødested for å formere seg. Oppdrettsnæringen manipulerer denne livssyklusen. Nyklekket lakseyngel lever i tanker med ferskvann, som regel i 6 måneder til ett år. Etter å ha gjennomgått en metamorfose, det vil si en fase som tilpasser den saltvann, defineres den som smolt. Til sammenligning tar smoltifiseringsprosessen normalt 2-5 år i naturen. Grunnen til den store tidsforskjellen er blant annet optimal temperatur og førtilgang. Smolten er på dette tidspunktet klar for å settes i merder, vanligvis i havet/fjorden, og fisken er fra dette tidspunktet definert som laks. Laksen lever i merden frem til slaktetidspunktet, noe som vanligvis tar omtrent to år. Det betyr at hele oppdrettsprosessen tar ca. tre år for laks som slaktes på høsten, og nesten 4 år for laks som slaktes før sommeren. For laks som produseres i sjøen, slaktes det lite sent på våren og i sommermånedene, noe som skyldes svært gunstige vekstforhold i denne perioden. Resten av året holdes tilbudet relativt konstant (Erko Seafood, 2019).

Mesteparten av av laksen foredles og selges fersk rett etter slakting, mens en mindre del

fryses ned. Vanligvis er produsentene vertikalt integrert og de følger laksen gjennom hele dens livssyklus, og senere med videreforedling og distribusjon av ferdige lakseprodukter til konsumentmarkedet. Dette varierer likevel fra selskap til selskap.



Figur 1.1: Verdikjede for oppdrettsnæringen

1.4 Produktet

Laks er et fiskeprodukt som for lengst er blitt hverdagskost i norske hjem. Konsumet er betydelig også i andre deler av verden, gjerne i land der laksen idag må importeres. Dette er blant annet på grunn av et økt fokus på fisk fra offentlige etater, som for eksempel American Heart Association. Laks har et høyt innhold av flerumettede fettsyrer som omega 3, som har en påvist positiv virkning på hjertet. Laksen er dessuten næringsrik og en kilde til protein av høy kvalitet, samt viktige vitaminer, mineraler og antioksidanter som vitamin D, B12, jod og selen. (NHI, 2019)

Oppdrett av laks er også en særdeles effektiv form for kjøttproduksjon. Den økonomiske fôrfaktoren for laks er 1,29 kg fôr per kilo slaktet laks for 2019. Dette forholdet har ligget stabilt rett i overkant av 1,2 siden 2006. Til sammenligning er fôrfaktoren for storfe, svin og fjærkre henholdsvis 4,1, 2,63 og 1,79. Tallene for annen kjøttproduksjon er hentet fra en undersøkelse utført av Ytrestøy et al fra 2015, og Bjørkli fra 2002. I tillegg har laks en høy utnyttelsesgrad sammenlignet med andre kjøttprodukter, som i sum gjør laksen til en god kandidat til å møte fremtidens utfordringer hva angår blant annet befolkningsvekst. Verdens befolkning er forventet å øke med to milliarder før 2050, det kreves bedre ressursutnyttelse av matproduksjonen for å nå FNs mål om en bærekraftig utvikling (Fiskeridirektoratet, 2018).

1.5 Markedsoversikt

1.5.1 Produksjonen

Det globale markedet for laks produserer omtrent 2,5 millioner tonn årlig, til en samlet verdi på 15,4 milliarder dollar. I antall måltider er det over 17,5 milliarder måltider som bare krever 0,0008 prosent av verdens havområder (ISFA, 2018) Både produksjon og konsum har økt kraftig i mange år, men står fremdeles for en svært beskjeden del av verdens konsum av proteiner. Følgende tabell gir et bilde på verdens produksjon og konsum av laks.

	Produksjon	Konsum
Norge, Færøyene og Island	1 388 000	50 000
EU med Storbritannia	236 000	1 158 000
Russland	39 000	135 000
Nord-Amerika	175 000	520 000
Sør-Amerika	838 000	189 000
Australia og New Zealand	64 000	65 000
Japan	10 000	276 000
Resten av Asia	2 000	257 000
Totalt	2 702 000	2 650 000

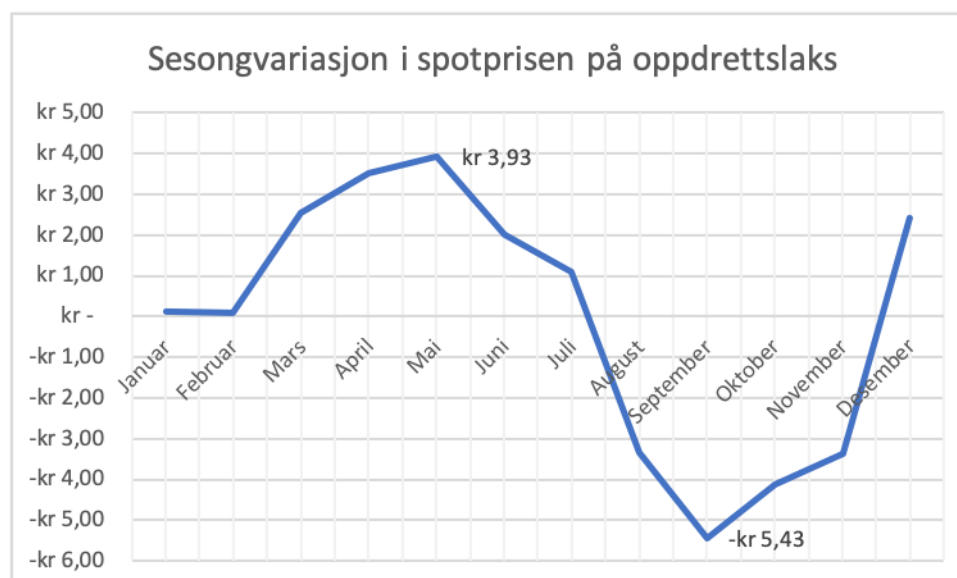
Figur 1.2: Verdensmarkedet for laks i tonn

Tabellen er basert på et annet datagrunnlag enn det fra ISFA-rapporten. Data er hentet fra en presentasjon holdt av Atlantic Sapphire på Intrafish Seafood Investor Forum i London den 13. september 2018. Selskapet har selv hentet data fra rapporter utarbeidet av Kontali Analyse AS. Vi har benyttet denne kilden av praktiske årsaker, ettersom et samlet bilde av markedet ellers ikke var lett tilgjengelig. Likevel fremstår begge kilder som pålitelige, selv om ingen av dem trolig har helt korrekte tall.

Idag er Norge den desidert største produsenten av laks i verden med 1 281 872 tonn i 2018 ifølge SSB. Vi ser at det kun er regionen med Norge, Færøyene og Island og Sør-Amerika, der Chile står for størstedelen av produksjonen, som er nettoleverandører. De store konsummarkedene i Japan, Nord-Amerika og resten av Europa har et stort produksjonsunderskudd, og er helt avhengig av import for å møte etterspørselen.

1.5.2 Lakseprisen

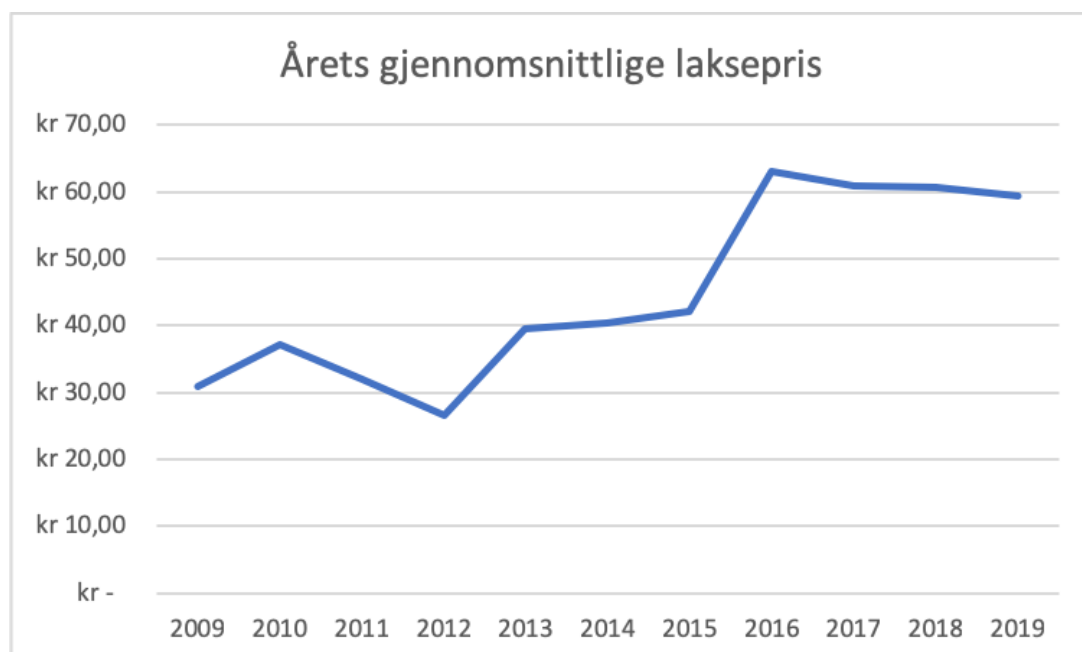
Tilbudet på verdensbasis er lite elastisk, og mulighetene til å tilpasse produksjonen for å møte faktisk etterspørsel på kort sikt er minimal. Dette skyldes lang produksjonssyklus og lav holdbarhet på slaktet laks. Prisen på laks er en svært sentral driver for produsentenes inntjeningsevne, noe som for eksempel illustreres i selskapenes regnskap og aksjekursutvikling, ved større prisendringer. Prisene varierer gjennom året, og påvirkes av variasjonen i både tilbud og etterspørsel. Som nevnt tidligere har laksen sin beste vekstperiode om sommeren. Derfor slaktes det lite laks i denne perioden, og følgelig reduseres tilbudet. Etterspørselen etter laks har vokst i lang tid, og tilbudet følger etter når produsentene øker sin kapasitet. Hvilken av disse størrelsene som vokser mest i den aktuelle perioden gir også utslag i pris. Prisene er altså gjenstand for både sesongvariasjon og normal variasjon. Følgene figurer illustrerer den gjennomsnittlige sesongvariasjonen i spotpriser de siste ti årene, og den samlede prisutviklingen fra 2009-2019. Data er hentet fra Fishpool.eu.



Figur 1.3: Sesongvariasjon i spotpriser på oppdrettslaks i perioden 2009-2019

Figuren viser hvordan de ulike månedene varierer fra årets gjennomsnittspriser. Gjennomsnittsprisen blir da en trendlinje som lar oss isolere sesongeffekten. Ved å se på differansen mellom trend og faktisk månedspris, dannes det et bilde av sesongeffekten. Vi mener at å ta snittet av de ti årene gjør bildet mer riktig fordi variasjonen gjennom et enkeltår er stor og prisen påvirkes av flere andre faktorer enn kun sesongvariasjonen.

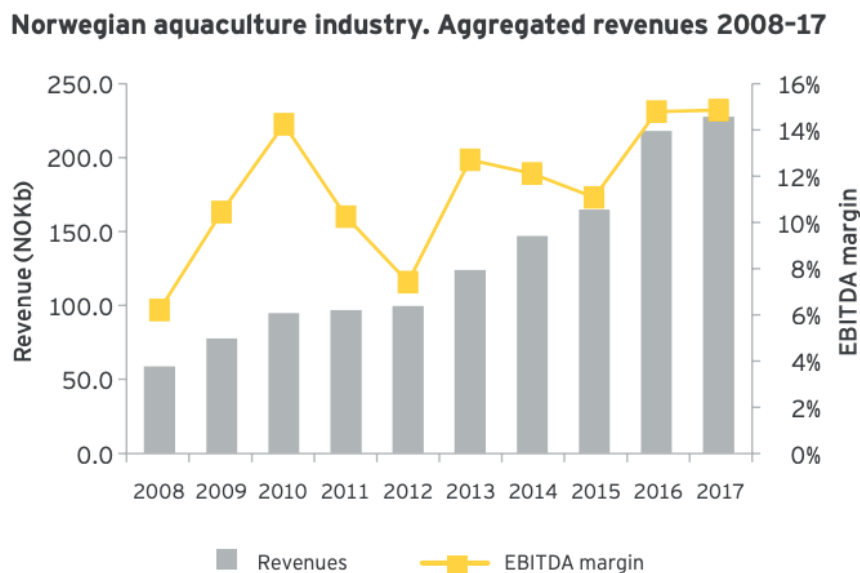
Når vi studerer resultatet ser vi at figuren stemmer godt overens med det en kan forvente gitt grunnleggende bakgrunnskunnskaper om tilbud og etterspørsel i dette markedet. Et positivt avvik betyr at gjeldene pris er over gjennomsnittet. Siden tilbudet reduseres om våren og sommeren, ettersom dette er laksens beste vekstperiode, er det naturlig å forvente en viss prisøkning i denne perioden *ceteris paribus*. Av figuren fremgår det at det største positive avviket er i mai, da prisen er 3,93 kr høyere en gjennomsnittsprisen. Om høsten økes tilbudet og det er mulig at det oppstår et tilbudsoverskudd, noe som kan stå bak det negative prisavviket om høsten. Det største avviket er i september med -5,43 kr. Det er viktig å påpeke at figuren har svakheter, og at vi bør være kritisk til dens forklaringskraft. Den tar ikke hensyn til andre faktorer som påvirker prisen, derfor kan sesongvariasjonens effekt på pris være noe anderledes enn det figuren viser. Figuren stemmer også kun overens med tilbudsiden til produsenter nord for ekvator, ettersom for eksempel sommeren i Chile faller i vinterhalvåret. Det er likevel nord for ekvator mesteparten av laksen produseres. Oppdrett på land der temperaturkontrollen og vekstforholdene gjør at tilbudet kan holdes uendret hele året, vil heller ikke bidra til sesongvariasjon. Landbasert oppdrett står imidlertid bare for en veldig liten del av produksjonen.



Figur 1.4: Årets gjennomsnittlige laksepriser fra 2009-2019

Av figuren fremgår det at lakseprisen har sett en markant økning i perioden, og omtrent doblet seg fra 2009 til idag. Produksjonen har også vokst kraftig, noe som skulle tilsi

økte marginer og store inntektsøkninger for selskapene. Dette har også hovedsaklig vært realiteten, men effekten er kanskje mindre enn man skulle trodd. Følgende figur er hentet fra EY sin årlige akvakulturrapport i 2018:



Figur 1.5: EBITDA margin og inntekter for norsk akvakultur 2008-2017

Vi ser at inntektsveksten er betydelig og stiger relativt jevnt. Fra 2015 til 2016 er veksten ekstra stor. I denne korte perioden steg lakseprisen fra et snitt på 42,09kr til 63,13. Bransjens inntektsvekst er i absolutte termer og tyder på at både produksjonsøkningen og prisøkningen kommer til uttrykk. For marginen er bildet mer delt. I likhet med inntektene, stiger marginen med lakseprisen, og man kan se likeheter hvis man sammenligner grafen for lakseprisen med grafen for EBITDA-margin. Samtidig er variasjonen og trenden mer uklar enn for inntektene. For eksempel var EBITDA-marginen marginalt høyere i 2010 enn årene 2016 og 2017, selv om lakseprisen var 69,4 prosent høyere i 2016 enn i 2010. Grunnen til dette skyldes delvis at kostnadsveksten i oppdrettsnæringen også har vært betydelig. Uansett er det grunnlag for å hevde at bransjen som helhet har blitt mer lønnsom i perioden, og at gunstige salgspriser er noe av årsaken til dette.

Et annet aspekt som modellene ikke viser er prisutviklingen i Euro, og effekten av dette for norske produsenter. I gjennomgangen av datamaterialet registrerer vi at valutakursutviklingen mellom NOK og EUR viser en kraftig depresiering av den norske kronen, spesielt sent i perioden. Det sammenfaller med oljekrisen fra 2014. Valutakursutviklingen mellom valutaen i produksjonslandet og importmarkedet har

betydning for inntektsiden til produksjonsselskapene. Selv om usikkerhet er negativt, er en kronesvekkelse i utgangspunktet positivt for konkurransekraften til norske eksportvarer. Selskaper med kostnader i kroner og inntekter i valuta nyter godt av en kronesvekkelse. Dette momentet resonerer godt med utviklingen til produsentene i Norge. For Atlantic Sapphire blir bildet et litt annet. Selskapet vil hovedsaklig ha både kostnader og inntekter i amerikanske dollar, som gjør Atlantic Sapphire nærmest upåvirket av endringer i relative valutakurser. Det er om man ser bort i fra den kortsiktige effekten valutakursendringer kan ha på aksjekurser på norske børser, siden Atlantic Sapphire tross alt handles der. Ved fravær av valutarisiko reduseres Atlantic Sapphires økonomiske nedside, men samtidig vil selskapet gå glipp av valutakursgevinsten som konkurrentene har oppnådd de siste årene. Det kan hevdes at videre betydelig svekkelse av kronen er usannsynlig. Historisk sett er kronekursen på et lavt nivå tross et høyt aktivitetsnivå i norsk økonomi, sammenlignet med utlandet. Prognoser om økonomisk vekst og oljepriser gir også et bilde av at kronen i alle fall ikke er overpriset, og at en appresiering er vel så sannsynlig. Et slikt scenario vil svekke konkurranseevnen til Atlantic Sapphires konkurrenter. Faren for ekstreme valutakurssvingninger er heller ikke ikke særlig stor, ettersom både Norge, og eksportørens hovedmarkeder, må regnes å være relativt stabile økonomier. Samtidig skal det også nevnes at flere store aktører reduserer sin eksponering mot valutarisiko ved hedging. Dette er mulig ved kjøp og salg av finansielle kontrakter. Betydningen av valutakurser er derfor usikker, og kanskje lite betydningsfull for de store aktørene.

1.5.3 Etterspørselsvekst

Fremover forventes det at etterspørselen etter laks på verdensbasis vil fortsette å vokse. I følge en rapport fra Mowi fra 2018, vil konsumet av fisk per innbygger øke fra 20,4kg i 2016, til 21,6kg i 2026. Samtidig forventes det en befolkningsvekst på 10,6 prosent. Med tanke på at fiskeressursene utenom akvakultur er nær maksimal utnyttelse, og mulighetene for økt fangst er små, er det forventet at nettopp akvakultur vil dekke den økte etterspørselen. Lakseoppdrett vil trolig kapre deler av tilbudsunderskuddet som veksten i etterspørsel skaper. (Mowi, 2018)

1.6 Næringens utfordringer

1.6.1 Lakselus

Lakselus er et lite krepsdyr som livnærer seg på laksens slim, skinn og blod. Den er en parasitt som kan være dødelig for laksen i større mengder. På grunn av stor tetthet av laks i oppdrettsnæringen øker smitten betraktelig. Økningen i bestanden av lakselus har hatt store negative ringvirkninger for villaksbestanden, noe som har vært gjenstand for kritikk fra flere hold. Idag er overvåkingen og kontrollen av antall lakselus tilstede i merdene rekordhøy. I Norge krever Mattilsynet ukentlig innrapportering av antall lakselus, og det kreves tiltak dersom grensene overskrides. Lakselusen kan bekjempes ved både medikamentelle og ikke medikamentelle tiltak, som begge medfører kostnader for selskapene og svekker lønnsomheten. I de senere år har lakselusen utviklet resistens mot mange av medikamentene, som i stor grad har ført til at bruk av medikamenter ikke lenger er det dominerende tiltaket mot lakselus. Ikke-medikamentelle tiltak inkluderer blant annet renseskift, som er det mest utbredte, og mer preventive tiltak, som avl av mer resistent fisk og lusetette nett rundt merdene som reduserer innflyt av luselarver. Med jevne mellomrom brakklegges også merdene, siden lakselusen ikke kan leve i ferskvann. Dette tiltaket hindrer også at lusen sprer seg fra et slakteklart kull, til et nytt kull med laks som overtar samme merd.

Problematikken rundt lakselus er et område hvor landbasert oppdrett har en stor fordel sammenlignet med tradisjonell oppdrett. Lusen har ført til kostnadsvekst i tradisjonell oppdrett i lengre tid, og har sammen med annen sykdomsproblematikk vært noe av grunnlaget for satsingen i oppdrett på land. Det fremgår i en rapport utredet av Animalia fra 2017, at svinn i oppdrettsnæringen for fisk satt ut i 2015 akkumulerte til 15,4 prosent. I Fiskehelse rapporten fra 2018 ble 14,7 prosent presentert, mens enkelte kilder hevder at dødeligheten blant laksen kan være så høy som over 20 prosent. (Veterinærinstituttet, 2019)

1.6.2 Helseisiko

Lenge har det vært spekulert om hvorvidt oppdrettslaksens førsammensetning og medisinerer gjør den til måltid som utgjør en risiko for helsen. Dette har i stor grad blitt

avkrefte av forskningsrapporter. Nyere forskning viser at fiskehelsen i norskprodusert laks har sett stor forbedring de senere år og faktisk inneholder mindre miljøgifter enn annen fisk (Kjørstad, 2017). Den norske oppdrettsbransjen er gjenstand for nøye overvåkning og kontroll av myndighetene, men samtidig er ikke det tilfelle for hele bransjen. Produsenter i andre land har vanligvis friere tøyler enn i Norge, noe som kan føre til at det tas snarveier når det kommer til fiskehelse.

Et annet helseaspekt som har blitt belyst i senere tid er problemet med mikroplast. Selv om det er begrenset forskning på området er det bred enighet om at det kan være helseskadelig å spise fisk med betydelige inntak av mikroplast. Dette aspektet elimineres ved landbasert oppdrett.

1.6.3 Laksefôr

En av bransjens viktigste innsatsfaktorer er fôret som brukes i produksjonen. Først og fremst er oppdrettsaktørene ekstremt avhengige av fôrleverandørene, da det er kostbart å integrere fôrproduksjonen inn i egen verdikjede. I tillegg påvirker kvaliteten på fôret kvaliteten på laksen. Å produsere kvalitetsfôr, som både ivaretar bærekraftshensyn fra samfunnet og ytelseskriterier fra oppdrettsaktørene, er kostbart for fôrprodusentene. På den ene siden møter de press fra omgivelsene som ikke ønsker at småfisk skal fiskes for og brukes som fôr i lakseoppdrett. For å omgå bærekraftutfordringene erstatter de delvis småfisken med proteinkilder fra planter. På den andre siden møter fôrprodusentene press fra oppdrettsbransjen som ønsker mest mulig naturlig fôr, uten særlige forskjeller fra næringen villaks får gjennom sin naturlige diett. Nettopp dette næringsaspektet er særlig viktig for oppdrettsaktørene. Ved å benytte substitutter som soyaproteinkonsentrat eller andre proteinkilder i laksefôret, endres oppdrettslaksens diett. På den måten endres produktegenskapene oppdrettslaksen tilbyr, med hensyn til næringsinnhold og smak. Dette er problematisk for oppdrettsaktørene, da smak og næringsinnhold er to av lakseproduktets viktigste salgsargumenter. Således er fôrnæringens utfordringer også oppdrettsbransjens utfordringer.

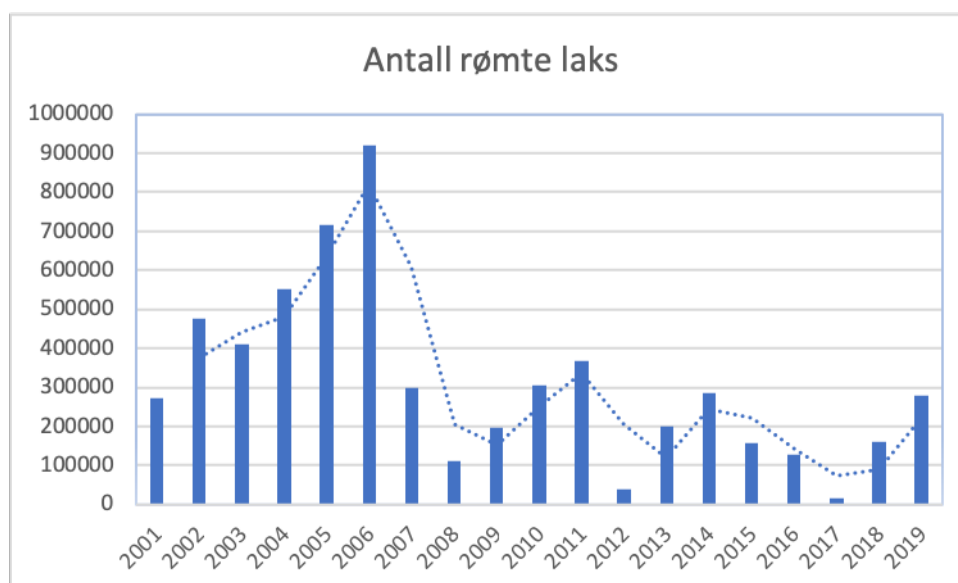
1.6.4 Forurensing

Mikroplasten er potensielt en trussel for laks og annen fisk som matfisk. Likevel er ikke tradisjonell oppdrett bare et offer for plastforurensing, men også en av synderne. En nylig undersøkelse av Naturvernforbundet indikerer at slitasje på fôringsrør av plast som brukes av oppdrettsnæringen kan medføre opptill 325 000 kg utslipp av mikroplast hvert år i Norge alene (Lofthus, 2018).

Et annet mer kjent forurensingsproblem er avfall og utslipp av næringsalter som nitrogen og fosfor i forbindelse med fôring og avføring. Flere naturvernorganisasjoner har i lang tid uttrykt bekymring. Imidlertid viser undersøkelser fra Fiskeridirektoratet at miljøtilstanden i norske fjorder ikke utgjør et problem idag, og at trenden i miljøforholdene rundt anleggene er positiv (Laksefakta, 2019).

1.6.5 Rømming

Til tross for kraftig økning i produksjon har rømming blitt et mindre problem enn det var tidligere. Selv om 2019 så langt har vært et dårlig år hva utviklingen i rømmingstatisikker angår, peker pilen i riktig retning sett i under et lengre tidsperspektiv. Hovedårsaken til dette er sikrere merder og bedre rutiner. Følgende figur viser rømmingstatisikk fra 2001 til idag med et glidende gjennomsnitt for de to siste årene (Fiskeridirektoratet, 2019):



Figur 1.6: Statistikk for antall rømte laks i perioden 2001-2019

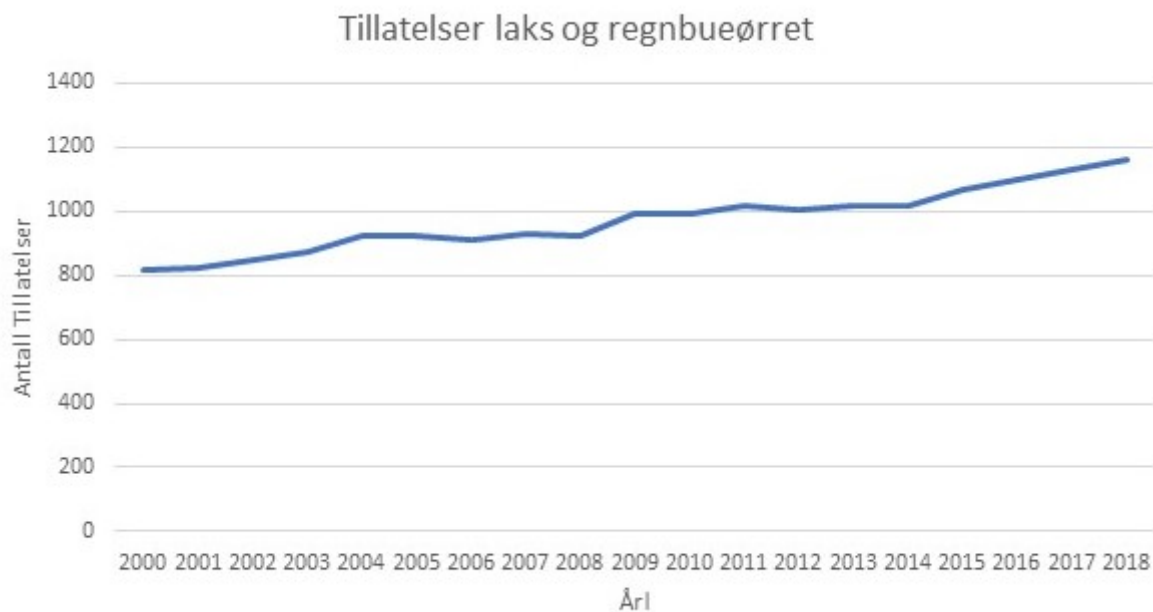
I tillegg til at det er kostbart for selskapene som mister fremtidige inntekter, kan rømt fisk skape problemer i økosystemet. Dersom fisken er syk, utgjør den en smittefare for villaksen. Det største problemet er imidlertid at den formerer seg med villaks og svekker den genetiske variasjonen og overlevelsessevnen til villaksen. Oppdrettslaksen er nemlig dårligere skikket til å leve fritt i naturen, og beskyttelse av villaksbestanden er hovedargumentet for at rømning bør minimeres. Som tidligere nevnt er rømning idag et mindre problem enn tidligere. Ved lansbasert oppdrett er rømningsproblemet fullstendig eliminert.

1.7 Regulering av bransjen

1.7.1 Norge

Den norske oppdrettsbransjen reguleres av et begrenset antall tillatelser til oppdrett av laks. De som ønsker å drive med akvakultur i Norge, trenger en tillatelse tildelt med hjemmel i akvakulturloven. Det er også en gitt grense, MTB (maksimalt tillatt biomasse), på hvor mye levende fisk hver aktør kan ha stående i sjøen til hver tid. MTB måles i kilo eller tonn, og reguleres på lokalitetsnivå og selskapsnivå. Standard tillatelser til matfiskproduksjon av laks er på 780 tonn, men varierer på ulike geografiske lokasjoner. Hver måned utvikler Fiskeridirektoratet en månedlig oversikt over innrapporterte biomassetall fra norske akvakulturanlegg for å overvåke og kontrollere utviklingen (Fiskeridirektoratet, 2017).

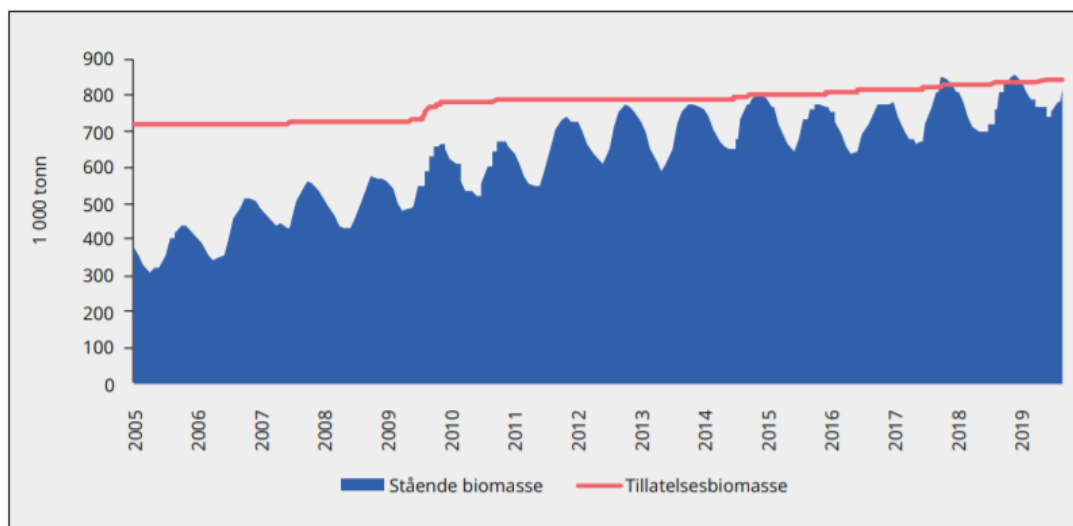
Konsesjonene for å drive oppdrett av laks tildeles i egne tildelingsrunder til en fastsatt pris. Formålet med reguleringen er å sikre en bærekraftig utvikling relatert til miljøutfordringene som bransjen står ovenfor, i tillegg til å bidra til verdiskaping og sysselsetting. Etterspørselen etter matfiskkonsesjoner for laks har vært større enn laks de siste årene, og søkere har måtte konkurrere om et begrenset antall tildelinger. Figur 1.7 viser utviklingen i tildelte matfiskkonsesjoner for ørret og laks i perioden 2000 til 2018 (Data hentet fra SSB, 2019).



Figur 1.7: Tillatelser 2000-2018

Som figur 1.7 illustrerer har det vært en svak voksende trend i antall tildelte konsesjoner fra år 2000. Etterspørselen etter matfiskkonsesjoner for laks har vært større enn antall tildelte konsesjoner, noe som har ført til at søkerne har måttet konkurrere basert på ulike kriterier i hver enkelt tildelingsrunde.

Samtidig som konsesjonene begrenser antall produksjonsmuligheter, begrenser MTB det maksimale produksjonsvolumet på hver lokalitet. Figur 1.8 viser utviklingen i biomasse for ørret og laks i perioden 2005 til 2019. Den lyserøde linjen illustrer utviklingen i MTB, og er beregnet med utgangspunkt i standard vekt for konsesjoner (780 tonn). I denne sammenhengen kan MTB tolkes som bransjens tildelte produksjonskapasitet. Den mørkeblå linjen viser utviklingen i den virkelige biomassen som har vært i sjøen i samme periode (Fiskeridirektoratet, 2019).



Figur 1.8: Biomasse Vs. MTB

Det fremgår av figur 1.8 at oppdrettssekskapenes biomasse har vokst raskere enn bransjens tildelte kapasitet. Antall konsesjoner har vokst, men MTB per konsesjon har holdt seg stabilt på 780 tonn, med unntak for Finnmark og Nordland. Grunnet lavere svinn og andre forbedringer har flere oppdrettsvirksomheter økt produksjonen gjennom økt utnyttelse per konsesjon. Som konsekvens har flere av disse oppdrettsvirksomhetene nærmet seg toppen for maksimal utnyttelse, og bransjens videre utvikling vil i stor grad påvirkes av politikk for MTB-nivået og nye konsesjoner. I 2015 besluttet myndighetene at alle oppdrettssekskaper og virksomheter kan søke om en fem prosent økning i MTB-nivået for sine tildelte konsesjoner. Prisen for denne økningen ble satt til 1 million kroner per konsesjon. Det politiske miljøet er svært kritiske til ytterlige økninger i MTB-nivået av hensyn til lokalmiljøet (Fiskedirektoratet, 2019).

1.7.2 Chile

Ifølge Innovasjon Norge (2019) sysselsetter den chilenske oppdrettsnæringen omlag 70000 mennesker, og har bidratt sterkt til chilensk logistikk- og samfunnsutvikling. Likevel har bransjen hatt manglende evne til å inkludere lokalbefolkningen, og har skapt store biologiske utfordringer i akvakulturen, noe som har skapt økende motstand mot oppdrett i landet. Politisk baner dette vei for økt regulering av bransjen, selv om det så langt har vært utfordrende for politikerne å vedta en egen oppdrettslov.

Markedet i Chile skiller seg ut fra resten av de store markedene. Chile ligger langt bak

Norge med hensyn til bruk av ny teknologi og bærekraftig drift. Det er liten grad av innovasjon og nytenkning, noe som både skapes av og resulterer i svak økonomisk utvikling. Det finnes over 1200 konsesjoner i Chile, og det tildeles svært få nye. Kun ca 400 av disse konsesjonene er i bruk, men potensialet for rask produksjonsøkning ved økte priser er stort. Politisk er det bred enighet om at det er gunstig for bransjen med en gradvis produksjonsøkning (Innovasjon Norge, 2019).

2 Atlantic Sapphire

2.1 Begynnelsen

Atlantic Sapphire ble grunnlagt i 2010 av oppdrettsentreprenørene Johan Andreassen og Bjørn-Vegard Løvik. På 90-tallet pionerte Løvik og Andreassen bruk av rensefisk som et naturlig middel for å bekjempe fiskelus i merder. Med rensefisk som substitutt for lusemiddel, startet de Villa Organic, Norges første organiske lakseoppdrettselskap. (Atlantic Sapphire, 2019)

Til tross for at Villa Organic lenge var regnet som det ledende bærekraftige lakseoppdrettselskapet i Norge, så entreprenørene for seg et enda bedre alternativ. Atlantic Sapphire ble bygget på erfaringene gjort i Villa Organic, med en visjon om å lede lakseoppdrettsbransjen mot en mer bærekraftig fremtid. En av hovedoppdagelsene fra Villa Organic var at uansett hvor bærekraftige oppdrettsmetoder som benyttes, må laksen transporteres med fly på tvers av kloden til forbrukermarkedene. Slik transport medfører bruk av lite bærekraftig emballasje og betydelige karbonfotavtrykk. (Atlantic Sapphire, 2019)

2.2 Forretningsidé og konsept

For å nå visjonen om å lede lakseoppdrettsbransjen mot en mer bærekraftig fremtid utformet entreprenørene en idé. Denne idéen tok utgangspunkt i en bransje full av problemer knyttet til produksjonsområder, høye transport- og logistikkostnader, samt risiko og kostnader fra sykdom- og parasittbekjempelse. I tillegg eksisterer regulatoriske begrensninger og miljøhensyn som potensielt kan forhindre industrien i å møte markedets voksende etterspørsel. Bluehouse Technology (heretter Blåhus) er teknologien Atlantic Sapphire benytter for å drive landbassert lakseoppdrett. Blåhusene består av forskjellige basseng for hvert av oppdrettsprosessens nivåer, med små basseng der eggene introduseres, og større basseng for yngelen og utvokste laks. Bassengene krever kontinuerlig gjennomstrømning av saltvann, både for å skape et sunt og klart akvatisk miljø, men også for å gi fiskene motstrøm å svømme i. Dette innebærer at Blåhusene er avhengige av vannkilder for å være operative og kostnadseffektive. Å velge riktige vannkilder er

også avgjørende for å unngå oppdrettsbransjens problemer knyttet til mikroplast, feil smak, og næringsinnhold for laksen. 99% av vannet som brukes i blåhusene resirkuleres, og fiskeavfallet fra produksjonen vil videreselges for bruk som gjødsel eller fornybar energi i form av biogass. (Atlantic Sapphire, 2019)

2.3 Hva skiller Atlantic Sapphire fra konkurrentene?

Først og fremst synes det å være mange likheter mellom Atlantic Sapphire og de sammenlignbare norske oppdrettselskapene (Mowi, Lerøy, Salmar, Cermaq, Grieg Seafood og Royal Salmon). Samtlige virksomheter produserer primært laks, og på den måten er alle utsatt for svingninger i lakseprisen. Mange av de største selskapene har ekspandert gjennom oppkjøp av mindre virksomheter, og flertallet utgjør helintegrerte oppdrettsvirksomheter. I tillegg har selskapene sine hovedmarkeder i USA, Asia og Europa, noe som innebærer at de må forholde seg til samme politiske forhold (Solberg og Bogaard, 2016).

Vi mener at det er hovedsakelig 6 områder Atlantic Sapphire skiller seg fra sammenlignbare selskaper. I det følgende vil vi gjøre kort rede for disse, mens en mer omfattende kvalitativ SVIMA-analyse vil bli foretatt i kapittelet om Strategisk Analyse.

Lokalisering

Områder som egner seg for konvensjonell lakseoppdrett til sjøs er begrenset, og beveger seg stadig lenger nord og sør mot kjøligere strøk. Som forklart i bransje-kapittelet, er sjøbasert produksjon dominert av Norge og Chile på grunn av store egnede områder. Figur 2.1 illustrer hvor majoriteten av de største virksomhetene produserer laks.



Figur 2.1: Produksjonsområder (Atlantic Sapphire, 2019)

Mesteparten av laksen som produseres i Chile og Norge eksporteres over lange distanser til ulike sluttmarkeder. Dette er både kostbart og lite miljøvennlig. Atlantic Sapphire skiller seg ut ved å utnytte blåhus-teknologi for å produsere tett på sluttmarkedet i USA. Ressursene som muliggjør dette er teknologien, erfaringen og kompetansen på landbasert oppdrett.

Teknologi

Gjennom sitt anlegg i Danmark har Atlantic Sapphire opparbeidet seg flere års erfaring på hvordan et landbasert prosessanlegg skal driftes på en god måte. Dette har gitt dem muligheten til å forme sine teknologiske løsninger på en måte som bedrer driftssikkerheten og kvaliteten på produksjonen. Teknologien, og kompetansen på hvordan teknologien skal brukes, er en samlet ressurs som mange av selskapets konkurrenter ikke besitter.

Unik verdikjede

En typisk konvensjonell verdikjede for sjøbasert lakseoppdrett er omstendelig. Det er en ni-delt prosess som inneholder følgende ledd: Landbasert egg-kekkeri, transport med brønnbåt, sjøbaserte merder, returtransport med brønnbåt, prosessering, transport med lastebil, lufttransport, ny transport med lastebil, og salg til sluttbruker. Ved å produsere på land kan Atlantic Sapphire operere med en verdikjede som kun består av produksjon i blåhus, transport med lastebil og salg til sluttbruker. En slik verdikjede er mindre

komplisert, billigere, raskere, og mer miljøvennlig.

Miljøutfordringer

Som vi har forklart i kapittelet om bransjen, er det flere miljømessige utfordringer knyttet til konvensjonell sjøbasert lakseoppdrett. De største knytter seg til ubehandlet fiskeavfall, sykdom og parasitter, rømming, medisin- og plantevernmiddelbruk, mikroplast, rovdyr, og innvirkning på villaks. Lakseoppdrett i blåhus reduserer eller omgår samtlige av disse utfordringene, og sparer på den måten kostnader og reduserer risiko, i tillegg til å ivareta selskapets samfunnsansvar.

Kostnadstruktur

Industrigjennomsnittet for kostnadsnivået i Norge ved eksport til det amerikanske markedet ligger på 53 NOK/kg HOG. Innbakt i dette kostnadsnivået ligger kostnader for fôr, frakt, avskrivninger og renter, og andre produksjonskostnader. Atlantic Sapphires prognoser tilsier at selskapet styrer mot et kostnadsnivå på 36 NOK/kg HOG når selskapet når fase 2 i 2020, hvilket er 32% lavere enn bransjesnittet. Selskapets kostnadsstruktur er rigget for enda lavere nivåer dersom produksjonen oppskaleres fra 90 000 tonn laks årlig, slik selskapet planlegger (Atlantic Sapphire, 2018).

Risikofaktorer

For veletablerte konvensjonelle selskaper knytter de største risikofaktorene seg til miljømessige og politiske forhold. Ettersom Atlantic Sapphire er et anderledes og ungt oppdrettselskap, er også risikofaktorene anderledes. De største risikofaktorene knytter seg til feil i teknologi, produksjonsutstyr, og driftsrutiner. Feil på disse områdene kan ramme selskapets viktigste eiendel; biomassen.

2.4 Kommersiell oppskalering

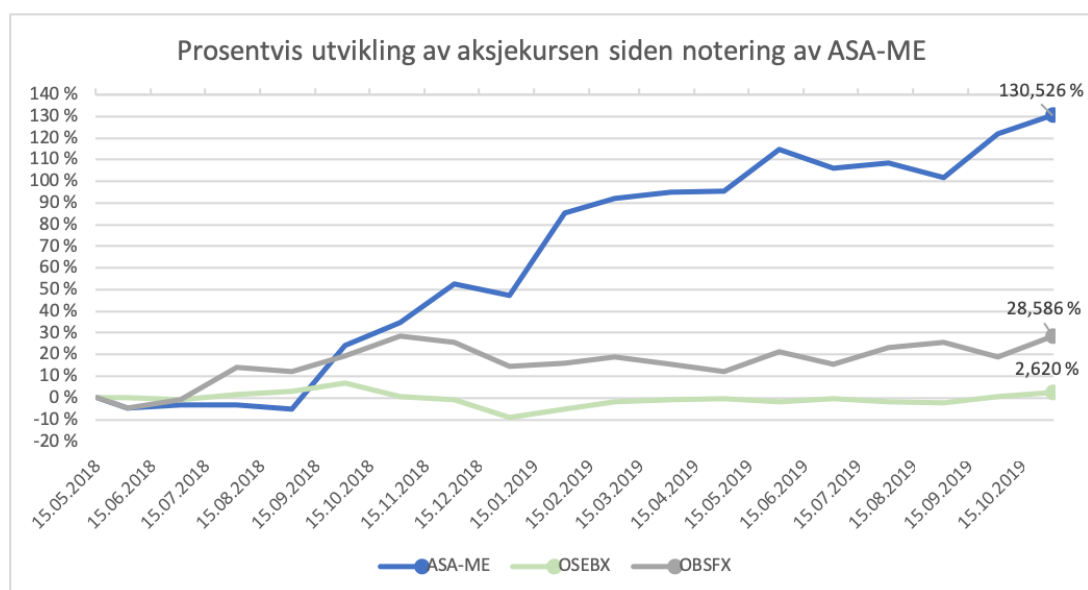
Andreasen og Løvik slo seg sammen med den danske resirkulasjon- og akvakultureksperten Thue Hold, og satt igang et såkalt kommersielt blåhus pilotprosjekt i Danmark for å innovere konseptet og teknologien som skal eliminere behovet for merder på fjerne lokasjoner. Blåhuset i Danmark har vært operativt siden 2011 og har produsert over 25 generasjoner Atlantic-laks til idag. Samtidig som pilotprosjektet ble iverksatt i Danmark, identifiserte Løvik og Andreasen det de mente var det best egnede stedet for å bygge

et fullskala Blåhus på fastlandet i USA. USA ble valgt fordi det av alle nasjoner utgjør det største laksemarkedet i verden, hvorav 90 prosent av laksen i landet er importert. Siden 2011 har blåhuset i Danmark tilrettelagt for innovasjon og finjustering av landbasert lakseoppdrett. Ifølge selskapet har dette vært essensielt for å bygge opp uvurderlig erfaring og kompetanse om fallgruver som må unngås ved fullskala produksjon i USA. I tillegg til å fungere som selskapets forskning- og innovasjonsenter, er anlegget i Danmark en del av selskapets profil utad, og forsikrer alle eksterne interessenter om selskapets forpliktelse til forskning og bærekraft (Atlantic Sapphire, 2019)

Årene etter 2011 var starten på det kommersialiserende stadiet av selskapets utvikling. Ledelsen brukte flere år på å sikre rettigheter til grunnvannsinfrastruktur i Miami, USA, hvor det finnes grunnvann som egner seg for produksjonen. Konstruksjon av fasiliteter og anlegg ble iverksatt tidlig etter rettighetene ble sikret, og første eggparti ble introdusert i anlegget i slutten av 2018. Dette eggpartiet forventes å høstes i midten av 2020, og markerer en betydelig milepæl for Atlantic Sapphire (Atlantic Sapphire, 2019).

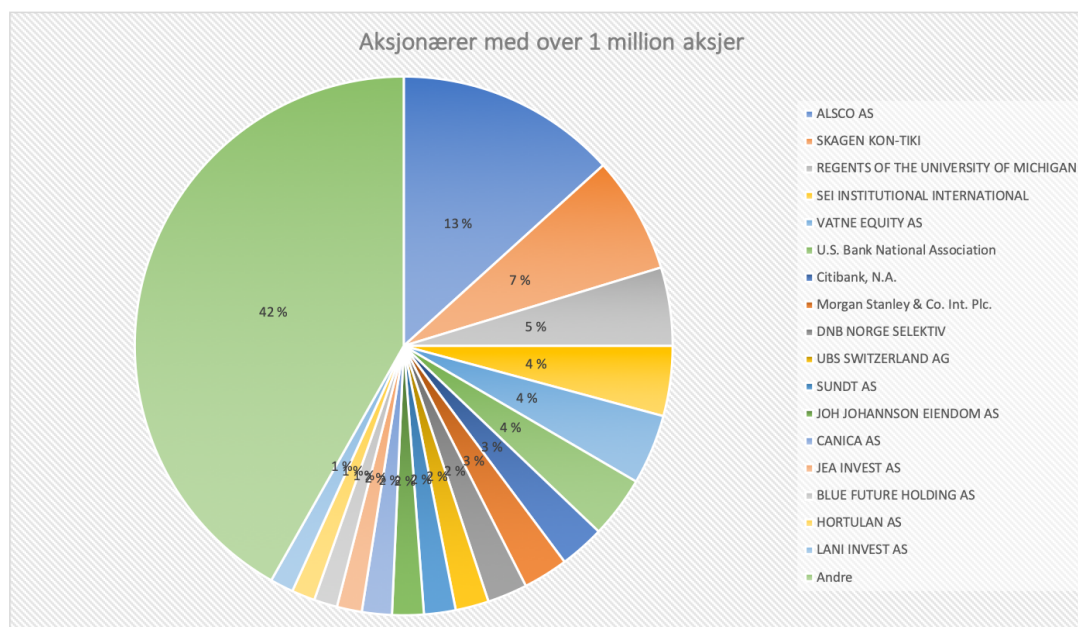
2.5 Aksjonærforhold og kursutvikling

Atlantic Sapphire er notert på Merkur Market, som er tilknyttet Oslo Børs. Siden notering den 15.05.2018 har aksjen gitt høy avkastning. Følgende figur viser utviklingen fra notering sammenlignet med OSLO Seafood Index og Hovedindeksen. Sluttdato er 01.11.2019.



Figur 2.2: Kursutvikling siden notering - sammenlignet med relevante indekser

Eierstrukturen er en kombinasjon av institusjonelle og private investorer. Selskapets grunnleggere, Bjørn-Vegard Løvik og Johan Andreassen, eier fremdeles en stor aksjepost gjennom selskapet AlSCO AS. AlSCO er største aksjonær med 13,3 prosent av aksjene. Figuren under viser en oversikt over de 17 største investorene som alle har en eierandel på minst en million aksjer.



Figur 2.3: Oversikt over aksjonærer med over 1 million aksjer - 19.09.19

3 Strategisk analyse

Som første steg i verdsettelsen av Atlantic Sapphire skal vi gjennomføre en strategisk analyse. Den strategiske analysen består av en eksternanalyse, internanalyse, og risikoanalyse. Tradisjonelt sett har de strategiske analysene subsidiære roller når selskaper verdsettes, og hovedfokus ligger som regel på kvantitative verdsettelsesmodeller. For et oppdrettsselskap som Atlantic Sapphire derimot, hvor første laks enda ikke har nådd forbrukermarkedet, vil den strategiske analysen stå mer sentralt. Noe av grunnen til dette er at selskapets regnskapsanalyse i stor grad vil basseres på usikre prognoser, og dermed ikke kan vektlegges i for stor grad. Samtidig er selskapets strategi avgjørende for å hente kapital fra finansmarkedene, initiere produksjonen på en god måte, og å drive selskapet i riktig retning i de avgjørende første årene med produksjon og salg. Mens den fundamentale analysen vil ta utgangspunkt i 100% sannsynlighet for suksess, vil den strategiske analysen brukes for å finne det beste sannsynlighets-estimatet for suksess, og følgelig være direkte avgjørende for vår verdsettelse.

3.1 Eksternanalyse

I første del av den strategiske analysen ønsker vi å analysere selskapets eksterne omgivelser. Vi splitter de eksterne omgivelsene i to nivåer, slik at vi kan gjøre en generell analyse av selskapets trusler og muligheter eksternt, i tillegg til en bransjespesifikk analyse med fokus på konkurransesituasjonen. For å analysere de generelle eksterne omgivelsene benytter vi en PESTEL-analyse, mens for den bransjespesifikke analysen falt valget på Porters 5-kraftmodell.

3.2 Teori- PESTEL

En PESTEL-analyse er et nyttig verktøy for å identifisere de eksterne faktorene som kan påvirke bransjen, og følgelig selskapets forretningssituasjon (Sander,2019). PESTEL står for:

- P : Political
- E : Economic

- S : Sociocultural
- T : Technological
- E : Environmental
- L : Legal

(Sander, 2019).

Politiske faktorer: Politiske faktorer handler om hvordan og til hvilken grad regjeringen kan påvirke økonomien det er snakk om. Eksempelvis kan dette inkludere samfunnsøkonomiske beslutninger og handelspolitikk.

Økonomiske faktorer: Makroøkonomiske faktorer kan ha en betydelig innvirkning på lønnsomhet, i tillegg til hvordan selskapet velger å gjøre forretning. Slike faktorer inkluderer for eksempel økonomisk stabilitet, økonomisk vekst, og valuta-utvikling.

Sosiokulturelle faktorer: Sosiokulturelle forhold knyttes til betydningen av *myke* forhold for næringsutvikling i land og regioner. Dette er med på å påvirke hvordan organisasjoner oppfatter kundemassens underliggende drivere og behov. Dette har direkte påvirkning på kundenes adferd og preferanser.

Teknologiske faktorer: Teknologiske faktorer kan påvirke markedet gjennom nye eller endrede produkter, i tillegg til endrede metoder for produksjon, distribusjon og markedsføring.

Miljømessige faktorer: Disse faktorene knytter seg til reguleringer og krav myndighetene setter for å verne miljøet. Det kan også knytte seg til kundenes krav til bærekraftige forretningsmodeller.

Juridiske faktorer: Juridiske faktorer omhandler konsumentrettigheter og arbeidsmiljølover.

3.3 Anvendelse PESTEL

3.3.1 Politiske faktorer

Det er flere politiske forhold som kan påvirke det amerikanske laksemarkedet. Først og fremst eksisterer det politiske spenninger mellom store handelsnasjoner som Kina, USA og Russland. Handelsblokader og sanksjoner kan påvirke import og eksport av laksen produsert i USA, som videre vil påvirke laksebransjen. Også i 2019 preges handelspolitikken i USA av økt toll og utvidede restriksjoner på importvarer. Det eksisterer dog en viss usikkerhet knyttet til nettoeffekten av dette på laksemarkedet, da forskjellige matvarer rammes ulikt av disse endringene. Vi ser likevel for oss at det i grove trekk er to mulige scenarier som kan utfolde seg på bakgrunn av endret politisk temperatur. Første mulighet er økt politisk spenning på tvers av landegrenser. Dette vil føre til økt toll og importrestriksjon som resulterer i et redusert tilbud av laks til det amerikanske forbrukermarkedet. Et redusert tilbud vil følgelig presse prisene opp, og på den måten øke inntjeningen til de amerikanske produsentene, eksempelvis Atlantic Sapphire. Samtidig er det lite sannsynlig at de utenlandske oppdrettsaktørene vil ta tollkostnadene på sin regning, hvilket reduserer salget og flytter kostnaden over til forbrukerne. Andre mulighet er redusert politisk spenning, hvilket vil resultere i lavere toll og restriksjoner. Dette vil øke laksetilbudet og presse prisene ned. Lavere priser fører til lavere inntjening for amerikanske lakseprodusenter. For utenlandske produsenter derimot er lavere toll positivt, da dette øker deres salgsvolum. En av de politiske faktorene som kan vise seg å være svært positiv for lakseprodusenter lokalisert i USA er *The Berry Amendment*. Dette vedtaket krever at det amerikanske forsvarsdepartementet prioriterer amerikanskproduserte varer ved innkjøp. Andelen konsumert laks i den amerikanske forsvars-dietten øker, hvilket betyr større etterspørsel etter de USA-lokaliserte produsentene (DNB, 2019).

3.3.2 Økonomiske faktorer

USA er en industrialisert nasjon med høy BNP per innbygger. Til tross for dette er velstandsgapet og sosiale forskjeller ansett for å være høyere enn hva som er vanlig for vestlige industrialiserte land. Grunnet lav sosial mobilitet er det forventet at dette velstandsgapet vil fortsette å øke. Det er utfordrende å forutsi hvilken innvirkning dette

vil ha på det amerikanske laksesalget, annet enn at laksekonsumet sannsynligvis vil øke mest hos middelklassen (Lumen, 2018).

Isolert sett står bransjeaktørene fra Norge overfor risiko knyttet til appresiering av den norske kronen. Som vi allerede har forklart i bransje-kapitlet, har disse aktørene kostnader i kroner, og inntekter i fremmedvaluta. Derfor vil en appresiering av kronen innebære et nettotap for aktørene, gitt at de ikke valutasikrer. Etter all sannsynlighet gjør de dog dette, og vi velger derfor å ikke vektlegge denne trusselen nevneverdig mye.

3.3.3 Sosiokulturelle faktorer

Amerikanere spiser sunnere enn ved tusenårskiftet, og etterspørselen etter ferske produkter har økt (The New York Times, 2017). Likevel har amerikanerne, både kvinner og menn i alle aldersgrupper, et lavere ukentlig konsum av sjømat enn hva helsemyndighetene anbefaler (Department of Health and Human Services and U.S. Department of Agriculture, 2017). Likevel peker de fleste estimatene for konsumentutvikling at amerikanerne ønsker mer fersk laks i dietten, hvilket trolig henger sammen med økt fokus på kosthold.

Nettbasert dagligvarehandel og ferdige måltider øker i popularitet i USA. Dette er produkter som ofte fordrer rask responstid for å opprettholde produktenes ferskhet. Denne utviklingen styrker posisjonen til produsenter lokalisert i USA, da de befinner seg tettere på markedet og således er bedre posisjonert for å betjene denne etterspørselen (Atlantic Sapphire, 2018).

3.3.4 Teknologiske faktorer

Produksjon av oppdrettslaks har vist seg å være svært lønnsomt, og mange store selskaper har vokst frem i næringen. Som en konsekvens av dette har det blitt investert mye for å forbedre produktiviteten i sektoren, særlig blant de største aktørene. Det har blitt gjort viktig innovasjon innenfor foring, sykdomsbehandling og vaksiner (ISFA, 2018). Resultatet av dette er mer stabil vekst og raskere høsting av biomassen enn tidligere. Inntil nylig har denne innovasjonen hovedsakelig knyttet seg til konvensjonell lakseoppdrett, men dette ser nå ut til å ha endret seg betydelig. Flere av de største aktørene i bransjen eksperimenterer med ulike tilnærming til lakseoppdrett, blant annet offshore og landbasert. For laksebransjen som helhet innebærer dette en høyere teknologisk endringstakt enn

tidligere. Selskapene som ikke evner å følge den teknologiske utviklingen vil trolig bli akterutseilt raskt.

3.3.5 Miljømessige faktorer

Det siste tiåret har det blitt et stadig økende fokus på oppdrettsnæringens miljøutfordringer. Som vi presenterte i kapittel 1, knytter disse utfordringene seg i hovedsak til mikroplast, avfall og utslipp. I tillegg til selskapenes forsøk på innovere seg forbi disse problemene med land- og offshoreanlegg, er også myndighetene kommet på banen i økende grad. For å verne om produksjonsområdene er det svært lav eller ingen vekst i antall konsesjoner til sjøs, og dyrevernorganisasjoner øker presset for bedre dyrevelferd i produksjonsprosessen. I Norge har det også vært snakk om å innføre en såkalt *lakseskatt*. Idag er det kun olje- og vannkraftnæringen som må betale skatt på det økonomer kaller grunnrente, det vil si de ekstra inntektene som selskapene får ved å utnytte en begrenset naturressurs. Debatten dreier seg om hvorvidt fiskeoppdrettere også skal betale denne grunnrenten (E24, 2019). Denne skatten er en potensiell trussel for aktører lokalisert i Norge.

3.3.6 Juridiske faktorer

Dagens lovgivning tillater kun 2,5% biomasse i merdene. Endringen i denne lovgivningen vil kunne løfte bransjens produksjonstak, uten at det kreves større investeringer. I lys av bransjens utfordringer er det forøvrig liten sannsynlighet for at en slik endring vil skje. Dagens lovgivning rundt lakseoppdrett er ganske streng, og vi forventer at den vil forbli det i overskuelig fremtid. Fra et miljøperspektiv er det uforsvarlig å deregulere bransjen, noe det synes å være bred politisk enighet om.

3.3.7 Oppsummering PESTEL

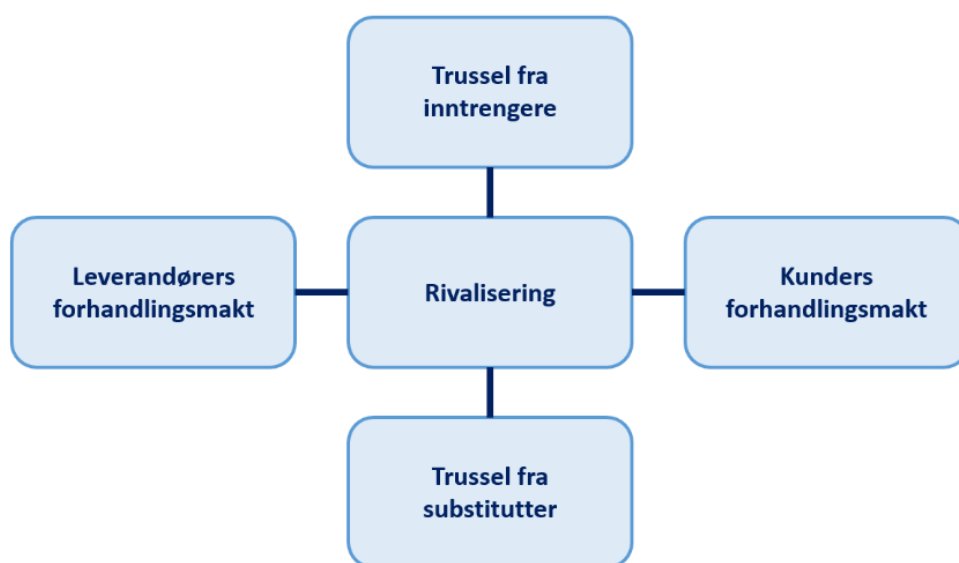
Pestel-analysen har avdekket trusler og muligheter bransjen står overfor. De politiske faktorene kan true selskaper som er store på eksport, fordi handelsbarrierer begrenser salget. Følgelig er dette en mulighet for selskaper som er lokalisert på riktig side av disse handelsbarrierene. Samtidig vil endringer i toll kunne påvirke lakseprisen i det amerikanske markedet, hvilket igjen påvirker selskapenes inntjeningssevne. Økonomiske faktorer knytter seg til forventet økt etterspørsel etter laks blant middelklassen i USA, i

tillegg til valutarisiko for aktørene utenfor USA. De sosiokulturelle faktorene indikerer en økende etterspørsel etter fersk laks i USA, hvilket er en solid mulighet for selskapene som ønsker å kapre markedsandeler. Teknologiske faktorer representerer muligheter for selskaper som enten er disruptive eller endringsdyktige, men de er også en trussel for selskapene som ikke evner å følge utviklingen. De miljømessige faktorene dreier seg om vern av akvakulturen rundt produksjonsområder, og utfordringer knyttet til mikroplast. Lakseskatten kunne også inngått som en juridisk faktor, men mtp. debattens formål mener vi den utgjør en miljømessig faktor. De juridiske faktorene forventes å utgjøre verken trusler eller muligheter i fremtiden.

Fra dette er vår vurdering at bransjen byr på flere muligheter for de USA-lokaliserte aktørene, enn resten. I tillegg er de fleste truslene kun gjeldene for aktørene som eksporterer laks til USA.

3.4 Teori - Porters 5 Krefter

Porters 5-kraftmodell er en strategisk konkurranseanalyse av selskapets eksterne omgivelser på bransjenivå. Modellen bygger på tesen om at konkurransefortrinn oppnås gjennom strategisk posisjonering overfor fem ulike krefter i markedet. Ifølge Porter vil konkurransesituasjonen i en bransje, og dermed attraktiviteten til markedet, avgjøres av samspillet mellom følgende fem krefter:



Figur 3.1: Porters 5 krefter (Johnson et al, 2017)

Rivalisering refererer til den interne kampen om markedsandeler i et marked, og er avhengig av en markedsdefinisjon for å kunne analyseres. Her identifiseres antallet konkurrenter og styrken deres. Det er også aktuelt å vurdere produktene deres og hvordan de stiller mot hverandre. Leverandørers forhandlingsmakt er evnen de har til å presse opp priser på produkter og tjenester. Dette knytter seg i stor grad til aktørenes verdikapringsevne, antallet leverandører og deres unikheter. Kunders forhandlingsmakt handler om deres evne til å presse priser ned, som også her påvirkes av antall kunder. Jo flere kunder et selskap har, jo lavere forhandlingskraft har hver enkelt kunde. Trussel fra substitutter referer til sannsynligheten for at selskapets kunder kan erstatte produktet eller tjenesten med alternative løsninger. Et substitutt som er billig og tilgjengelig kan svekke selskapets posisjon og true lønnsomheten. Trussel fra inntrengere avgjøres av aktørers evne til å entre markedet. Etableringsforholdene påvirkes av strukturelle og strategiske etableringsbarrierer. (Mindtools, 2019)

3.5 Anvendelse - Porters 5 Krefter

3.5.1 Trussel fra nye aktører

I følge Henry (2008, s. 71) vil trusselen fra nye aktører avhenge av hvilke inngangsbarrierer som eksisterer i bransjen. Som nevnt er disse inngangsbarrierene strukturelle og strategiske forhold som kan gjøre det mer eller mindre aktuelt for en ny aktør å entre markedet. En bransje med høye inngangsbarrierer vil typisk ha tilsvarende lav trussel fra potensielle nye aktører. I de følgende avsnittene ser vi nærmere på og drøfter 6 ulike inngangsbarrierer som kan påvirke lakseoppdrettsbransjen.

Stordriftsfordeler

Stordriftsfordeler oppstår når selskaper som produserer store volum opplever reduserte enhetskostnader fordi de kan spre faste kostnader utover flere enheter, benytte mer effektiv teknologi, eller kreve bedre vilkår fra leverandørene. På den måten avskrekker disse økonomiske forholdene potensielle nye aktører fra å entre bransjen, ved å tvinge dem til å enten forplikte seg til store investeringer, eller akseptere kostnadsulempen (Porter, 2008).

Siden 2005 har langsiktige kostnader i oppdrettsbransjen økt nesten hvert år. Disse kostnadene er knyttet til driftsmateriell, forskning og innovasjon, større lokaliteter, og

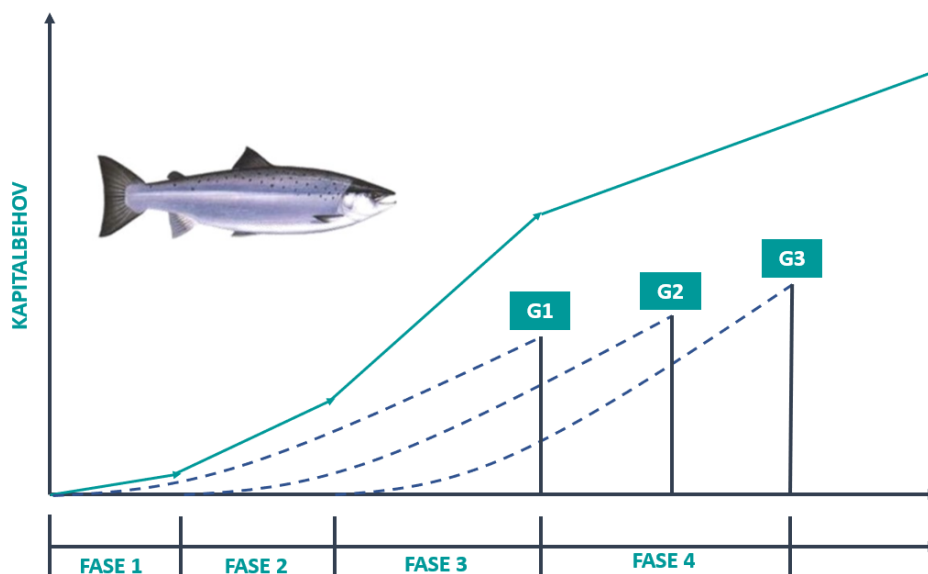
automatiserte fôringsanlegg. Hensikten bak investeringene er å øke produktiviteten i anleggene, og oppdretterne peker selv på dette som helt nødvendig for å komme opp på et konkurransedyktig kostnadsnivå per kilo laks. Noen investeringer kreves også for å være i tråd med myndighetenes krav til miljøvern. For nye aktører vil det være en omfattende prosess å få på plass anlegg som møter disse kriteriene, i tillegg til å måtte forplikte seg med betydelige finansielle ressurser. Dermed vil mange nye aktører trolig være tvunget til å operere med et høyere kostnadsnivå per kg laks de første årene (Nofima, 2018). I lys av dette eksiterer det en inngangsbarriere i form av stordriftsfordeler.

Produktdifferensiering

For de fleste konsumenter anses laks som et relativt homogent produkt. Likevel kan det sies å eksistere en viss grad av produktdifferensiering i bransjen. Enkelte leverandører videreforedler produktene fra ubehandlet til røkt laks, og de fleste leverandørene differensierer på variasjon i størrelse, fôr og geografisk område. I tillegg vil selskaper som Atlantic Sapphire kunne differensiere med merkevarebygging på mer miljøvennlig laks. Noen aktører har i perioder oppnådd prispremier ved å differensiere enkelte produktlinjer på eksklusivitet, som har ført til økt lønnsomhet. I stor skala, og på lengre sikt, er dette likevel vanskelig. Dette skyldes stor konkurranse, og at disse produktlinjene kjapt kan imiteres av konkurrenter. Selskapenes beste mulighet til å differensiere seg i markedet er altså merkevarebygging. Nedsiden ved merkevarebygging er at det er en tidkrevende prosess som ofte krever langsiktige investeringer i markedsføring. Utover dette kan man fra et overordnet perspektiv hevde at forskjellene i produktdifferensiering er ganske små, og ikke burde fungere som en etableringsbarriere for nye aktører.

Kapitalbehov

Behov for å investere store finansielle ressurser for å kunne konkurrere vil virke avskrekkende på potensielle nye aktører (Porter, 2008). I lakseoppdrettsbransjen er de største kapitalbehovene knyttet til konstruksjon og drift av produksjonsanleggene, og oppbygging av biomasse.



Figur 3.2: Kapitalbehov

Figuren over illustrerer hvordan kapitalbehovet utvikler seg når biomasse må bygges opp fra bunnen av. I Fase 1 er det kun én generasjon laks i produksjon, og kapitalbehovet tilsvarer den generasjonens produksjonskostnad. I Fase 2 er også den neste generasjonen i produksjon, samtidig som den første generasjonen vokser. På den måten øker kapitalbehovet raskt. I Fase 3 har generasjon 1 nådd siste nivå, generasjon 2 er i vekstfasen og generasjon 3 har påbegynt sin kostnadsbase. På slutten av fase 3 høstes generasjon 1, hvilket reduserer kapital bundet opp, men samtidig øker behovet for 2. og 3. generasjon. I alt illustrerer dette hvor kapitalintensiv bransjen er - en betydelig inngangsbarriere (Mowi, 2018). Det er dog viktig å merke seg at å tiltrekke seg den nødvendige kapitalen som kreves for å finansiere produksjonen ikke nødvendigvis er utfordrende, gitt at bransjen er lønnsom. I dette avsnittet er inngangsbarrieren tiden som kreves for å bygge opp kapital i form av biomasse.

Adgang til Distribusjonskanaler

I Norge har de største aktørene over lengre tid opparbeidet seg stødige distribusjonsnettverk og et godt renommé på det internasjonale markedet. Både Mowi og Salmar benytter egne distribusjonskanaler, mens Lerøy Seafood selger direkte til detaljister. De mellomstore selskapene benytter seg stort sett av tradisjonelle kanaler ved eksterne distributører, og for nye aktører vil slike avtaler ofte være mindre lønnsomme enn for etablerte selskaper. Et alternativ nye aktører har er å unngå deler av distribusjonsprosessen slik Atlantic

Sapphire gjør, ved å produsere tett på forbrukermarkedet. Atlantic Sapphire er også nødt til å distribuere varene sine, men har ikke behov for aktører som kan flytte varer på tvers av landegrenser for å nå sluttmarkedet. Utfordringen for selskaper som produserer i USA, vil være å lande lønnsomme distribusjonsavtaler for å betjene områder langt unna produksjonsanlegget. Til tross for denne utfordringene regnes ikke adgangen til distribusjonskanaler som en etableringsbarriere utenom det vanlige.

Regulering og Politikk

De kanskje viktigste strukturelle barrierene i oppdrettsbransjen skapes av bransjens strenge regulering gjennom tildeling av konsesjoner og MTB-nivåer. Som forklart i kapittelet om oppdrettsbransjen, setter det norske konsesjonssystemet en øvre grense på bransjens totale antall produksjonsfasiliteter, mens MTB-nivået begrenser hvor mye fisk disse fasilitetene kan holde til en hver tid. Med lav- eller nullvekst i nye konsesjoner, og et stabilt MTB-nivå, er etterspørselen etter produksjonstillatelser større enn tilbudet. For å få godkjent konsesjonssøknader stilles det strenge krav til anlegg og produksjonsmetodikk. Aktører som ønsker å starte landbasert oppdrett i Norge må forholde seg til samme konsesjonssystem som ved sjøoppdrett. Å få godkjent søknadene er svært tidkrevende og kan ta flere år, men i motsetning til sjøbasert oppdrett, er det ikke et tak på antall konsesjoner for landbasert produksjon (Fiksdal og Stæger-Holst, 2019). For nye aktører representerer dette en solid inngangsbarriere, ettersom det er svært kostbart å kjøpe sjøbaserte konsesjoner av andre aktører, og fordi det er en lang og omstendelig prosess å få egne konsesjoner. Dersom bransjen plutselig dereguleres i fremtiden, vil effekten av dette være todelt. Først og fremst vil tilbudet på laks øke, da produksjonstaket løftes og produksjonen følgelig øker. Dette vil drive lakseprisen ned og gå utover oppdretternes inntjening. Samtidig er det sannsynlig at lønnsomheten i bransjen bedres, ettersom biomasseutnyttelsen i hver merd bedres. Samtidig kan deregulering komme i form av lavere skatter, hvilket direkte påvirker hvor mye hvert selskap sitter igjen med på bunnlinjen. I tillegg til disse endringene, vil deregulering åpne opp for at nye aktører kan etablere seg der de tidligere ikke har hatt mulighet. Et slikt scenario vil altså øke trusselen fra nye aktører. Hvor sannsynlig dette er, er usikkert, og det har lite for seg å forsøke å predikere den politiske utviklingen på lang sikt. På kort til mellomlang sikt er det derimot lite som tyder på at bransjen står ovenfor politisk deregulering.

Av utenlandske markeder som eksporterer til USA, er Chile størst. Som bransjekapitlet forklarer, er også den chilenske oppdrettsbransjen regulert, men ikke i like restriktiv grad som den norske. Den generelle lønnsomheten i Chile er høy, men det er ulike grunner til at lønnsomheten er lavere enn i Norge. Disse knytter seg hovedsakelig til svakere biologisk prestasjon, dårligere infrastruktur, og mindre selskaper som ikke oppnår stordriftsfordeler. Samtidig har de noen finansielle fordeler, blant annet lavere lønnskostnader. Det er altså ikke politisk regulering som gjør at nye store aktører ikke etablerer seg i Chile, men heller produksjonsproblemer ol. I lys av politiske reguleringer kan det derfor tenkes at det potensielt vokse frem nye aktører i dette markedet, gitt at produksjonsmetodene bedres. (Mowi, 2019).

For aktører som ønsker å følge i Atlantic Sapphires fotspor i USA, står politikk knyttet til grunnvannsrettigheter sentralt. Atlantic Sapphire brukte flere år på å sikre sine rettigheter i Florida, og kan potensielt ha banet vei for andre aktører. Likevel kan det tenkes at dette fortsatt vil være en utfordring for de som ønsker å etablere produksjon på fastlandet i USA.

I alt eksisterer det altså flere solide etableringsbarrierer i lakseoppdrettsbransjen. Mest fremtredende av disse er politisk regulering, stordriftsfordeler og kapitalbehov. Mer overkommelige barrierer eksisterer i form av adgang til distribusjonskanaler og produktdifferensiering.

Trusselen fra nye aktører begrenses av de største barrierene, men er på ingen måte nøytralisert. En viktig grunn til dette er at stordriftsfordeler og kapitalbehov kan overkommes med en sterk finansieringsstrategi. Så lenge oppdrettsbransjen er lønnsom vil den være attraktiv for investorer og tiltrekke seg kapital. I tillegg er landbasert oppdrett et direkte svar på politiske begrensinger og miljøhensyn, og omgår disse barrierene. Det er sannsynlig at mange investorer sitter på gjerdet for å observere og vurdere utviklingen av landbasert oppdrett, mens andre er overbevist om at landbasert oppdrett vil ha fotfeste innen 2-3 år. Dersom selskaper som Atlantic Sapphire lykkes vil dette bane vei for nye aktører som kan komme etter.

Totalt anser vi derfor trusselen fra nye aktører som middels.

3.5.2 Leverandørers Forhandlingsmakt

Sterke leverandører kaprer en større del av verdiskapingen ved å kreve høyere priser, begrense kvaliteten på sin tjeneste, eller overføre kostnader til andre bransjedeltakere. På den måten kan de skvise lønnsomheten ut av en bransje hvor deltakerne ikke klarer å overføre kostnadsøkningene til sine egne priser. Som regel er selskaper avhengige av flere ulike leverandører for å operere. En slik gruppe leverandører er sterk dersom:

- Den er mer konsentrert enn bransjen den selger til.
- Gruppen ikke er avhengig av bransjen for inntekter alene.
- Det oppstår kostnader for bransjeaktører som ønsker å skifte leverandør.
- Leverandørene tilbyr differensierte produkter og tjenester.
- Det er få substitutter for leverandørtjenestene.
- Det er realistisk for leverandørgruppen å integrere direkte inn i bransjen.

(Porter, 2008)

Det er særlig 3 typer leverandører som er viktige for oppdrettselskapene. Dette er leverandører av teknologiske løsninger, bioteknologiske leverandører og distributører.

Behovet for leverandører av teknologiske løsninger er tilstede i alle delene av verdikjeden for oppdrettselskaper. Slike løsninger brukes til biomasseovervåking, automatiserte førsystemer, bassengdrift, slakt og videreforedling. Som regel er disse leverandørene mer konsentrert enn bransjen de leverer til, men likevel avhengige av industrien for inntekter. Oppdrettselskaper som ønsker å bytte leverandører av løsninger innenfor luseovervåkings-teknologi eller annen nisjeteknologi, kan som regel gjøre dette uten særlig store kostnader. Det kan derimot være vanskeligere å bytte leverandører som prosesserer og videreforedler laksen, fordi disse ofte også er knyttet til distribusjon av produktet gjennom avtaler og forretningsnettverk (EY, 2018).

Leverandører av bioteknologi leverer et bredt spekter produkter, inkludert fôr, vaksiner, medisiner og rensefisk. Det eksisterer få substitutter for disse produktene, noe som øker leverandørenes forhandlingskraft. Samtidig er produktene differensierte, da hver leverandør som regel har spesialisert seg på noen få kompetanseområder. Dette styrker deres

forhandlingskraft ytterligere. På den andre siden er bioteknologileverandørene avhengige av oppdrettsbransjen for inntekt, og et dårlig bransjeår kan få merkbare konsekvenser for leverandørene i form av redusert salg. Dette reduserer deres forhandlingsmakt. Likevel er det viktig å merke seg at oppdrettsbransjen er fullstendig avhengig av fiskefôr, og det er få leverandører av dette. I Norge er det i all hovedgrad 3 selskaper som kaprer markedet: Cargill, Skretting og Biomar. At fôrmarkedet preges av få og store aktører, styrker leverandørenes forhandlingsmakt (EY, 2018). Denne avhengigheten av fiskefôr gjør dog at enkelte aktører velger å produsere fôret selv, eksempelvis Mowi og Lerøy. Også Atlantic Sapphire vurderer mulighetene for å produsere eget fôr. Denne formen for vertikal integrasjon er lønnsomt over visse produksjonsvolum, og reduserer derfor leverandørenes forhandlingsmakt.

Distribusjonsdelen av den konvensjonelle verdikjeden i lakseoppdrett er komplisert, både på input og output. Smolt må transporteres fra ferskvann til merder i sjøvann, og den høstbare laksen transporteres fra merdene til behandlingsanlegg for prosessering. Videre handles fisken av handelsgrupper som leverer til forbrukermarkedene. Det siste leddet inkluderer eksport på tvers av landegrenser, som regel via lufttransport. De største oppdrettselskapene kan vertikalt integrere distribusjonsprosessen innad i selskapet, slik som Mowi har gjort. For mindre oppdrettselskaper som ikke har råd til dette, er det viktig med gode distribusjonsavtaler for å oppnå gode marginer. Samtidig er det et skjevt forhold mellom antall produsenter og distributører. Dette øker distributørenes forhandlingskraft. Distributørene er derimot avhengige av store volumer og høy omløpshastighet for å være lønnsomme. Dette reduserer deres forhandlingskraft (EY, 2018). Landbaserte oppdrettselskaper som produserer tettere på leverandører og forbrukermarkedene, har en mindre komplisert distribusjonskjede. At de slipper distribusjon på tvers av landegrensene er et nøkkelmoment som reduserer distributørenes forhandlingsmakt. Dette aspektet trer derimot ikke i kraft før selskaper som Atlantic Sapphire leverer produkter til markedet.

Oppdrettsbransjens få leverandører av fiskefôr, og bransjens sterke avhengighet av fôret, gir disse leverandørene en sterk forhandlingsmakt. Det synes likevel å være et slags symbioseforhold mellom leverandørene og bransjen, og ingen av de andre leverandørtypene vurderes som ekstra sterke. Oppsummert vurderer vi derfor teknologileverandørenes forhandlingsmakt som middels, bioteknologileverandørenes forhandlingsmakt som sterk, og

distributørens forhandlingsmakt som middels. I vår totaltvurdering er derfor leverandørnes samlede forhandlingsmakt middels.

Trussel fra substitutter

Substitutter utfører den samme funksjonen som bransjeproduktet, men på en ulik måte. Ved en prisøkning på et produkt, kan kundene bytte til et substitutt som dekker den samme funksjonen eller behovet. Derfor begrenser substitutter bransjens profittpotensiale ved å sette et tak på bransjeproduktets priser, og påvirker slik bransjens lønnsomhet negativt.

Trusselen fra et substitutt er høy dersom:

- Det tilbyr en attraktiv pris-ytelse trade-off sammenlignet med bransjeproduktet.
- Forbrukerens kostnad ved å bytte til substituttet er lav.

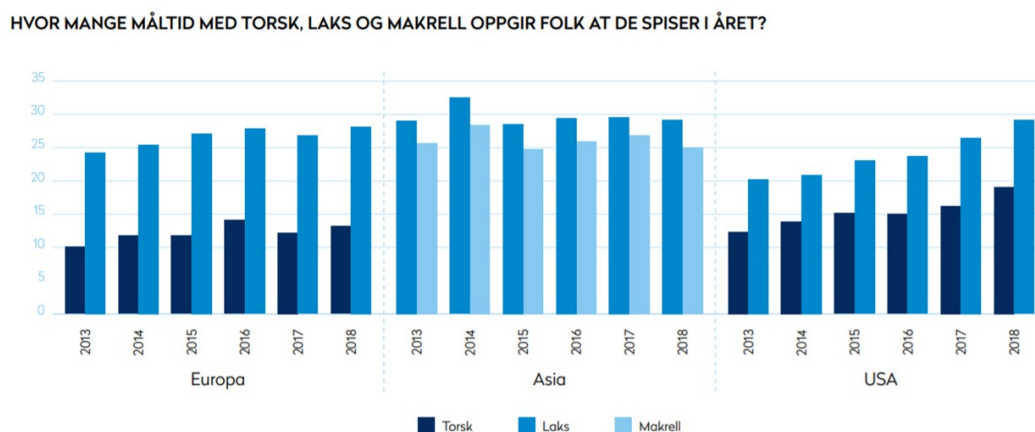
(Porter, 2008).

Vårt syn er at det er mest naturlig å plassere laks i produktkategorien *proteinrike matvarer*. Innenfor denne kategorien vil de nærmeste substituttene for laks være annen type fisk, som makrell og torsk. Lengre ut på substituerbarhetsaksen finner man andre proteinrike matvarer som svin, storfe og kylling. Laksen skiller seg fra disse typene kjøttprodukter ved sitt høye innhold av omega-3, og ansees sånn sett som et noe sunnere produkt.

Trusselen fra villfisk, som ikke inngår i oppdrett, anses ikke som særlig sterk fordi de fleste av disse ressursene idag er overutnyttet og minkende. Med andre ord mener vi at de nærmeste substituttene til laks har nådd sitt maksimale produksjonsvolum. Av andre kjøtttyper synes biff av storfe å være nærmest laks. Dette er produkt som ligner laksen på pris og kvalitet, og tilbyr for mange forbrukere samme ytelsesegenskaper. Prisen på disse produktene vil derfor være avgjørende for hvilket av dem forbrukerne velger. Samtidig kan det være verdt å merke seg at laksens høye innhold av flerumettede fettsyrer og antioksidanter har ført til et økt positivt fokus på produktet. I 2019 har andre typer rødt kjøtt derimot fått særdeles røff gjennomgang i det globale mediebildet på grunn av negative miljøaspekter ved produksjonen av disse produktene. Dette gjelder dog ikke villkjøtt. Det er ikke usannsynlig at avgifter på biff og lam vil stige i fremtiden. Prisutviklingen, produktaspektene og fremtidsutsiktene tatt i betraktning, mener vi at laksen har en svært

god posisjon i markedet, sammenlignet med andre typer kjøtt.

Av annen fersk fisk som ligner laks i næringshold, pris og smak, ligger som nevnt torsk og makrell nærest.



Figur 3.3: Torsk Laks Makrell (Norsk Sjømatråd, 2018)

I en undersøkelse utført av Norges Sjømatråd (2019) fremkommer det at laks står sterkest av de tre artene i både Europa, Asia og USA. På det amerikanske markedet står torsk langt sterkere enn makrell, og utgjør sånn sett en trussel for laksemarkedet. Siden tiårsskiftet har det vært økende interesse for torskeoppdrett i Norge, med fokus på hvordan kostnadsreduksjoner kan gjøre det mer lønnsomt. Dersom det utvikles en mer rimelig og effektiv metode for oppdrett av torsk, kan torsk potensielt utgjøre en enda større trussel i fremtiden. Dette gjelder både tradisjonell og landbassert oppdrett av torsk. (Norsk Industri, 2018). Idag er det likevel lite som tyder på at oppdrett av verken torsk eller makrell vil kunne konkurrere med laksen. Oppsummert mener vi derfor at laks står sterkt mot substituttene. Laksen kommer godt ut i en pris-ytelses avveining mot andre typer kjøtt og fisk. Slik bildet er idag, er det kun makroøkonomiske begivenheter, innovasjon på torskeoppdrett eller nye opplysninger knyttet til laksens egenskaper, som kan svekke produktets posisjon. Vi vurderer derfor trusselen fra substitutter som lav.

Kunders forhandlingsmakt

Forhandlingssterke kundegrupper kan kapre mer verdi ved å presse ned priser, kreve bedre kvalitet eller mer service, og spille markedsaktører mot hverandre. Kundene har mye

forhandlingsmakt dersom de har relativt mye innflytelse i forhold til markedsaktørene. Denne relative innflytelsen styrkes dersom et eller flere av følgende forhold er gjeldende:

- Det er få kunder, eller hver kunde kjøper store volum relativt til størrelsen på hver enkelt tilbyder.
- Produktene er standardiserte eller udifferensierte. Dersom kundene mener de enkelt kan finne et tilsvarende produkt, spiller de ofte tilbyderne mot hverandre.
- Kostnaden ved å bytte tilbyder er lav for kundene.
- Kundene kan på en troverdig måte true med å integrere bakover, og produsere produktet selv dersom tilbyderne er for lønnsomme.

(Porter, 2008).

Den desidert største kundegruppen i oppdrettsbransjen består av dagligvarekjeder og grossister som videreselger laksen til forbrukermarkedet. Dette gjelder både i Norge og USA. I Norge har vi de siste årene opplevd en økt konsentrasjon av dagligvarekjedene, hvor stadig færre dagligvarekjeder kaprer større markedsandeler. Til tross for høy konsentrasjon er konkurransen mellom paraplyaktørene innen dagligvarehandel i Norge (Rema 1000, Coop, NorgesGruppen og Bunnpris) likevel sterk (Menon Economics, 2018). Økt konsentrasjon av dagligvarekjeder medfører at oppdrettsselskapene får færre aktører å forholde seg til. Dette gjelder også på det amerikanske markedet, hvor man i tillegg til økt konsentrasjon av dagligvarekjeder, opplever økt fokus på nettbasert salg. For oppdrettsselskapene er dette positivt fordi logistikkforhold og tilgjengelighet forenkles. Samtidig kan det føre til at dagligvarekjedene får økt forhandlingsmakt og kan presse ned marginene i oppdrettsbransjen. I tillegg til de store grossistene for dagligvarer, utgjør også restauranter og offentlige etater en del av oppdrettsselskapenes kundemasse. For oppdrettsselskapene er disse kundegruppene også viktige, da de sikrer at inntektsgrunnlagene står på flere ben enn kun dagligvaregrossister.

Et av forholdene som kan forsterke kundenes forhandlingsmakt er hvorvidt de på en troverdig måte kan integrere bakover i verdikjeden. Videreforedling av laks er en to-delt prosess, hvor det skilles mellom primær- og sekundærprosessering. Primærprosessering er definert som slakt og sløyning, mens sekundærprosessering er filletering, fillet-trimming, porsjonering, og røking mm. Når det gjelder integrasjon bakover i verdikjeden er det kun

sekundærprosessering som er aktuelt for dagligvarekjeder. Sekundærprosessering i USA er kostbart og arbeidskraft-intensivt, og det er også krevende å automatisere prosessene for å sikre at lønnskostnadene veies opp for. Både individuelle aktører og lakseprodusenter yter allerede sekunderprosessering som en del av deres verdikjede (EY, 2017). Det er derfor lite sannsynlig at dagligvarekjedene kan integrere bakover i verdikjeden, ved å selv tilby videreforedling av laksen. Dette svekker deres forhandlingsmakt.

Som vi allerede har diskutert, regner vi laks for å være et homogent produkt som selges uten særlig grad av differensiering. Det er svært vanskelig å finne virksomheter som evner å oppnå en noen grad av differensiering, ettersom at laksen i liten grad videreforedles i Norge. Med andre ord er oppdrettslaks et standardisert produkt med standardisert kvalitet. Implikasjonen av dette er at kundene møter lave byttekostnader dersom de ønsker å bytte fra en produsent til en annen. Kombinasjonen av udifferensierte produkter og lave byttekostnader styrker kundenes forhandlingsmakt.

Oppsummert vurderer vi kundenes forhandlingsmakt i oppdrettsbransjen som middelssterk. Laksen anses som et homogent produkt med liten grad av differensiering, hvilket tilsier lave byttekostnader for kundene. Markedsundersøkelser viser at kundegruppen har blitt mer konsentrert de siste 10 årene, men at det ikke er fare for integrasjon bakover.

Trusselen fra intern rivalisering

Intern rivalisering er i stor grad med på å påvirke bransjers lønnsomhet, og kommer til uttrykk gjennom konkurransemidler som for eksempel prisavslag, introduksjon av nye produkter, markedsføringskampanjer, og forbedrede servicetilbud. Høy intern rivalisering begrenser bransjens lønnsomhet. I hvor stor grad bransjens lønnsomhet begrenses, avhenger først og fremst av konkurranseintensiteten, men også av de fire andre eksterne markedskreftene.

Konkurranseintensiteten er størst dersom:

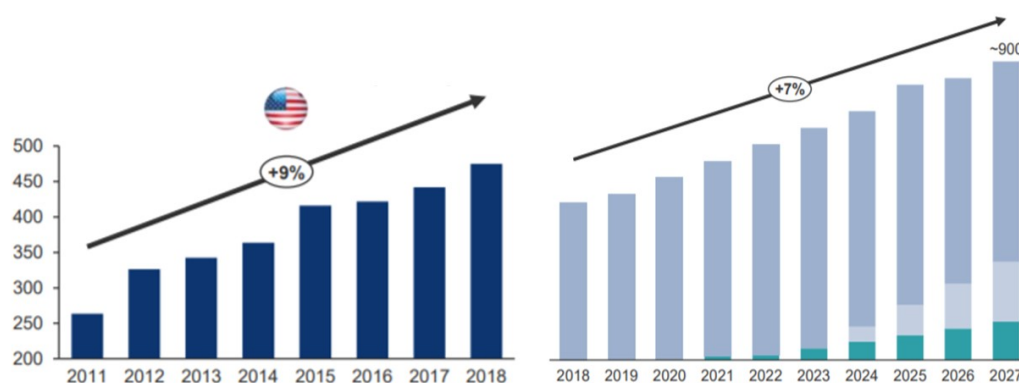
- Antall konkurrenter er høyt, og konkurrentene er av ca. samme størrelse og makt. Ved en slik situasjon er det vanskelig for rivaler å unngå å stjele virksomhet fra hverandre.
- Bransjeveksten er svak. Svak vekst fordrer kamp om markedandeler.

- Utgangsbarrierene er høye. Slike barrierer, som er det motsatte av inngangsbarrierer, oppstår som konsekvens av høyt spesialiserte eiendeler eller ledelsens lidenskap for den spesifikke bransjen. Disse barrierene holder markedsaktører i markedet, selv etter lønnsomheten er lav eller negativ. Overflødig kapasitet forblir okkupert, og påvirker på den måten lønnsomme aktører negativt.

(Porter, 2008).

Antallet konkurrenter som leverer laks til det amerikanske markedet er høyt. Størrelsen på konkurrentene varierer, og det samme gjelder deres konkurransekraft. Blant de største produsentene finner vi norske selskaper som Mowi, Cermaq, Salmar og Grieg Seafood. Andre mindre selskaper inkluderer virksomheter på den amerikanske nord- og vestkysten, i tillegg til selskaper fra Chile og Canada. Utgangsbarrierene i det amerikanske markedet er ikke noe utover det normale, ettersom at produksjon og eierskap i all hovedsak ikke er amerikansk, og det dreier seg om import. Av de nevnte norske selskapene, er det lite som tilsier at det vil være vanskelig å trekke seg ut av eksportavtaler dersom de ikke lenger skulle være lønnsomme.

Ifølge Atlantic Sapphire (2019) har bransjeveksten i det amerikanske markedet vært stabilt positiv det siste 10-året, med en gjennomsnittlig vekst på 9 prosent de siste 7 årene. Toppåret var i 2018, med en vekst på 8 prosent fra 2017. Figuren under viser markedets vekst fra 2011, og et anslag for hvordan veksten kommer til å utvikle seg de neste 8 årene.



Figur 3.4: Markedsvekst i USA (Atlantic Sapphire, 2019)

På bakgrunn av de siste to avsnittene er det noen forhold som taler for høy konkurranseintensitet, mens andre forhold taler for lav-middels konkurranseintensitet. Til tross for at antallet konkurrenter er høyt, er det få store konkurrenter. Slik vi forklarte i bransje-kapittelet er oppdrettsbransjen preget av en horisontal konsolidering, noe som i teorien reduserer rivalisering. Mangelen på utgangsbarrierer svekker også rivaliseringen på det amerikanske markedet. Porter peker også på at svak vekst vil skape høy rivalisering. Med en stabil vekst fra 2011, som er antatt å fortsette de neste 10 årene, taler heller ikke dette forholdet for at rivaliseringen skal bli høy. Et av forholdene som taler for høy rivalisering er at det er avgjørende å lande de beste leveransekontraktene med lange tidshorisonter, for å sikre forutsigbarhet i driften. Stabilitet er viktig fordi lagringskostnadene i bransjen er høye, og produktene er ferskvare. Samtidig er forutsigbarhet viktig for å knytte markedsføringskampanjer og merkevarebygging sammen med grossistene som videreselger laksen til forbrukerne. Samlet vurderer vi derfor konkurranseintensiteten som middels.

Så langt har vi drøftet 4 av Porters 5 krefter, i tillegg til konkurranseintensiteten blant rivalene i bransjen. For å danne oss et godt bilde av bransjens interne rivalisering må vi videre veie resultatene av de foregående analysene opp mot bransjens konkurranseintensitet.

Tidligere beskrev vi oppdrettslaks som et homogent produkt, uten særlige differensieringsmuligheter og med lave byttekostnader. Isolert sett tilsier dette en høy grad av intern rivalisering i bransjen, fordi selskapene må konkurrere om kundene for å forhindre at de hopper fra en merkevare til en annen. Sett i lys av bransjestrukturen får dette særlig stor betydning for de største aktørene i bransjen, som er avhengige av å ikke miste markedsandeler for å beholde sine posisjoner. Dette øker den interne rivaliseringen.

Lakseoppdrettsbransjen er preget av høye kostnader og kapitalbinding. Dette bidrar til økt rivalisering, ettersom at virksomheter gjerne forsøker å fordele kostnadene utover store produksjonsvolum. Samtidig opplever bransjen stabil vekst og lønnsomhet, noe som stadig tiltrekker ny kapital. I tillegg har bransjen opplevd eventyrlig vekst i etterspørsel, og det er en betydelig skjevhet mellom tilbud og etterspørsel på verdensbasis. Dette har tidvis skapt svært høye laksepriser, noe som har resultert i gode marginer og lønnsomhet, særlig i Norge. Etterspørsel- og prisveksten gir voksende virksomheter mulighet til å ekspandere uten å kapre kunder fra etablerte rivaler. Samtidig kan nye aktører, som Atlantic Sapphire, etablere seg der markedet ikke er mettet. Effekten av disse momentene er redusert intern

rivalisering.

Bransjens konsesjonssystem utgjør en betydelig inngangsbarriere for nye aktører som ønsker å etablere seg som tradisjonelle oppdrettselskaper. Landbaserte selskaper i Norge må forholde seg til samme konsesjonssystem, men har ingen øvre grense på antall konsesjoner. I tillegg må de forholde seg til andre regulatoriske barrierer i sine respektive områder. I USA har disse barrierene så langt knyttet seg til grunnvannsrettigheter. På den ene siden kan kampen om konsesjoner og andre rettigheter tenkes å gjenspeile den interne rivaliseringen for å sikre fremtidig produksjon, og bidrar dermed til å øke den interne rivaliseringen. På den andre siden resulterer den høye prisen på konsesjoner i lavere utgangsbarrierer, ettersom det vil være lettere å selge konsesjonene videre. Dette demper den interne rivaliseringen. For tradisjonelle oppdrettselskaper som leverer til det amerikanske markedet vil det som forklart være enkelt å trekke seg ut av markedet. Landbaserte oppdrettselskaper vil derimot ikke kunne trekke seg ut på samme måte, da de vil møte økte distribusjonskostnader dersom de plutselig skal levere laks til andre markeder enn USA. Dette bidrar til økt rivalisering blant etablerte landbaserte oppdrettselskaper. Alt i alt er det altså flere barriereforhold som taler for både høy og lav intern rivalisering. Det mest sannsynlige utfallet er at effektene av disse forholdene jevner hverandre ut, og at den interne rivaliseringen ikke påvirkes i særlig grad.

På grunnlag av de foregående avsnittene, vurderer vi den interne rivaliseringen i bransjen til middels. Moderat konkurranseintensitet, homogent produkt, høye kostnader og lave byttekostnader taler for høy intern rivalisering. Høy etterspørselsvekst, stabilt positiv bransjevekst og høye inngangsbarrierer demper den interne rivaliseringen.

Forhold	Trusselgrad
Trussel fra nye aktører	
Stordriftsfordeler Produktdifferensiering Kapitalbehov Adgang til distribusjonskanaler Regulering og politikk	Middels
Leverandørers forhandlingsmakt	
Teknologiske løsninger Bioteknologi Distribusjon	Middels
Trussel fra substitutter	
Annen fersk fisk Andre typer kjøtt Uelastisk etterspørsel Produktegenskaper	Lav-Middels
Kunders forhandlingsmakt	
Dagligvarekjeder Grossister Homogent produkt Lave byttekostnader	Middels-Høy
Intern Rivalisering	
Konkurransenintensitet Homogent produkt Høye kostnader Lave byttekostnader Høy etterspørselsvekst Positiv bransjevekst Inngangsbarrierer Utgangsbarrierer	Middels
Totalvurdering Porter	Middels

Figur 3.5: Sammendrag Porters 5 konkurransekrefter

3.6 Internanalyse

Neste del av vår strategiske analyse er en internanalyse av Atlantic Sapphire. Her ønsker vi å analysere om egenskapene ved selskapets ressurser er egnet til å skape konkurransefortrinn overfor sine rivaler. Forskning innen strategifeltet viser at en ressurs må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert for å potensielt kunne skape konkurransefortrinn. For å se nærmere på disse kriteriene anvender vi Lien og Jakobsens (2015) SVIMA-rammeverk, som er en norsk variant av det tradisjonelle VRIO-rammeverket av Jay Barney (1991).

3.6.1 SVIMA-rammeverk teori

SVIMA-rammeverkets formål er å hjelpe oss å huske de ulike egenskapene nevnt i forrige avsnitt. I det følgende forklarer vi hvorfor og hvordan disse ulike egenskapene henger sammen med en bedrifts prestasjon.

S - Sjelden: Dersom en ressurs skal kunne forklare lønnsomhet over bransjesnittet, kan den ikke være så utbredt blant rivalene at avkastningen den genererer, konkurreres ned til gjennomsnittet. Ressursen trenger likevel ikke være unik for å kunne skape avkastning over gjennomsnittet, selv om unikheter er optimalt (Lien og Jakobsen, 2015).

V - Viktig Skal en ressurs kunne skape konkurransefortrinn, må den være viktig for verdiskapingen. Dette innebærer at den har eller kan ha stor betydning for kundenes betalingsvilje, selskapets kostnader, eller begge deler. En ressurs kan også være viktig dersom den kan benyttes til å eliminere trusler eller utnytte muligheter selskapet står overfor eksternt (Lien og Jakobsen, 2015).

I - Ikke-imiterbar Dersom konkurrenter kan enkelt imitere en viktig og sjelden ressurs, vil ikke konkurransefortrinnet den skaper være varig. Imitasjon dreier seg om at rivaler anskaffer like tilsvarende ressurser og på den måten utjevner fortrinnet selskapet hadde. Noen ressurser kan også substitueres av konkurrentene, ved å erstatte den viktige ressursen med andre ressurser som er like gode eller bedre. Substitusjon kan også frarøve den opprinnelige ressursens verdi. Det er mange forhold og imitasjonsbarrierer som avgjør om en ressurs er ikke-imiterbar, blant annet fysisk og juridisk unikheter, tidskomprimeringskostnader, sammenkoblethet, unike historiske forhold, usikre årsak-virkningsforhold, nettverkseksternaliteter og økonomisk avskrekking (Lien og Jakobsen, 2015).

M - Mobilisert For å kunne skape konkurransefortrinn må ressursen kunne mobiliseres, tas i bruk og utnyttes. Dette innebærer at man må formulere strategier som utnytter sjeldne, viktige, ikke-imiterbare ressurser, effektivt. Dersom selskapet ikke gjør dette, er ikke ressursene mobiliserbare. En annen grunn til at en ressurs ikke er mobilisert, kan være at selskapet har andre ressurser som utligner fortinnet (Lien og Jakobsen, 2015)

A - Appropriert For at en ressurs skal kunne skape et varig konkurransefortrinn, må verdien ressursen skaper, være appropriert. Dette handler om hvor godt bedriften evner

å kapre verdien som skapes av ressursen, fremfor andre interessenter involvert i selskapets drift (Lien og Jakobsen, 2015).

Følgende matrise illustrer hvordan fortrinnet defineres av egenskapene ved en ressurs:

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

Figur 3.6: SVIMA-Matrise (Lien og Jakobsen, 2015)

3.6.2 Anvendelse SVIMA

Det første steget i en ressursbasert analyse, er å identifisere ressursene vi ønsker å analysere, både de selskapet allerede har og de selskapet eventuelt mangler. For å gjøre analysen så presis som mulig, må ressursene som velges ut være så spesifikke som mulig (Lien og Jakobsen, 2015). I kapittelet om Atlantic Sapphire redegjorde vi for hvilke områder vi mener selskapet skiller seg fra andre sammenlignbare selskaper. Ressursene vi ønsker å trekke ut for analyse er blåhus-teknologi og lokalisering. Det neste steget i en ressursanalyse er selve analysen. I dette steget er det viktig å huske at en ressursanalyse er en relativ øvelse, hvor de ulike egenskapene ressursene må vurderes mot en gitt strategi, og vurderes relativt til konkurrentene som ønsker å kapre de samme kundene (Lien og Jakobsen, 2015).

Lokalisering Atlantic Sapphires oppdrettsvirksomhet er lokalisert i Miami, Florida. Vi har i kapitlene om bransjen og Atlantic Sapphire redegjort for hvordan konvensjonell lakseoppdrett i Norge og Chile skiller seg fra landbasert oppdrett i Florida. I dette

avsnittet går vi i dybden for å belyse *hvorfor* landbassert oppdrett i Florida kan utgjøre et midlertidig fortrinn.

Å produsere laksen i Florida har både strategiske og bedriftsøkonomiske konsekvenser. Den strategiske konsekvensen er hovedsakelig en forenklet verdikjede, sammenlignet med oppdrettselskapene i Norge og Chile. Den forenklete verdikjeden kan splittes opp i flere forhold som er fordelaktige for Atlantic Sapphire. Først og fremst blir selskapet mindre avhengig av like mange distributør-ledd, noe som reduserer risiko. I tillegg øker det sannsynligheten for at selskapets ressurser er approprierbare, fordi antallet aktører som kan kapre deler av Atlantic Sapphires verdiskaping, reduseres. En forenklet verdikjede åpner også opp for ulike muligheter for merkevarebygging. Disse mulighetene knytter seg i all hovedsak til at laksen er ferskere og mer miljøvennlig enn importert laks.

De direkte økonomiske følgene av å produsere i Florida kan bli betydelige. Først og fremst kan Atlantic Sapphire redusere kostnader knyttet til frakt, sammenlignet med andre norske og chilenske oppdrettselskaper. Atlantic Sapphires (2019) egne prognoser peker på en fordelaktig kostnadsforskjell på 15 NOK/kg HOG, i fase 2, fra frakt alene. Det er dog en viss uenighet blant ulike fagpersoner på akkurat dette tema. Harald Schreiner Fiksdal og Kai André Stæger-Holst (2019) fra SalmoTerra forklarte i vårt møte med dem hvorfor de ikke er like optimistiske med tanke på kostnadsforholdene Atlantic Sapphire predikerer. Hovedargumentet deres vedrørende fraktkostnadene, er at Atlantic Sapphire kun vil oppnå fordelaktige kostnadsnivåer knyttet til distribusjon til markeder tett på produksjonsanlegget. Dersom Atlantic Sapphire ønsker å betjene markeder lengre unna, slik som LA, New York City og Chicago, vil de potensielt operere med høyere kostnadsnivåer knyttet til distribusjon enn norske selskaper som flyr laksen inn fra Norge. Med andre ord er det mye usikkerhet knyttet til prognosen på 15 NOK/kg HOG, og dermed usikkerhet knyttet til ressursens styrke.

Et viktig aspekt ved lokaliseringen er det reduserte karbonfotavtrykket fra frakt. Å produsere tett på sluttmarkedet har enorm betydning på utslippene, hvilket er noe konsumentene bryr seg om i økende grad. Monterey Bay Aquarium har utarbeidet en grundig rapport på sjømatalternativer for å kunne komme med anbefalinger på valg av sjømat. Atlantisk oppdrettslaks fra konvensjonelle merder er generelt merket som *unngå*, mens landbasert oppdrett fra innendørs anlegg med gjennomsirkulasjon har nådd

klassifiseringen *beste valg*, basert på en liste med bærekraftparametre. Under følger oversikten over anbefalinger fra Seafood Watch (2019) sin hjemmeside, med hensyn på miljøparametre:

Anbefaling	Metode	Lokasjon
Beste valg	Innendørs resirkulasjonstank	Globalt
Beste valg	Merder i sjøen	Salten Aqua Group (Norge)
Godt alternativ	Merder i sjøen	Sixty South brand (Chile)
Godt alternativ	Merder i sjøen	Orkney Island (Skottland)
Godt alternativ	Merder i sjøen	Verlasso brand (Chile)
Godt alternativ	Merder i sjøen	Canada BC
Godt alternativ	Merder i sjøen	Maine (USA)
Godt alternativ	Merder i sjøen	Blue Circle foods brand (Norge)
Unngå	Merder i sjøen	Skottland
Unngå	Merder i sjøen	Isles (Skottland)
Unngå	Merder i sjøen	Chile
Unngå	Merder i sjøen	Norge
Unngå	Merder i sjøen	Canada Atlantic

Figur 3.7: Anbefalinger basert på miljøparametre (Seafood Watch, 2019)

Karbonutslippet fra laks som transporteres til USA via luften fra Chile eller Norge er langt høyere enn laks som for eksempel fraktes med lastebil fra Canada. Samtidig er karbonavtrykket fra laksen som konsumeres i USA gjennomsnittlig høyere enn andre store konsumregioner fordi produksjonen i Nord-Amerika og Canada er lavere enn halvparten enn konsumet i USA. Derfor vil laksen som produseres på fastlandet i USA være mindre karbon-tungt. Denne egenskapen representerer en markedsføringsmulighet for Atlantic Sapphire (DNB, 2018).

Vi argumenterer uansett for at lokaliseringen er en ressurs som er viktig, da den har strategisk, kommersiell og finansiell betydning. Samtidig er den appropriert, fordi en eventuell kostnadsreduksjon knyttet til frakt tilfaller Atlantic Sapphire. Ressursen er også mobilisert, ettersom anlegget allerede er bygget og i drift. Anskaffelse av produksjonsløyve og grunnvannsrettigheter er betydelige inngangsbarrierer for aktører som ønsker å etablere seg i Florida, og selve anskaffelsesprosessen kan ta flere år. Derfor argumenterer vi for at lokaliseringen er en ressurs som kan ta lang tid å opparbeide seg, og dermed kan ansees som sjelden. Det er imidlertid ingenting som stopper andre aktører fra å etablere seg i Florida på lang sikt. Lokaliseringen i Florida synes således å gi Atlantic Sapphire opphav til et midlertidig fortrinn.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Figur 3.8: Lokalisering: Midlertidig fortrinn

Blåhus

I analysen av Blåhusene, dvs. Atlantic Sapphires produksjonsanlegg, er det også relevant å trekke inn kompetansen knyttet til driften av anleggene. Vi mener at det er hensiktsmessig å drøfte kompetansen og teknologien som én samlet ressurs, fremfor to ulike ressurser. Dette er fordi landbaserte oppdrettsanlegg er prosessanlegg (Fiksdal og Stæger-Holst, 2019). Forståelse og rutiner er viktig for hvordan teknologien anvendes, samtidig som erfaringene former de teknologiske løsningene. Atlantic Sapphires forsknings- og innovasjonsanlegg i Danmark har derfor vært avgjørende for produksjonsanlegget som nå er i drift i USA. Å drive lakseoppdrett i et landbasert anlegg medfører ulike risikofaktorer enn ved sjøbaserte anlegg. Samtidig medfører det ulike fordeler og ulemper. I det følgende tar vi for oss de ulike risikofaktorene, fordelene og ulempene.

I en perfekt verden med full vanngjennomstrømming, ingen sykdom eller rømming, er sjøbasert oppdrett fra et kostnadsperspektiv, uslåelig. Under normale forhold derimot, vil landbaserte anlegg være konkurransedyktige. Kostnadsforholdene vil være ulike, men totalkostnaden relativt lik. Det er forskjellige grunner til dette. Først og fremst er dødeligheten i sjø langt høyere enn på land. Bransjeestimatene for juli 2019 pekte på svinnkostnader så høyt som 22,5% i sjø, mens landbasert svinnkost kalkuleres til 7%. Noen estimerer peker på at den potensielt kan bli så lavt som 3%. For det andre vil landbasert oppdrett ha null kostnader knyttet til lusebehandling. For det tredje vil forfaktoren, en sentral kostnadsdriver i lakseoppdrett, være lavere på land enn i sjø. For det fjerde er det viktig å merke seg at konsesjonene i sjøen ikke avskrives, mens produksjonskostnadene på land inkluderer renter og avskrivninger. Hvorvidt sjø-konsesjonene burde avskrives, er det en viss uenighet om blant bransjeaktørene. Landbaserte anlegg vil dog ha noe høyere strøm- og byggekostnader (Fiksdal og Stæger-Holst, 2019). Uansett forklarer disse kostnadsforholdene hvorfor Atlantic Sapphire kan være ganske trygge på at deres landbaserte anlegg i Florida vil være mer enn konkurransedyktig, fra et kostnadsperspektiv. Ettersom svært få landbaserte oppdrettsanlegg eksisterer på verdensbasis, og avkastningen

de potensielt kan generere er over gjennomsnittet, vurderer vi denne ressursen som sjelden og viktig. Samtidig er avkastningen skapt av kostnadsreduksjoner internt i selskapet, hvilket betyr at verdien tilfaller Atlantic Sapphire. Derfor vurderes den også som approprierbar. Ressursen vurderes som mobilisert fordi hele forretningsmodellen til Atlantic Sapphire har blåhuset som utgangspunkt, og ingen av selskapets andre ressurser utligner fortrinnene den skaper.

Det er et faktum at flere andre aktører ønsker å bygge landbaserte oppdrettsanlegg. To eksempler på dette er selskapene Nordic Aquafarms og Whole Oceans, som begge ønsker bygge store produksjonsanlegg i Maine, USA (Ewans, 2019). SalmoTerra er et annet eksempel på et selskap som ønsker å drive landbasert oppdrett på vestkysten i Norge. Med andre ord er selve blåhus-*teknologien*, i bestefall, midlertidig. Kompetansen på drift, rutiner og beredskap, er derimot ikke like imiterbar som selve teknologien, da denne kompetansen kun kan bygges opp over tid, enten gjennom prøving og feiling eller rekruttering. Med så mange aktører på vei til å bygge egne blåhus må denne ressursen likevel vurderes som imiterbar. I vår totalvurdering av Blåhus-ressursen mener vi derfor at den gir opphav til et midlertidig fortrinn for Atlantic Sapphire.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Figur 3.9: Teknologi: Midlertidig fortrinn

3.7 SWOT-analyse

Ved å benytte Porters 5-kraftmodell har vi analysert lakseoppdrettsbransjen Atlantic Sapphire opererer i, og foretatt en SVIMA-analyse for å kartlegge hvilke egenskaper ved Atlantic Sapphire som kan gi selskapet konkurransefortrinn i denne bransjen. Som siste ledd av vår strategiske analyse skal vi nå benytte en SWOT-analyse for å sortere funnene fra de foregående analysene i to selskapsinterne faktorer, styrker og svakheter, og to eksterne faktorer, muligheter og trusler. Formålet med dette er å bedre oversikten over de ulike faktorene, slik at den strategiske analysens funksjon som analyseverktøy styrkes.

Styrker

Atlantic Sapphire har et midlertidig fortrinn i teknologien og kompetansen som kreves for å drifte blåhus på en lønnsom måte, i tillegg til et midlertidig fortrinn i selskapets geografiske lokalisering. Ved å benytte kompetanse- og teknologifortrinnet har Atlantic Sapphire en verdikjede svært ulik de største konkurrentene, som gir opphav til en anderledes og potensielt mer lønnsom kostnadsstruktur. Teknologien eliminerer risiko for luseproblematikk og bedrer laksens fôringsratio, i tillegg til å redusere dødelighet. Videre er produksjonsanlegget godt rustet for utvidelser som tilrettelegger for vertikal integrasjon, eksempelvis produksjon av egen smolt. Teknologifortrinnet gir også muligheten til å produsere tett på forbrukermarkedene, hvilket resulterer i mer miljøvennlig drift. Globalt vil produksjonen ha et redusert karbonavtrykk, og ingen negativ innvirkning på lokal akvakultur.

Svakheter

I skrivende øyeblikk befinner Atlantic Sapphire seg i en etableringsfase som innebærer ulike interne risikofaktorer. Først og fremst er det en underliggende risiko knyttet til landbasert lakseoppdrett i form av massedød. Selskapets viktigste eiendel er den stående biomassen som til en hver tid risikerer å delvis ødelegges av produksjonstabber. Dersom noe skulle gå galt i fase-1, vil det gå utover selskapets potensiale til å hente kapital på senere tidspunkt, både gjennom svakere kredittvurderinger og en økt skepsis blant aksjonærmassen. Dette er en svakhet fordi selskapets evne til å drifte lønnsomt avhenger av å oppnå stordriftsfordeler på sikt. Det er også en underliggende risiko for at selskapets kommersielle strategi ikke vil lykkes, da denne så langt er uprøvd. I tillegg er land-basert lakseoppdrett en ny næring, og er følgelig utsatt for iboende risiko ved å være en næring i utviklingsfasen.

Muligheter

Etterspørselen etter laks i USA er stabilt voksende, og de andre aktørene i bransjen makter ikke å møte den med sin eksport. I tillegg avdekket PESTEL-analysen sosiokulturelle muligheter i form av konsumenttrender som er positivt korrelert med den voksende etterspørselen. Mye ligger derfor tilrette for at Atlantic Sapphire skal kunne kapre solide markedandeler i det amerikanske markedet på sikt. Samtidig er det sannsynlig at politiske reguleringer vil gjøre sjøbasert lakseoppdrett mer kostbart, både i produksjon- og

distribusjonsdelen. Solide inngangsbarrierer gjør at det vil ta noe tid før andre aktører kan posisjonere seg for å utfordre Atlantic Sapphire. Pestel-analysen avdekket også politiske, teknologiske og andre økonomiske forhold som vil gjøre det gunstig å produsere laks i USA. De teknologiske mulighetene fordrer at selskapet evner å være endringsdyktig, slik at det kan kapitalisere på nye muligheter som presenterer seg.

Trusler

Bransjer med høy gjennomsnittlig avkastning vil alltid trekke til seg nye aktører. Dette er også tilfellet ved produksjon av laks til det amerikanske markedet, og trusselen fra nye aktører er absolutt tilstede. Allerede er det to andre store aktører som ønsker å bygge landbaserte oppdrettsanlegg i USA, hvilket representerer reelle fremtidige konkurrenter for Atlantic Sapphire. Det er også viktig å merke seg at mange ser på landbasert lakseoppdrett som et kompliment til sjøbasert oppdrett, noe som innebærer at landbasert oppdrett kan være med på å gjøre sjøbasert oppdrett mer bærekraftig og lønnsomt. Skulle de største aktørene innenfor lakseoppdrett kaste seg på bølgen av landbasert oppdrett, kan det potensielt endre Atlantic Sapphires konkurransesituasjon. Bransjens høye endringstakt kan også være en trussel, da den stiller krav til forskning og innovasjon for å holde seg i førersetet av bransjen. Ved Porters femkraftsanalyse belyste vi også bransjens avhengighet av fôrleverandører. Fôr er en av de viktigste innsatsfaktorene for oppdrettsselskapene, og det stramme tilbudet, samt fôrnæringens utfordringer, utgjør sånn sett en trussel for samtlige aktører. Dette er dog en trussel som kan elimineres ved å integrere produksjon av fôr i egen verdikjede.

4 Produksjon, inntekter og kostnader

Atlantic Sapphire er et relativt ferskt selskap med ny teknologi, som opererer i en bransje i vekst. Selv om den langsiktige trenden tilsier vekst i etterspørsel etter laks, kan etterspørselen imidlertid falle i perioder, spesielt under kraftige lavkonjunkturer. Dette er blant annet fordi vi definerer laks som et eksklusivt gode i USA. Tidligere har vi også pekt på sesongvariasjoner i lakseprisen, som også underbygger at bransjen i tillegg er syklisk. Med bakgrunn i informasjon om etterspørselen i det amerikanske markedet fra den strategiske analysen regner vi det som sannsynlig at selskapet vil få solgt all laksen det produserer.

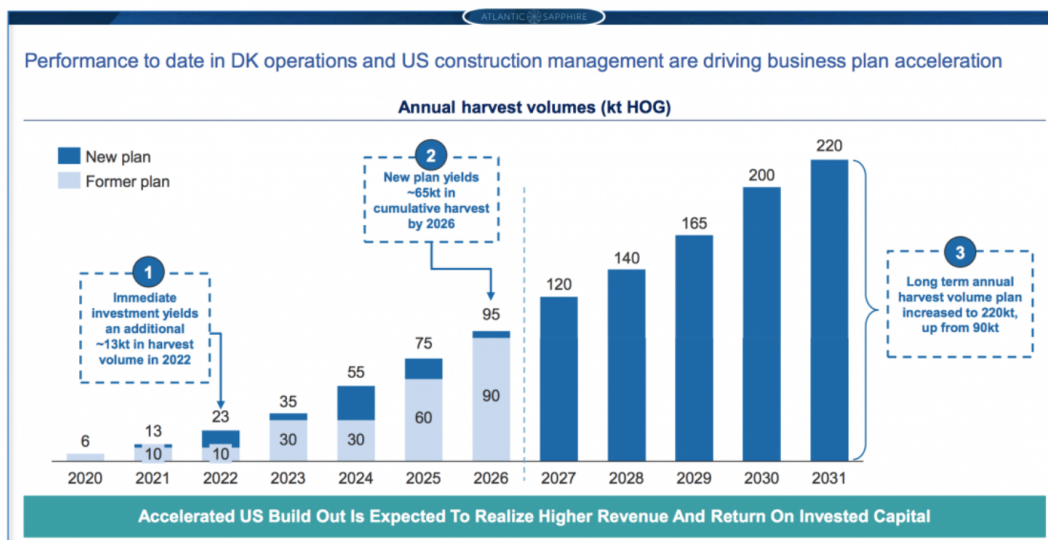
I dette kapitlet vil vi se på de tre hovedaspektene som ellers påvirker selskapets lønnsomhet og verdi, nemlig produksjonsvolum, lakseprisen og kostnadsnivået.

Vi vil senere utarbeide prognoser for disse aspektene, som vil kulminere i et fremskrevet regnskap og en fundamental verdsettelse av selskapet. Prognoser er av natur usikre, og innebærer vanligvis betydelig unøyaktighet, spesielt på lang sikt, som er tilfellet for våre prognoser.

4.1 Produksjonsvekst

Det mest utslagsgivende elementet i verdsettelsen av Atlantic Sapphire er hvorvidt de klarer å innfri prognosen for produksjonsvekst. Selskapets verdi bygger i stor grad på antakelsen om at Atlantic Sapphire vil klare å levere en bestemt mengde fisk til markedet i tidshorisonen vi velger. Følgende figur viser selskapets egne prognoser for produksjonsvekst. Selv om selskapet kan ha insentiv til å presentere en prognose som er i overkant optimistisk, er denne prognosen det klart beste estimatet som er tilgjengelig. Uten å være på innsiden av selskapet er det tilnærmet umulig å utarbeide en bedre prognose (Evans, 2019). Vi må likevel stille oss kritiske til tallene som presenteres. Det er lett å la seg forføre av karismatiske toppledere i fremleggelsen av ambisiøse vekstplaner. De fleste ledere er nemlig gode selgere. Samtidig blir man i næringslivet sjeldent belønnet for å være pessimist, hverken som del av selskapets ledelse eller som rådgiver. Pessimisten blir ignorert i oppgangstider, og ingen har bruk for ham når det går dårlig. Vi vil derfor støtte oss på vår egen strategiske analyse i vurderingen av produksjonsplanen.

1. Accelerating US Build-out



Figur 4.1: Forventet produksjonsvekst (Atlantic Sapphire, 2019)

All tilgjengelig offentlig informasjon tyder på at selskapet er i rute i henhold til planen. Målet er fremdeles å ha første slakt rundt halvårsskiftet i 2020. I løpet av 2020 skal selskapet slakte 6000 tonn med laks.

4.2 Inntekter

På inntektssiden fremstiller vi en inntektsprognose basert på selskapets produksjonsprognose. Først tenkes den å være fast, med en stabil laksepris. Videre vil vi legge inn variasjon i både produksjonen og lakseprisen. Siden Atlantic Sapphire driver med oppdrett på land, er det sannsynlig at selskapet ikke påvirkes av sesongvariasjonen i lakseprisen, ettersom selskapet kan holde en jevn produksjon og få årets gjennomsnittlige laksepris som sin salgspris. Variasjonen i produksjonen vil bare være negativ, ettersom selskapets estimat baserer seg på 100 prosents kapasitetsutnyttelse. Produksjonsestimatene lengst frem i tid er de mest usikre. Vi har tidligere diskutert både Chile, og trusselen fra andre produsenter i det amerikanske markedet. Økt konkurranse fra begge parter kan bremse Atlantic Sapphires ambisiøse vekstplaner, spesielt når produksjonen når et høyt nivå. Videre vil tall for tap/dødelighet, eventuelle prispremier inkluderes.

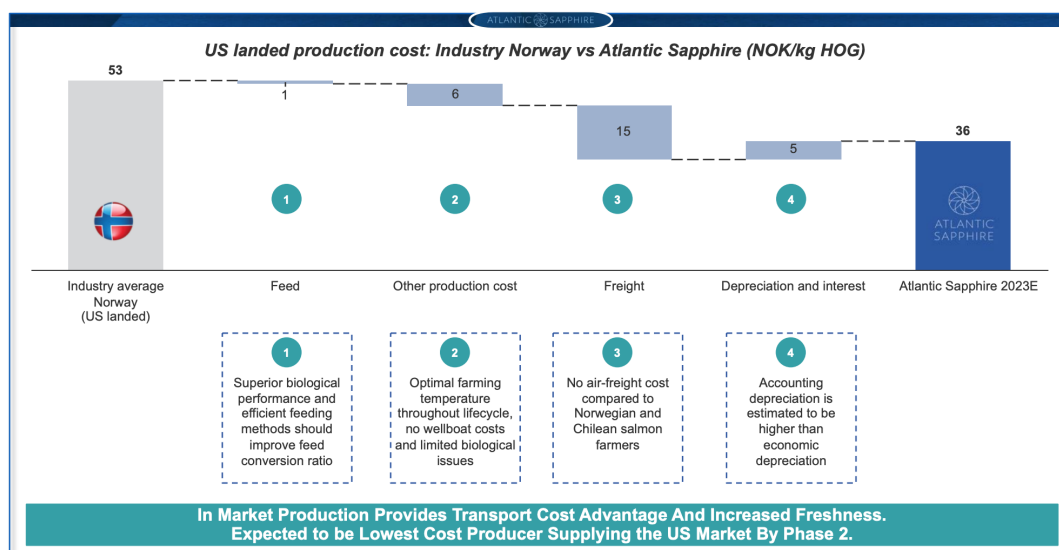
Det andre sentrale aspektet for inntektssiden er lakseprisen. Utviklingen i lakseprisen baserer seg på konsensus og norske meglerhus sine prognoser. Prognosene legger til grunn

at kontinuerlig økende etterspørsel og begrensninger i tilbudsveksten vil føre til stabile eller svakt stigende priser de neste årene, til tross for dagens allerede høye nivåer. Dette er hovedsaklig i tråd med våre funn i den strategiske analysen og i kapitlet om bransjen, siden det virker usannsynlig at lakseproduksjonen vil kunne møte etterspørselsveksten på kort og mellomlang sikt. Fishpool har forward kontrakter på lakseprisen, men grunnet lavt volum, og at kontraktene relativt lett kan manipuleres av store aktører i bransjen, mener vi at prognosene gir et bedre bilde på fremtidsutsiktene. Lakseprisens fremtidsutsikter er uansett fremgangsmåte et tema som innebærer usikkerhet, og avhenger av flere faktorer, blant annet hvordan det totale tilbudet av laks faktisk vil bli. En potensielt stor trussel er om norske aktører klarer å løse de politiske utfordringene, og problematikken knyttet til lakselus, som er en stor begrensning for tilbudsvekst. På grunn av blant annet høye fraktkostnader fra Norge, er faren for at norske aktører utkonkurrerer Atlantic Sapphire i USA veldig små. Uansett vil bedre teknologi på lusebehandling trolig adopteres blant annet i det kanadiske produksjonsmarkedet, som kan oppnå kostnadsfordeler sammenlignet med Atlantic Sapphire. En utvikling som denne kan uansett medføre at tilbudet på verdensbasis øker, og at prisen begynner å falle fra dagens høye nivåer.

4.3 Kostnader

På kostnadssiden vil vi benytte en nokså lik fremgangsmåte i kalkuleringen som for inntektene. Atlantic Sapphires egne prognoser danner grunnlaget, men suppleres og endres av vår strategiske analyse. Som nevnt tidligere er hovedargumentet for lokaliseringen i Florida nærheten til det store amerikanske konsummarkedet, som med få unntak ikke er egnet for tradisjonell lakseoppdrett. Å legge produksjonen hit gir muligheter for en kraftig reduksjon av transportkostnader, som mer enn kompenserer for de økte kostnadene knyttet til landbasert oppdrett og utfordringene med både etablering og manglende infrastruktur for oppdrett. Vi mistenker likevel at dette argumentet overdrives, både med tanke på at konkurrentenes faktiske kostnader, og følgelig tap av margin knyttet til flyfrakt inn til USA er lavere enn estimert, samtidig som Atlantic Sapphires egne transportkostnader undervurderes. For eksempel vil det ikke være gratis for Atlantic Sapphire å levere laks fra Florida til California, selv om det vil være langt billigere enn å frakte den fra eksempelvis Norge eller Chile. Det gjør at påslaget i pris som kundene må betale, blir mindre. Følgelig øker konkurranseevnen.

Figuren nedenfor illustrerer selskapets egne tanker om kostnadsbildet, og til hvilken pris Atlantiv Sapphire kan levere laks til markedet.



Figur 4.2: Komparativ kostnadsanalyse (Atlantic Sapphire, 2019)

Av figuren fremgår det at Atlantic Sapphire vil være kostnadsledende etter ferdigstillelse av fase 2 av produksjonsanlegget i 2023.

Atlantic Sapphire kalkulerer med at de har en kostnadsfordel på 15kr per kilo når det gjelder transport, sammenlignet med norske eksportører til det amerikanske markedet. En presentasjon fra Avinor oppgir en markedspris på 11kr per kilo for flyfrakt av norsk sjømat. Selv om man legger til økte logistikkostnader i tillegg til dette er det likevel lavere enn Atlantic Sapphires estimat (Avinor, 2019). Samme presentasjon inneholder imidlertid utsagnet “Norsk sjømat er trolig verdens dårligst betalte flyfrakt produkt” og hevder at reell kostnad er så høy som 25kr per kilo. Presentasjonens hovedfokus var imidlertid på det asiatiske markedet, der en av grunnene til at flyselskapene flyr med tap på ruten fra Norge til Asia, er at ruten tilbake til Europa med varer produsert i Asia var lukrativ nok til å kompensere, og det å dekke noen av kostnadene med frakt av sjømat, var bedre enn å fly tomme fly til Asia. Det er vanskelig å si hvor overførbart dette er på flyfrakten til USA. Spesielt med tanke på at frakt på passasjerfly er et godt alternativ, dog med lavere volum. I stedet for å dvele rundt denne kostnadsdifferansen som vi tidligere også har diskutert, noterer vi oss at transportkostnader og politiske begrensninger utvilsomt har vært en betydelig barriere for norske lavkost-produsenter. Dette momentet er en av grunnene til at etablering av landbasert oppdrett har sett ut som en lønnsom investering i USA. Det

mest interessante er likevel hvordan Atlantic Sapphires sammenlagte kilokostnad vil bli.

4.3.1 Gjennomsnittlige produksjonskostnader

Vi benytter det norske bransjegjennomsnittet for produksjonskostnader som utgangspunkt for vår egen kostnadsprognose, og gjør vurderinger ut ifra dette forholdstallet. I følge Fiskeridirektoratet var den gjennomsnittlige produksjonskostnaden i den norske oppdrettsbransjen 30,64kr per kilo i 2018 (Fiskeridirektoratet, 2019). Dette estimatet er før slakt og sløyning, som fjerner ca. 20 prosent av vekten. Dermed blir produksjonskostnaden per kilo HOG 36,77kr. Tallet stemmer bedre overens med estimatene fra for eksempel Barentswatch og Nofima/Kontali, som opererer med henholdsvis 37,8kr og 37,41kr i 2017. Med bakgrunn i disse tallene og informasjonen tilgjengelig fra rapportene, har vi laget en tabell som grupperer kostnader på en hensiktsmessig måte. Den illustrerer produksjonskostnaden per kilo slaktet og pakket laks, før en tar hensyn til frakten. I kapittel 7 vil vi vurdere hvordan Atlantic Sapphire skiller seg fra følgende tabell, som danner grunnlaget for vår kostnadsprognose.

	Omtrentlig snitt norsk oppdrett (2018)	
Smolt	kr	4,00
Fôr	kr	17,00
Lønn og personal	kr	3,50
Slakting og pakking	kr	3,00
Andre driftskostnader	kr	6,50
Avskrivinger	kr	2,50
Renter	kr	0,50
Produksjonskostnad per kilo	kr	37,00

Figur 4.3: Produksjonskostnader per kilo i norsk oppdrett

5 Verdssettelsesmodeller

5.1 Innledning

Hvis vi antar at hypotesen om effisiente markeder er korrekt, og dermed at all tilgjengelig informasjon er reflektert i prisen, kan vi finne den riktige verdien på et selskap ved å se på aksjekursen idag, og multiplisere den med antall utstedte aksjer. For Atlantic Sapphire betyr det en markedsverdi på 7,45 milliarder kroner (14.10.19). En kan spørre seg hva en analytiker egentlig fyller arbeidsdagen med, dersom jobben er så enkel. De fleste verddivurderinger bygger imidlertid på andre antakelser, og gjennomføres før børsnotering når prisen på aksjen ikke er åpenbar, eller for å vurdere om allerede børsnoterte selskaper er korrekt priset eller ikke. Det er det siste vi ønsker å finne ut i denne oppgaven, og for å kunne gjøre det vil vi i den videre analysen benytte forskjellige metoder for verdsettelse. Samtidig innrømmer vi at vi ikke helt støtter hypotesen om effisiente markeder i sin reneste form.

5.1.1 Eiendelsbasert verdsettelse

Eiendelsbasert verdsettelse er en enkel form for verdsettelse. Den baserer seg på nåverdien av selskapets eiendeler i balansen, og hvor mye kontanter man kan samle ved å likvidere disse. Eventuelt kan verdsettelsen basert på gjenanskaffelseskostnaden av eiendelene i balansen. Metoden ser bort fra fremtidige muligheter, inntekter og kostnader og egner seg derfor ikke særlig bra for et ferskt vekstselskap som Atlantic Sapphire. Metoden passer imidlertid godt til selskaper som er konkurs eller er på konkursens rand, og benyttes ofte for å estimere hva selskapets kreditorer og andre interessenter kan forvente å få igjen ved en konkurs.

5.1.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en svært utbredt metode, som fungerer godt for investeringer med lengre investeringshorisont. I korte trekk baserer verdsettelsen seg på nåverdien til alle fremtidige kontantstrømmer i et selskap. Metoden kan basere seg på en rekke ulike modeller. Verdssettelsen tar som regel utgangspunkt i en analyse av underliggende

forhold i et selskap. Dette gjøres gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av prognoseregnskap. Informasjonen hentes fra offentlig tilgjengelige rapporter, typisk års- og kvartalsrapporter.

Utfordringene med metoden er å predikere fremtidige kontantstrømmer og diskonteringsfaktor med en tilfredstillende grad av nøyaktighet. Kontantstrømmene kan vurderes mot total kapital, egenkapital eller mot dividende som mottas av investorer.

5.1.3 Komparativ verdsettelse

Selv om referansepunkter knyttet til bransjen, konkurrenter eller økonomien kan benyttes i en fundamental verdsettelse, sammenligner man ikke forskjellige selskapers økonomi direkte mot hverandre. I en komparativ verdsettelse er denne sammenligningen selve essensen i verdsettelsen. Det er vanlig å benytte faste multipler som pris/fortjeneste, pris/bok og pris/salg. En må også skalere multippelen til for eksempel per aksje basis, slik at en direkte sammenligning gir mening. Metoden er enkel og lite kostbar å benytte seg av. Likevel er den ofte unøyaktig og kan gi et helt feil bilde om den presenteres alene. Metoden fungerer imidlertid godt som supplement til for eksempel en fundamental analyse.

5.1.4 Opsjonsbasert verdsettelse

I opsjonsbasert verdsettelse fremgår det at at nåverdien av fremtidige kontantstrømmer ikke er tilstrekkelig til å bestemme verdien av et selskap. I tilfeller der selskapet opererer med stor usikkerhet og hvor verdien av de fremtidige kontantstrømmene er krevende å beregne, kan en opsjonsmodell fungere bedre enn en fundamental analyse. Dette gjelder tilfeller der selskapet har en opsjon på å utsette investeringer til bedre informasjon er tilgjengelig, for eksempel ved at de har patentert teknologi, eller at selskapet har en opsjon på utvidelse av produksjon og produksjonsanlegg. Utfallet av disse valgmulighetene er enda ikke bestemt, og nåverdien av kontantstrømmene er dermed gjenstand for stor usikkerhet.

5.1.5 Teknisk verdsettelse

Teknisk verdsettelse benytter trendanalyse og andre statistiske faktorer til å predikere videre kursutvikling. Metoden egner seg derfor stort sett kun for børsnoterte selskaper.

Videre ignorerer modellen strategier og økonomiske faktorer som kan påvirke selskapet i fremtiden. Metoden egner seg derfor dårlig til å predikere aksjekurser på lengre sikt, men kan potensielt gi klare svar for den kortsiktige utviklingen. For en langsiktig investering, og det vi ønsker å avdekke i denne oppgaven, bør metoden imidlertid kun ses på som et supplement, og vi vil hovedsakelig se bort i fra teknisk verdsettelse.

5.2 Grunnlag for valg av metode

Hovedfokuset i verdsettelsen vil være på den fundamentale analysen, som vi vil supplere med en komparativ verdsettelse. Vi føler dette er mest hensiktsmessig ettersom produksjonsanleggets nåværende kapasitet, den forventede produksjonen fremover, samt selskapets egne kostnadsestimater er kjente størrelser som vil gi et godt bilde på kontantstrømmene vi kan forvente fremover. Samtidig er det viktig å huske på at de er estimater, og at historiske tall for Atlantic Sapphire ellers er av begrenset informativ verdi. Dette fordi produksjonen nylig har startet, og selskapet idag opererer med tap. Markedsverdien idag (11.12.19) er 9,2 milliarder kroner, noe som er langt over bokførte verdier på 2,38 milliarder. Det er derfor tydelig at markedet forventer at selskapet i fremtiden skal generere inntekter. Vi vil benytte oss av egenkapitalmetoden for den fundamentale verdsettelsen. Dette fordi vi finner metoden mer intuitiv og at den i Atlantic Sapphires tilfelle sparer analysen for mye usikkerhet. På grunn av selskapets finansieringsstruktur, som idag er utypisk for et modent selskap, og at endringer i denne er overveldene sannsynlig og krevende å predikere, ville totalkapitalmetoden skapt unødvendige komplikasjoner. Siden de to metodene gir det samme sluttproduktet om de brukes konsistent, er det ingen grunn til velge den vanskelige veien.

Med utgangspunkt i informasjonen som foreligger fra selskapet og resten av finansmarkedene, antar vi fullstendig suksess for planen til Atlantic Sapphire. Videre diskonterer vi verdiene tilbake, og applikerer det vi mener er en rimelig sannsynlighet for suksess. Denne sannsynligheten er utelukkende basert på vår strategiske analyse og dekker selskapsesifikk risiko. Ved å bruke denne metoden får vi på en god måte integrert vår strategiske analyse med den fundamentale verdsettelsen, slik at de ulike delene henger sammen. Samtidig mener vi at denne fremgangsmåten gjør verdsettelsen enkel å kommunisere, noe som øker dens relevans og informative verdi.

Atlantic Sapphire har potensielt flere åpne valgmuligheter i bedriften enn hovedkonkurrentene. Opsjoner og patenter er likevel ikke en del av selskapets kjernevirksomhet, og valget mellom å utvide produksjonen eller ikke, har egentlig ikke noen stor verdi, siden vi regner med at det i alle scenarier vil være gunstig for Atlantic Sapphire å investere i økt produksjonskapasitet. En opsjonsbasert verdsettelse vil derfor ikke prioriteres i denne oppgaven.

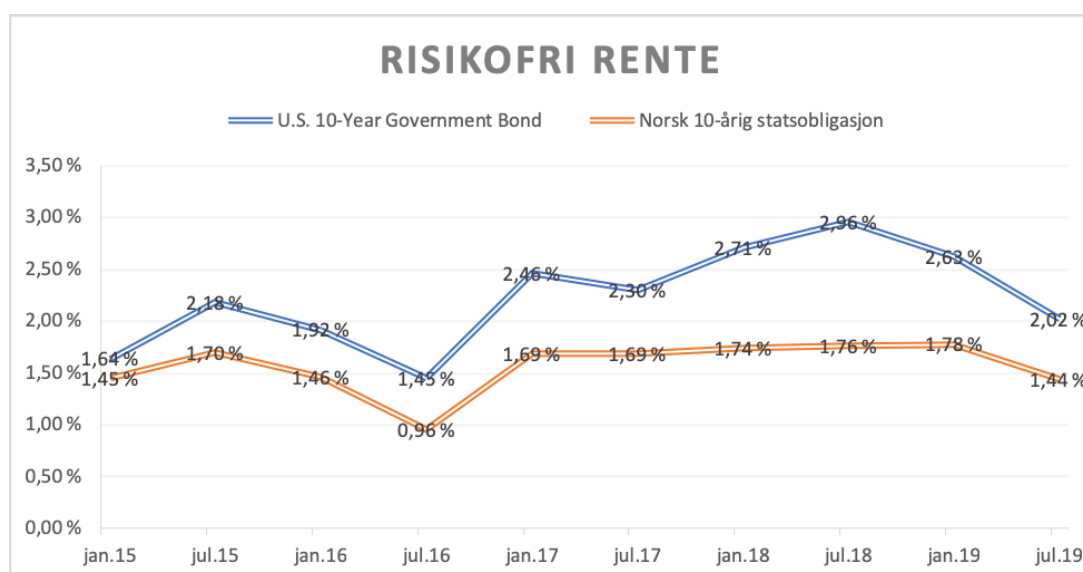
Det supplementet vi vil benytte oss av, er den komparative verdsettelsen, som kan bli viktig for å vurdere nøyaktigheten av den fundamentale analysen. Selv om Atlantic Sapphire på grunn av sin produksjonsmodell idag er et særegent selskap i bransjen, er sluttproduktet og bransjen ellers relativt homogen. Det er derfor sannsynlig at forskjellige forholdstall vil kunne gi generelle estimater på hvordan selskapet vil prises gitt ulike inntekts- og produksjonsscenarioer.

6 Avkastningskrav

Innen finans er det faktum at en gitt pengesum er verdt mer idag enn en gang i fremtiden. Stabil inflasjon er en naturlig del av en fungerende økonomi, og de fleste sentralbanker opererer med mål om en lav og stabil inflasjonsvekst. Investorer krever derfor kompensasjon for dette, uansett om det investeres i gjeld eller egenkapital. Dette prinsippet er gjeldene for nesten alle rasjonelle investorer, til tross for enkelte bisarre situasjoner de senere år, trolig drevet av historisk lave rentenivåer. For eksempel er noen investorer villig til å betale overkurs for svært sikre obligasjoner, og få en negativ forventet avkastning. Dette høres ut som et paradoks, men handler istedet om risikoen ved å holde kontanter idag (Finans Norge, 2019). Risiko er nemlig det andre sentrale aspektet ved investeringer. Etter teorien vil en vanlig risikoavers investor kun foreta en risikabel investering dersom det forventes en verdiøkning større enn risikoen tilknyttet investeringen. Vi kan derfor konkludere med at avkastningskravet til en investering hovedsaklig bestemmes av kompensasjon for inflasjon og risiko. I alle fall er det trygt å hevde at avkastningskravet til en risikabel investering må være høyere enn avkastningen til en risikofri investering.

6.1 Risikofri rente

For å identifisere risikofri rente er det i hovedsak to finansielle aktiva vi ønsker å se nærmere på. Lengre statsobligasjoner regnes vanligvis som den beste måten å beregne risikofri rente på, og vi ser videre på norske og amerikanske 10 års statsobligasjoner. Figuren nedenfor viser utviklingen de siste fem årene (Norges Bank og Marketwatch, 2019).



Figur 6.1: Utvikling i yield - norske og amerikanske statsobligasjoner

Vi ser at det er tydelig korrelasjon mellom grafene. Norsk økonomi er utvilsomt knyttet til den amerikanske, og yielden på obligasjonene følger hovedsaklig de samme trendene. Vi ser at yielden på norske statsobligasjoner er lavere i hele perioden. Det kan være flere grunner til dette, blant annet at norsk økonomi også i større grad er knyttet til eurosonen, som i perioden har hatt svært lave rentenivåer. Dette kan gjøre det vanskelig for den norske sentralbanken å sette opp renten til nivåer den kanskje ellers hadde vært på, som påvirker yield på norske statsobligasjoner. Atlantic Sapphire har tilknytning til begge kapitalmarkeder, og U.S 10-Year Government Bond har ofte blitt presentert som et internasjonalt mål på risikofri rente. Derfor kunne obligasjonen vært et godt alternativ til risikofri rente. Yielden på denne obligasjonen varierer endel i perioden, med over 1,5 prosentpoeng, eller 100 prosent mellom topp og bunn. Gjennomsnittet for perioden er 2,23 prosent. Den norske statsobligasjonen varierer mindre i perioden, med 0,82 prosentpoeng, eller omtrent 85 prosent. Gjennomsnittlig yield er 1,57 prosent.

I den årlige undersøkelsen “Risikopremien i det norske markedet”, utført av PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening, fant de at den største andelen selskaper, 34 prosent, benyttet Norsk 10-årig statsobligasjon som mål på risikofri rente. 28 prosent benyttet normalisert risikofri rente, mens 15 prosent benytter 5-årig statsobligasjon (PwC, 2018). Selv om det er flere gode argumenter for å velge amerikanske obligasjoner, velger vi å benytte oss av Norsk 10-årig statsobligasjon som mål på risikofri rente i verdsettelsen av Atlantic Sapphire. Vi velger å bruke gjennomsnittet av de fem siste årene, siden vi

mener at dette gjennomsnittet har best mulighet til å predikere risikofri rente i kommende perioder. Dette bygger på en antakelse om at det ikke vil være markante endringer i yield i nærmeste fremtid, og at variasjonen vil forholde seg omtrent lik som i den foregående femårsperioden. Tallet som benyttes for risikofri rente i den videre analysen blir dermed 1,57 prosent.

6.2 Egenkapitalkrav

Vi har tidligere nevnt at en investor som foretar en risikabel investering forventer en avkastning som er høyere enn en tilsvarende risikofri investering. For å finne ut hvor stor avkastning en investor kan kreve på en gitt investering, må vi finne kapitalkravet til egenkapitalen. I mange tilfeller der regnskapet er fremskrevet med en konstant gjeldsgrad, kan det vektete gjennomsnittlige kapitalkravet (WACC) også benyttes. I vårt tilfelle blir dette krevende. Atlantic Sapphire har idag lite gjeld, og det er usikkerhet knyttet til hvordan selskapets finansieringsstruktur vil se ut i fremtiden. Det er også svært vanskelig å fastsette når og til hvilken rente selskapet vil hente gjeld. Å spekulere videre rundt dette har lite for seg. Vi vil istedet se på kapitalkravet til egenkapitalen, i første omgang gitt av kapitalverdimodellen (CAPM), når vi senere skal diskontere kontantstrømmene til egenkapitalen.

$$\text{Egenkapitalkrav} = \text{Risikofri rente} + \beta \times \text{markedets risikopremie}$$

6.2.1 Risikofri rente

I 6.1 fant vi risikofri rente lik 1,57 prosent.

6.2.2 Markedets risikopremie

I den samme undersøkelsen som ble benyttet i 6.1 presenteres markedets risikopremie som uendret på 5 prosent. Atlantic Sapphire har en markedsverdi på godt over 5 milliarder kroner, som vanligvis er grensen for å vurdere en småbedriftspremie. Dette er derfor mindre aktuelt. En svært utfyllende undersøkelse fra KPMG utført i 2018 i tyskspråklige land

(Tyskland, Sveits, Østerrike), tilsier at denne risikopremien muligens er litt for lav. Selv om likhetstrekkene mellom økonomiene er mange, er det likevel klare forskjeller. Sveits, som er det mest sammenlignbare landet har den laveste risikopremien på 5,9 prosent. Vi velger likevel å benytte oss av risikopremien i PwC-undersøkelsen på 5 prosent (KPMG, 2018).

6.2.3 Beta

Betaverdien til et selskap er et mål på systematisk risiko, eller markedsrelatert risiko, og forteller hvordan selskapets aksjekurs svinger i forhold til markedet. Markedet har beta lik 1. Det betyr at en aksje med beta lik 1, over tid vil ha en variasjon identisk med markedsvariasjonen. Dersom beta er lik 0, vil ikke aksjen ha noe variasjon. Beta lik -1 betyr at aksjen er perfekt negativt korrelert med markedet.

Dagens Næringsliv opererer med en beta på 0,51 for Atlantic Sapphire og benytter ett års historisk data. Yahoo Finance oppgir en betaverdi på 0,56, der de benytter tre måneders historisk data. Begge betaverdiene tilsier at Atlantic Sapphire har lav markedsrelatert risiko. Når man kalkulerer beta er resultatet avhengig både av hyppigheten til målingene og hvor mye historisk data man inkluderer. Siden Atlantic Sapphire er et selskap med tydelige perioder med høy vekst er dette ekstra betydningsfullt. Disse estimatene er likevel svært nære hverandre i dette tilfellet.

6.2.4 Egenkapitalkrav

Vi benytter Dagens Næringslivs estimat for beta på 0,51 i kapitalverdimodellen.

$$\textit{Egenkapitalkrav} = 1,57\% + 0,51 \times 5\% = 4,12\%$$

Av kapitalverdimodellen fremgår det at kravet til egenkapitalen er på 4,12 prosent. Dette tilsier at eiere av Atlantic Sapphire sin egenkapital kan forvente mindre volatilitet og lavere avkastning sammenlignet med markedet. Vi stusser over denne konklusjonen og betviler kapitalverdimodellens evne til å estimere et realistisk krav til egenkapitalen i dette tilfellet. Vi mistenker samtidig at estimatet av beta er hovedproblemet. Dette fordi

markedets risikopremie er basert på en troverdig undersøkelse og at estimatet for den risikofrie renten i verste fall er gjenstand for mindre avvik.

Selv om beta ofte tilbyr nyttig informasjon for analyse av aksjer, er det åpenbare begrensninger som her må adresseres. Beta bygger på historiske data, og det tas ikke hensyn til ny informasjon i markedet, som er en veldig aktuell kursdriver for Atlantic Sapphire. Samtidig reflekterer beta også veldig lite av det som ligger frem i tid. Det er viktig å påpeke forskjellen på teori og praksis i dette tilfellet. Betakoeffisienten forutsetter at avkastning er normalfordelt fra et statistisk perspektiv. I realiteten er denne forutsetningen tvilsom. Disse momentene er med på å underbygge våre tanker om at det lave betaestimatet presentert av Dagens Næringsliv gir et feil bilde av egenkapitalkravet. Vi anser det som svært tvilsomt at en investor i Atlantic Sapphire sin egenkapital vil godta en forventet årlig avkastning på 4,12 prosent på lengre sikt, med tanke på risikofaktorene knyttet til investeringen. Hoveddelen av denne ekstra risikoen skydes imidlertid usystematisk-/selskapsesifikk risiko ikke tas hensyn til i denne delen av oppgaven. Uansett mener vi at egenkapitalkravet er for lavt.

6.2.5 Alternativ tilnærming

Siden beta måler selskapsspesifikk risiko i relasjon med markedet, kan vi bruke mer troverdige betaestimer for sammenlignbare selskaper. Vi har allerede etablert at Atlantic Sapphire skiller seg fra konkurrentene på flere områder, men en slik tilnærming har likevel informativ verdi. Spesielt hvis vi ser den i sammenheng med lister over bransjegjennomsnitt for egenkapitalkrav, og i tillegg gjør egne vurderinger. I denne sammenhengen støtter vi oss på oppgavens strategiske analyse.

Et datasett fra NYU Stern School of Business, laget av Aswath Damodaran, viser en oversikt over egenkapitalkravene til 7209 amerikanske selskaper i alle bransjer. Gjennomsnittet sett bort i fra finansnæringen er 9,87 prosent. Bank og forsikring, samt infrastruktur og store detaljistkjeder i dagligvarebransjen er hovedsaklig sektorene som skiller seg ut i det lavere sjiktet for egenkapitalkrav. Fiskeoppdrett gis ikke eksplisitt som en egen bransje, men kan tenkes å være innen food processing eller retail (grocery and food). Gjennomsnittet mellom disse to bransjene er 6,44 prosent.

Figuren nedenfor viser et beregnet avkastningskrav til egenkapitalen for de fem største

børsnoterte oppdrettselskapene i Norge.

Selskap	Beregning	Egenkapitalkrav
Mowi	$1,57\%+0,36*5\%$	2,83%
Lerøy Seafood Group	$1,57\%+0,44*5\%$	3,45%
SalMar	$1,57\%+0,44*5\%$	3,45%
Greig Seafood	$1,57\%+0,65*5\%$	5,10%
Bakkafrost	$1,57\%+0,38*5\%$	2,98%
Snitt		3,56%

Figur 6.2: Egenkapitalkrav for de fem største oppdrettselskapene på Oslo Børs

Figuren gir et bilde av at bransjen er en lav-risikobrandsje, med et gjennomsnittlig egenkapitalkrav på 3,56 prosent. Medianen er 3,45 prosent. Alle selskapene har en volatilitet som er signifikant lavere enn markedet. Dette er ikke ulikt resultatet fra beregningen av Atlantic Sapphires egenkapitalkrav. Likevel er beregningen mer troverdig i disse tilfellene. Alle selskapene er etablerte med relativt forutsigbare, sterke bunnlinjer. I tillegg betaler alle utbytte, som gir en direkteavkastning som ikke fremgår av beregningen.

Med grunnlag i det ovennevnte, bør egenkapitalkravet til Atlantic Sapphire være høyere. Vi vurderer det som rimelig at Atlantic Sapphires avkastningskrav settes markant høyere enn dette snittet og velger 6,5 prosent, omtrent på snittet for relevante bransjer fra den amerikanske undersøkelsen. Samtidig er dette 1,57 ganger høyere enn snittet for de fem største norske oppdrettselskapene. Ytterligere strategisk usikkerhet/usystematisk risiko vil tas hensyn til senere i oppgaven ved at vi bruker vår strategiske analyse til å vekte sannsynligheten for verdiestimatet fra vår fundamentale analyse.

7 Trender og prognoser

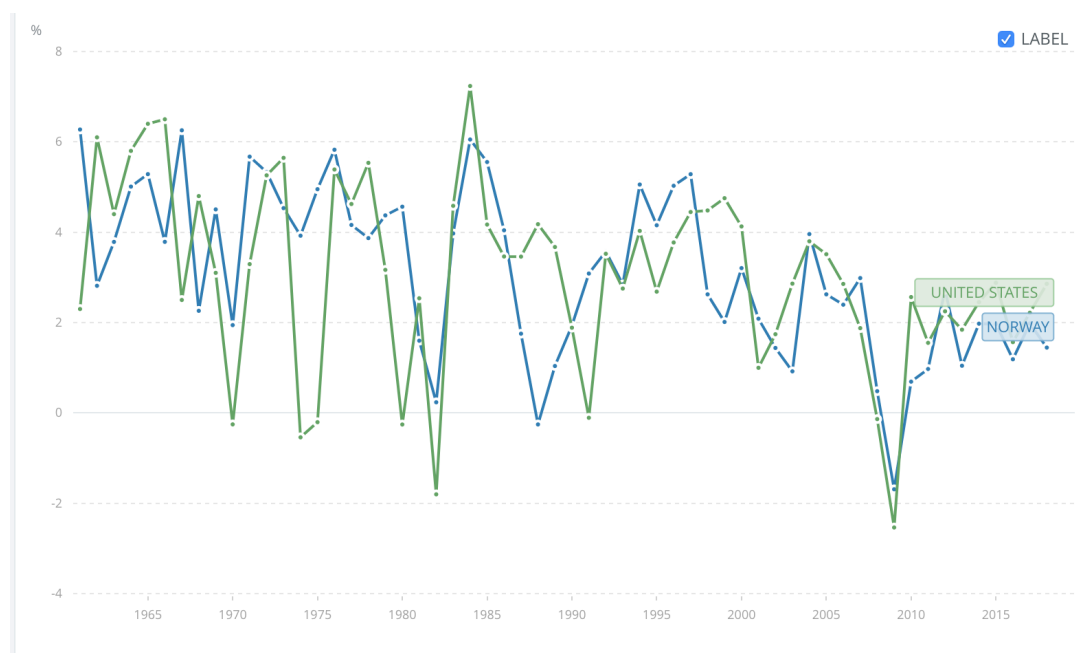
På grunn av bransjens karakteristikk og selskapets plassering i livssyklusen anser vi det som lenge til Atlantic Sapphire vil være i en såkalt stabil tilstand. Vi kommer til å lene oss på selskapets egne prognoser i valget av tidshorisont, og velger å sette år 2032 som første år med stabil tilstand. Dette medfører en lang prognose som øker usikkerheten. Likevel anser vi det som en fornuftig kompromiss, da alle årene før dette er sentrale hva angår økning i produksjonsvolum. Nåverdien av årene fra og med 2032 vil gi mindre utslag i dagens verdi på selskapet, på grunn av høy diskontering.

Den strategiske analysen fra kapittel 3, er en viktig del av verdsettelsen. Denne analysen har gitt innsikt i selskapets strategiske posisjon i bransjen og i omgivelsene for øvrig. Funnene fra den strategiske analysen vil derfor styrke kvaliteten på våre prognoser. Selv om vi ikke alltid vil referere til spesifikke funn, vil den overordnede kunnskapen vi tilegnet oss alltid ligge i bakgrunn.

7.1 Stabil tilstand

Fra og med år 2032 vil selskapet være i stabil tilstand der vi ser en jevn vekst i regnskapspostene. Postene må ha en positiv evig vekst, ellers ville posten nærmet seg null på sikt. Samtidig kan ikke kostnadene ha en høyere vekstrate enn inntektene, da et slikt scenario vil føre til en garantert konkurs på sikt. På samme måte kan heller ikke de samlede inntektene vokse mer enn realveksten i økonomien, siden det i teorien ville føre til at selskapet til slutt vil dominere verdensøkonomien, noe som ikke er praktisk mulig.

For å finne en vekstrate til den stabile tilstanden, er nok en gang tall for både den amerikanske og norske økonomiske veksten interessant. Som to utviklede økonomier vokser de utvalgte økonomiene relativt likt, og med tanke på tilknytningen en åpen norsk økonomi har til den amerikanske følger de også stort sett de samme makrotrendene. Følgende figur hentet fra Verdensbanken viser veksten i BNP for Norge og USA.



Figur 7.1: Historisk vekst i BNP - Norge og USA

Vi ser klar korrelasjon mellom grafene. Ser man enda lengre tilbake har den Amerikanske økonomien hatt en gjennomsnittlig vekst på 3,2 prosent siden 1948. Etter finanskrisen i 2008 har den gjennomsnittlige veksten vært under 2 prosent (Trading Economics, 2019). Fremover forventes det at veksten vil holde seg omtrent rundt samme gjennomsnitt som de siste ti årene. For Norge er situasjonen omtrent den samme. OECD har en prognose som setter fremtidig vekstrate for norsk BNP til 2,1 prosent (OECD, 2019). I den videre analysen vil vi benytte 2 prosent som forventet vekstrate i stabil tilstand.

Den andre delen av regnestykket er prognosen for inflasjonen. Et alternativ kunne vært å bruke konsumprisindeksen som et utgangspunkt. Vi mener istedet at Norges Banks inflasjonsmål er et bedre alternativ. Det er et langsiktig mål og utgangspunktet for norsk pengepolitikk om en lav og stabil prisvekst. Norges Bank har også vist seg å være svært dyktig i når det gjelder å nå inflasjonsmålet over tid. Målet ble oppdatert i 2018 og senket fra 2,5 prosent til 2 prosent (Regjeringen, 2018).

Samlet forventer vi en vekstrate for økonomien lik 4 prosent. Atlantic Sapphire har i perioden før 2032 opplevd sterk vekst. Vi ser for oss at veksten bremses kraftig i stabil tilstand og at selskapet ikke vil oppleve realvekst, men kun få inflasjonen på 2 prosent per år. Veksten blir dermed klart lavere enn den totale årlige veksten i de to økonomiene vi har sett på.

Tilslutt noterer vi oss at inflasjonen på 2 prosent, som i og for seg har vært et nokså treffsikkert estimat, er høyere enn den risikofrie renten vi benytter i våre prognoser på 1,57 prosent. Å anta evige negative realrenter er ganske suspekt fra et økonomisk standpunkt. Det er rimelig å forvente at risikofri rente vil øke på lengre sikt. Vi vil imidlertid holde renten fast i vår valgte periode. Hadde vi valgt å lage prognoser også for risikofri rente, ville dette økt kompleksiteten av verdsettelsen uten at effekten ville vært særlig synlig. Vi måtte også tatt hensyn til potensielt bedre lånebetingelser i fremtiden, som kanskje til og med ville overgått effekten med økt risikofri rente. Vi mener også at avkastningskravet er romslig nok til å ta høyde for en forventet økning i risikofri rente.

7.2 Prognose av salgs-/driftsinntekter

Tabellen nedenfor viser prognosen for veksten i inntekter. Ikke overraskende er veksten stor i denne perioden, ettersom første slakt ved produksjonsanlegget i USA er i år 2020, og planene for produksjonsøkning ambisiøse.

Inntektsprognose																														
År	2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		2028		2029		2030		2031					
Produksjon (Estimat) (kg)	0		6000000		13000000		23000000		35000000		55000000		75000000		95000000		120000000		140000000		165000000		200000000		220000000					
Produksjon (Lav) (kg)	0		6000000		10000000		10000000		27000000		27000000		54000000		81000000		108000000		126000000		148500000		180000000		198000000					
Laksepris (Fast) (Snitt jan.-okt.)	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07	kr	58,07		
Laksepris (Estimat)	kr	58,07	kr	59,50	kr	60,50	kr	62,00	kr	59,00	kr	60,00	kr	59,50	kr	59,00	kr	58,00	kr	57,50	kr	57,00	kr	56,00	kr	55,00	kr	55,00		
Premie			1,10		1,10																									
Dødelighet			0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93		0,93			
I tusen kroner																														
Inntekt (EF)	kr	-	kr	324 031	kr	702 066	kr	1 242 117	kr	1 890 179	kr	2 970 281	kr	4 050 383	kr	5 130 485	kr	6 480 612	kr	7 560 714	kr	8 910 842	kr	10 801 020	kr	11 881 122	kr	11 881 122		
Inntekt (EE)	kr	-	kr	332 010	kr	731 445	kr	1 326 180	kr	1 920 450	kr	3 069 000	kr	4 150 125	kr	5 212 650	kr	6 472 800	kr	7 486 500	kr	8 746 650	kr	10 416 000	kr	11 253 000	kr	11 253 000	kr	11 253 000
Inntekt (LF)	kr	-	kr	324 031	kr	540 051	kr	540 051	kr	1 458 138	kr	1 458 138	kr	2 916 275	kr	4 374 413	kr	5 832 551	kr	6 804 643	kr	8 019 757	kr	9 720 918	kr	10 693 010	kr	10 693 010	kr	10 693 010
Inntekt (LE)	kr	-	kr	332 010	kr	562 650	kr	576 600	kr	1 481 490	kr	1 506 600	kr	2 988 090	kr	4 444 470	kr	5 825 520	kr	6 737 850	kr	7 871 985	kr	9 374 400	kr	10 127 700	kr	10 127 700	kr	10 127 700
Inntekt Beste Estimat	kr	-	kr	365 211	kr	804 590	kr	1 326 180	kr	1 920 450	kr	3 069 000	kr	4 150 125	kr	5 212 650	kr	5 825 520	kr	6 737 850	kr	7 871 985	kr	9 374 400	kr	9 374 400	kr	9 374 400	kr	10 127 700
Vekst i prosent			888,31 %		120,31 %		64,83 %		44,81 %		59,81 %		35,23 %		25,60 %		11,76 %		15,66 %		16,83 %		19,09 %		8,04 %		8,04 %			

Figur 7.2: Forventet inntektsvekst

Det beste estimatet benytter halvårsrapporten fra 2019, der tallene for salgsinntekt er doblet for å dekke hele året. Fra 2020 til og med år 2026 benyttes Atlantic Sapphires egen prognose for produksjon. Vi mener dette er rimelig, ettersom planene for produksjonsøkningen opp til 95 000 tonn allerede er kommet langt i utredningen og er fullfinansiert frem til selskapet begynner å generere positive kontantstrømmer fra drift i 2020. Fra år 2026 til 2031 benytter vi et lavere estimat for produksjonen som reduserer den totale årsproduksjonen med 10 prosent sammenlignet med selskapets originale plan. Grunnen til dette er blant annet forventet økt konkurranse i det amerikanske markedet, og risikoen for tilbudsvekst som er større enn ventet. Vi benytter et estimat for lakseprisen

basert på allerede eksisterende prognoser, og nedjusterer prisen noe på lang sikt. Prognosen varierer mellom 55 og 62 kroner per kilo gjennom hele perioden. Prognosen forutsetter en svak prisstigning til 62 kroner i 2022 som er høyere enn snittprisen for 2019 på 58,07 kroner. Etter 2022 ser vi en svak nedgang i prisen til 55 kr per kilo i 2031. I tillegg til denne oppnådde salgsprisen forventer vi at selskapets kunder, hovedsakelig grossister, betaler for at Atlantic Sapphire frakter laksen fra produksjonsanlegg til kunden. Dette vil diskuteres under seksjonen for kostnader. Estimater av lakseprisen baserer seg på norske eksportpriser, og det forutsettes at salgsprisen Atlantic Sapphire oppnår i USA er den samme som norske eksportører noterer i Oslo, der hoveddelen av laksen selges til EU-markedet. Prisen på laks varierer rundt om i verden, men spesielt hovedmarkedene i Vest- og Nord-Europa og USA som helhet har et sammenlignbart prisnivå generelt. Derfor er denne forutsetningen rimelig.

Det forutsettes videre at Atlantic Sapphire vil klare å hente en prispremie på 10 prosent i 2020 og i 2021. I samtale med CEO i SalmoTerra (2019), ble dette presentert som en rimelig antakelse. Selv om de ikke kalkulerte med en prispremie i sine kalkyler, regnet de likevel med å oppnå en høyere salgpris. Premien er et resultat av laks produsert på land er sjeldent og eksklusivt, og har et rykte på seg for å være renere. Det sveitsiske landbaserte oppdrettselskapet Swiss Lachs oppnådde for eksempel 3 ganger høyere salgpris på sine røkelaks-produkter enn tilsvarende produsenter i sjø. Et slikt eksklusivtstempel er likevel uoppnåelig for Atlantic Sapphire, blant annet fordi deres produksjonsvolum allerede i 2020 vil være over 10 ganger høyere enn det sveitsiske selskapet. Etter år 2021 forventer prognosen at Atlantic Sapphire ikke vil oppnå videre prispremie på sine produkter. Det skyldes både betydelig produksjonsvolum og at kundene blir vant til produktet. Tilslutt forutsettes det en dødelighet på 7 prosent. Dette er langt lavere enn det vi presenterer for tradisjonell oppdrett i kapitlet om bransjen (ca. 15 prosent). Landbasert oppdrett har klare biologiske fordeler sammenlignet med tradisjonell oppdrett. SalmoTerra kalkulerer med en dødelighet på 7 prosent og argumenterte for at den kanskje vil bli enda lavere. Dette selskapet er på mange måter sammenlignbart med Atlantic Sapphire, selv om noen klare forskjeller i produksjonsprosedyren kan utgjøre en økt risiko for Atlantic Sapphire sammenlignet med SalmoTerra. Dette ble diskutert tidligere i oppgaven under trusler og risikofaktorer.

7.2.1 Sekundære inntektskilder

Selv om ingen avtale er fastsatt idag, har Atlantic Sapphire en intensjonsavtale med Hofseth Biocare, som produserer blant annet lakseolje, proteiner og kalsiumprodukter fôr- og konsummarkedet. Intensjonsavtalen dreier seg om utnyttelse av avskjær og avfall fra produksjonen. Tidligere har Atlantic Sapphire også vurdert mulighetene for salg av avfall til lokalt jordbruk, der avfallet skal brukes som gjødsel. (Grindheim, 2019)

Slike avskjær- og avfallsavtaler kan føre til at avfallshåndtering ikke lengre blir en kostnad, og i stedet potensielt blir en liten biinntekt. For enkelhets skyld setter vi kostnaden ved avfallshåndtering til 0 kr, noe som i og for seg er et nokså sannsynlig utfall.

7.2.2 Finansinntekt

Finansinntekt beregnes fra forrige års utgående balanse for kontantbeholdningen multiplisert med den risikofrie renten fra kapittel 6, 1,57 prosent.

7.3 Kostnadsprognose

Vi tar utgangspunkt i figur 4.3 fra kapittel 4, og gjør vurderinger utfra denne. I tallene fra halvårsrapporten i 2019 benytter vi en konverteringskurs USD/NOK 9,1, og gjør omregninger slik at tallene blir på årsbasis.

7.3.1 Rentekostnader

Vi vil beregne rentekostnadene utfra et forventet skifte i kapitalstrukturen i selskapet. Det virker usannsynlig at Atlantiv Sapphire vil gjennomføre flere emisjoner, trolig vil de heller hente kapital fra kredittinstitusjoner i vår valgte tidsperiode. Vi tenker oss at selskapet vil konvergere mot gjennomsnittet vi fant i Cost of Capital-rapporten av Aswath Damodaran for det amerikanske markedet. Gjennomsnittet for selskaper i USA er gjeld i verdi av totalkapital på 39,99 prosent (Damodaran, 2019). På grunn av skattefordeler knyttet til finansiering med rentebærende gjeld, er det relativt fordelaktig for interessenter i selskapets egenkapital å finansiere driften med gjeld i stedet for egenkapital. Av økonomisk teori fremgår det likevel at kapitalstruktur er irrelevant i et perfekt kapitalmarked, siden risikoen øker tilsvarende (de Sousa, 2019). Vi mener uansett det er usannsynlig at Atlantic Sapphire

på lengre sikt vil opprettholde en finansieringsstruktur på rundt 80 prosent egenkapital, slik som idag. I det fremskrevne regnskapet vil vi derfor sette opp en tenkt bane for opptak av lån. Av selskapets egne finansielle rapporter fremgår det at de forventer lånebetingelser lik LIBOR + 6 prosent. Ettårig LIBOR er 1,95 prosent. Vi setter derfor renten til 8 prosent. Dette er høyt, og det er sannsynlig at renten vil falle med årene gjennom en bedret kredittvurdering. Vi velger likevel å holde betingelsene fast. Nedbetalingstid for lånene er 5 år. Det forutsettes med dette at gjeld er den billigste eksterne finansieringsformen tilgjengelig.

7.3.2 Transportkostnader

I tillegg til produksjonskostnadene kommer det altså et tillegg for frakt. I samtale med Atlantic Sapphire estimerte vår kontaktperson en kostnad ned mot 1kr per kilo i frakt til hovedmarkeder på østkysten, og bekreftet at lastebiltransport var planlagt metode. Trolig vil kostnadene bli noe høyere enn dette ved leveranse i hele USA. Det forutsettes uansett at disse kostnadene flyttes over på kunden og legges til salgsprisen, slik at de nulles ut i Atlantic Sapphires regnskap.

7.3.3 Avskrivninger

I samtale med Atlantic Sapphire fremgikk det at de regnet med en gjennomsnittlig avskrivningstid på 17 år for de viktigste anleggsmidlene. Med tanke på at bygninger i deres regnskap har en økonomisk levetid på 18-24 år, og produksjonsutstyr og anlegg har en økonomisk levetid på 10-15 år, høres dette rimelig ut. Reell levetid vil uten tvil bli klart lenger. I prognosen vil vi benytte lineære avskrivninger over 17 år for posten bygninger/produksjonsanlegg. I år 2020 og 2021 forutsetter vi at avskrivningene halveres på grunn av at større deler av anlegget fremdeles er under konstruksjon. Delene under konstruksjon avskrives ikke. Det forutsettes en hurtigere ferdigstillelse med tiden, slik at i senere år skrives en større del av nyinvesteringene ned direkte. Posten avhenger av investeringsnivået i perioden.

7.3.4 Andre justeringer

Utenom postene nevnt over som vi beregner selv, gjør vi følgende antakelser. Andre driftskostnader reduseres markant fra tabellen for bransjegjennomsnittet i Norge. Dette skyldes hovedsaklig at lusekostnaden er 0 kr ved landbasert oppdrett, som utgjør en betydelig kostnad for tradisjonelle oppdrettselskaper. Ellers dekker posten blant annet strømkostnader og vedlikehold av anlegg og maskiner, som vi bli høyere for Atlantic Sapphire enn det norske gjennomsnittet. I sum utgjør dette uansett en kostnadsfordel for selskapet. Vi nedjusterer kostnaden til 3 kroner i fase 1 og 2, og 2,5 kroner per kilo fra begynnelsen av fase 3 (2024). Varekostnaden (smolt og fôr) er den største kostnadsposten. I fase 1 og 2 av produksjonsanlegget setter vi kostnaden til henholdsvis 24 og 23 kroner per kilo. Dette er høyere en kostnaden fra tabellen på 21 kroner per kilo. Det skyldes svakere infrastruktur for oppdrett enn i Norge, og at diverse innsatsfaktorer må importeres før selskapet kan bygge opp kapasitet til selvforsyning. Fra og med år 2024 (fase 3), setter vi kostnaden til 20 kroner per kilo, altså marginalt lavere enn det norske snittet. På lengre sikt forventes det at integrasjonen i produksjonsanleggene, samt bedre biologi og fôrfaktor vil føre til noe reduserte kostnader for smolt og fôr. Lønnskostnadene oppjusteres fra 3,5 kroner per kilo i tabellen til 5,5 kroner per kilo i fase 1 og 2. Fra og med fase 3 vil kostnaden være 4 kroner per kilo. Det forventes noe økte lønnskostnader på grunn av komplisert drift av produksjonsanlegg, sammenlignet med tradisjonell oppdrett, til tross for et lavere lønnsnivå i USA generelt.

Kostnadsprognosen forventer at Atlantic Sapphire vil ha en betraktelig dyrere produksjonskostnad per kilo de første årene frem til midtveis i fase 3. Etter ferdigstilling av fase 3 i 2026 vil kostnadsnivået være omtrent likt som det for tradisjonelle oppdrettselskaper i Norge. Dette er om man ser bort i fra de mye omtalte fraktkostnadene, som vil være betydelig lavere, og trenden som tilsier vekst i de fleste kostnadsposter for norsk oppdrett (Nofima, 2018). Samtidig kommer den reduserte dødeligheten frem gjennom at salgsvolum reduseres med en høyere faktor (0,93 vs. 0,85) som gir høyere salgsinntekter *ceteris paribus*.

I tillegg til avvikene vi nevnte i kapittel 4, der vi sammenlignet med bransjesnittet i Norge, er det altså store avvik i postene for avskrivning og renter som vi beregnet selv. Atlantic Sapphire vil ha en betydelig høyere avskrivningskostnad på grunn av avskrivning av kapitalkrevende produksjonsanlegg. Til sammenligning avskrives ikke konsesjoner i

norsk oppdrett, selv om også konsesjoner krever betydelig investeringskapital. Dette er fordi de ikke regnes å ha en økonomisk levetid. Posten normaliserer seg likevel etter våre beregninger fra og med år 2025, på i overkant av 4 kr per kilo. Rentekostnadene er også betraktelig høyere enn det norske snittet og normaliserer seg fra år 2022 da den i senere år varierer i intervallet 1-3 kroner per kilo.

7.3.5 Skattekostnad

Skatt på årsresultat for selskaper i USA er 21 prosent. Denne satsen er relativt ny, og ble satt ned med virkning 1. januar 2018. Det er en reell mulighet at den endres i vår valgte periode, men vi velger å holde den fast gjennom alle årene. Atlantic Sapphire har gjennom flere år med underskudd opparbeidet en skattefordel. I årsrapporten fra 2018 var den akkumulerte skattefordelen på omtrent 73,16 millioner kroner. Figuren nedenfor viser kalkulering og utnyttelse av skattefordelen frem til 2021 med nøyaktige tall.

Sats for selskapskatt i USA		0,21
Akkumulert skattefordel 2018	kr	73 158 275,00
Skattefordel 2019	kr	33 647 325,70
Akkumulert skattefordel 2019	kr	106 805 600,70
Skattbart resultat 2020	kr	55 825 037,04
Akkumulert skattefordel 2020	kr	50 980 563,66
Skattbart resultat 2021	kr	239 682 707,62
Skattbart resultat etter justering mot skattefordel	kr	188 702 143,96
Skattekostnad 2021	kr	39 627 450,23

Figur 7.3: Justering for opparbeidet skattefordel

7.3.6 Etterspørselsvekst og kostnaders påvirkning på produksjon

De siste 6 årene har etterspørselen etter laks i det amerikansk markedet vokst med 9 prosent i snitt (Atlantic Sapphire, 2019). Av figur 3.5 i kapitlet for den strategiske analysen, fremgår det at etterspørselen er allerede på et nivå, som gir rom for at Atlantic Sapphires ambisiøse planer for produksjonsvekst uten problemer fanges opp av markedet. Spesielt hvis man også tar hensyn til at trenden for etterspørselsveksten skal fortsette, noe det er all grunn til å tro. Dette er med forbehold om at selskapet klarer å være konkurransedyktig på kostnader, som de etter våre prognoser vil være. Den neste femårsperioden er kostnadsnivået uansett mindre relevant for produksjonsvolumet, men på lengre sikt kan imidlertid økende

konkurransen føre til prispress, slik at selskapet må endre sine investeringsplaner og dermed planer for produksjonsvekst. Dette blir likevel kun tilfelle dersom de ikke når sine mål om å være produsenten med lavest kostnader i det amerikanske markedet.

7.4 Fremskrevet resultatregnskap

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Salgsinntekt	kr 37 008	kr 365 211	kr 804 590	kr 1 326 180	kr 1 920 450	kr 3 069 000	kr 4 150 125	kr 5 212 650	kr 5 825 520	kr 6 737 850	kr 7 871 985	kr 9 374 400	kr 10 127 700
Varekostnad	kr 40 050	kr 144 000	kr 312 000	kr 529 000	kr 805 000	kr 1 100 000	kr 1 500 000	kr 1 900 000	kr 2 160 000	kr 2 520 000	kr 2 970 000	kr 3 600 000	kr 3 960 000
Lønn og personalkostnader	kr 30 082	kr 33 000	kr 71 500	kr 126 500	kr 192 500	kr 220 000	kr 300 000	kr 380 000	kr 432 000	kr 504 000	kr 594 000	kr 720 000	kr 792 000
Slaktning og pakking	kr -	kr 18 000	kr 39 000	kr 69 000	kr 105 000	kr 165 000	kr 225 000	kr 285 000	kr 324 000	kr 378 000	kr 445 500	kr 540 000	kr 594 000
Andre driftskostnader	kr 49 781	kr 18 000	kr 39 000	kr 69 000	kr 105 000	kr 137 500	kr 187 500	kr 237 500	kr 270 000	kr 315 000	kr 371 250	kr 450 000	kr 495 000
EBITDA	-kr 82 905	kr 152 211	kr 343 090	kr 532 680	kr 712 950	kr 1 446 500	kr 1 937 625	kr 2 410 150	kr 2 639 520	kr 3 020 850	kr 3 491 235	kr 4 064 400	kr 4 286 700
Avskrivninger	kr 19 021	kr 56 494	kr 63 662	kr 165 275	kr 204 085	kr 250 077	kr 296 494	kr 342 719	kr 436 652	kr 531 099	kr 635 748	kr 742 955	kr 846 570
EBIT (Operasjonelt driftsresu)	-kr 101 926	kr 95 717	kr 279 427	kr 367 405	kr 508 865	kr 1 196 423	kr 1 641 131	kr 2 067 431	kr 2 202 868	kr 2 489 751	kr 2 855 487	kr 3 321 445	kr 3 440 130
Skatt på driftsresultat	-kr 21 404	kr 20 101	kr 58 680	kr 77 155	kr 106 862	kr 251 249	kr 344 638	kr 434 161	kr 462 602	kr 522 848	kr 599 652	kr 697 503	kr 722 427
Driftsresultat etter skatt	-kr 101 926	kr 75 616	kr 220 748	kr 290 250	kr 402 004	kr 945 174	kr 1 296 494	kr 1 633 271	kr 1 740 266	kr 1 966 903	kr 2 255 835	kr 2 623 941	kr 2 717 703
Finansinntekt	kr 7 453	kr 8 739	kr 9 528	kr 8 920	kr 12 043	kr 7 703	kr 17 178	kr 31 154	kr 57 987	kr 90 111	kr 112 825	kr 144 286	kr 180 904
Finanskostnader	kr 65 752	kr 48 630	kr 49 273	kr 59 515	kr 63 358	kr 86 400	kr 108 800	kr 160 000	kr 233 600	kr 307 200	kr 406 400	kr 492 800	kr 601 600
Finansresultat	-kr 58 300	-kr 39 892	-kr 39 745	-kr 50 595	-kr 51 315	-kr 78 697	-kr 91 622	-kr 128 846	-kr 175 613	-kr 217 089	-kr 293 575	-kr 348 514	-kr 420 696
Skatt på finansresultat	-kr 12 243	-kr 8 377	-kr 8 346	-kr 10 625	-kr 10 776	-kr 16 526	-kr 19 241	-kr 27 058	-kr 36 879	-kr 45 589	-kr 61 651	-kr 73 188	-kr 88 346
Sum skattekostnad	-kr 33 647	kr 11 723	kr 39 627	kr 66 530	kr 96 086	kr 234 722	kr 325 397	kr 407 103	kr 425 724	kr 477 259	kr 538 002	kr 624 316	kr 634 081
Normalisert årsresultat	-kr 160 225	kr 55 825	kr 200 055	kr 250 280	kr 361 465	kr 883 003	kr 1 224 112	kr 1 531 483	kr 1 601 532	kr 1 795 403	kr 2 023 911	kr 2 348 616	kr 2 385 353

Figur 7.4: Fremskrevet resultatregnskap i hele tusen

For liggende figur, se vedlegg

7.5 Fremskrevet balanse

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Anleggsmidler													
Utsatt skattefordel	kr 106 806	kr 50 981	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Bygninger/produksjonsanlegg	kr 1 575 209	kr 1 814 069	kr 2 037 885	kr 2 525 369	kr 2 981 312	kr 3 513 423	kr 3 992 375	kr 4 423 242	kr 5 560 377	kr 6 633 010	kr 7 760 676	kr 8 817 963	kr 9 696 722
Ikke-materielle eiendeler	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684
Langsiktige fordringer	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503
Sum anleggsmidler	kr 1 686 201	kr 1 869 235	kr 2 042 071	kr 2 529 555	kr 2 985 498	kr 3 517 609	kr 3 996 561	kr 4 427 428	kr 5 564 563	kr 6 637 196	kr 7 764 862	kr 8 822 149	kr 9 700 908
Omløpsmidler													
Forhåndsbetalte utgifter	kr 11 057	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Varelager	kr 1 411	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Biologiske eiendeler	kr 67 213	kr 201 147	kr 331 545	kr 480 113	kr 767 250	kr 1 037 531	kr 1 303 163	kr 1 456 380	kr 1 684 463	kr 1 967 996	kr 2 343 600	kr 2 531 925	kr 2 633 202
Kundefordringer	kr 15 315	kr 36 521	kr 80 459	kr 132 618	kr 192 045	kr 306 900	kr 415 013	kr 521 265	kr 582 552	kr 673 785	kr 787 199	kr 937 440	kr 1 012 770
Kontanter og kontantekvivalenter	kr 556 602	kr 606 896	kr 568 174	kr 767 075	kr 490 646	kr 1 094 157	kr 1 984 361	kr 3 693 465	kr 5 739 566	kr 7 186 337	kr 9 190 221	kr 11 522 540	kr 14 333 621
Sum omløpsmidler	kr 651 596	kr 844 564	kr 980 178	kr 1 379 805	kr 1 449 941	kr 2 438 588	kr 3 702 536	kr 5 671 110	kr 8 006 581	kr 9 828 118	kr 12 321 020	kr 14 991 905	kr 17 979 593
Sum eiendeler	kr 2 337 797	kr 2 713 799	kr 3 022 250	kr 3 909 361	kr 4 435 438	kr 5 956 197	kr 7 699 096	kr 10 098 537	kr 13 571 143	kr 16 465 315	kr 20 085 882	kr 23 814 053	kr 27 680 501
Egenkapital													
Aksjekapital	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608
Overkurs	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101
Annens egenkapital (Opptjent)	-kr 404 096	-kr 348 271	-kr 148 216	kr 102 064	kr 463 529	kr 1 346 532	kr 2 570 645	kr 4 102 127	kr 5 703 659	kr 7 499 062	kr 9 522 973	kr 11 871 589	kr 14 256 942
Sum egenkapital	kr 1 806 612	kr 1 862 437	kr 2 062 493	kr 2 312 772	kr 2 674 238	kr 3 557 241	kr 4 781 353	kr 6 312 836	kr 7 914 368	kr 9 709 771	kr 11 733 682	kr 14 082 298	kr 16 467 650
Langsiktig gjeld													
Langsiktig rentebærende gjeld	kr 359 850	kr 607 880	kr 615 910	kr 743 940	kr 791 970	kr 1 080 000	kr 1 360 000	kr 2 000 000	kr 2 920 000	kr 3 840 000	kr 5 080 000	kr 6 160 000	kr 7 520 000
Sum langsiktig gjeld	kr 359 850	kr 607 880	kr 615 910	kr 743 940	kr 791 970	kr 1 080 000	kr 1 360 000	kr 2 000 000	kr 2 920 000	kr 3 840 000	kr 5 080 000	kr 6 160 000	kr 7 520 000
Kortsiktig gjeld													
Leverandørgjeld	kr 170 725	kr 206 961	kr 223 761	kr 653 500	kr 681 100	kr 777 333	kr 817 333	kr 857 333	kr 1 728 500	kr 1 764 500	kr 1 947 000	kr 2 010 000	kr 2 046 000
Betalbar skatt	kr -	kr -	kr 39 627	kr 66 530	kr 96 086	kr 234 722	kr 325 397	kr 407 103	kr 425 724	kr 477 259	kr 538 002	kr 624 316	kr 634 081
Annens kortsiktig gjeld	kr 610	kr 36 521	kr 80 459	kr 132 618	kr 192 045	kr 306 900	kr 415 013	kr 521 265	kr 582 552	kr 673 785	kr 787 199	kr 937 440	kr 1 012 770
Sum kortsiktig gjeld	kr 171 335	kr 243 482	kr 343 847	kr 852 648	kr 969 231	kr 1 318 956	kr 1 557 743	kr 1 785 701	kr 2 736 776	kr 2 915 544	kr 3 272 200	kr 3 571 756	kr 3 692 851
Sum gjeld	kr 531 185	kr 851 362	kr 959 757	kr 1 596 588	kr 1 761 201	kr 2 398 956	kr 2 917 743	kr 3 785 701	kr 5 666 776	kr 6 755 544	kr 8 352 200	kr 9 731 756	kr 11 212 851
Sum egenkapital og gjeld	kr 2 337 797	kr 2 713 799	kr 3 022 250	kr 3 909 361	kr 4 435 438	kr 5 956 197	kr 7 699 096	kr 10 098 537	kr 13 571 143	kr 16 465 315	kr 20 085 882	kr 23 814 053	kr 27 680 501
Gjeld/Totalkapital i prosent	22,72%	31,37%	31,76%	40,84%	39,71%	40,28%	37,90%	37,49%	41,68%	41,03%	41,58%	40,87%	40,51%

Figur 7.5: Fremskrevet balanse i hele tusen

For liggende figur, se vedlegg

7.6 Prognose av kontantstrøm

Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Operasjonelt driftsresultat	-kr 101 926	kr 95 717	kr 279 427	kr 367 405	kr 508 865	kr 1 196 423	kr 1 641 131	kr 2 067 431	kr 2 202 868	kr 2 489 751	kr 2 855 487	kr 3 321 445	kr 3 440 130
Avskrivninger	kr 19 021	kr 56 494	kr 63 662	kr 165 275	kr 204 085	kr 250 077	kr 296 494	kr 342 719	kr 436 652	kr 531 099	kr 635 748	kr 742 955	kr 846 570
Betalt skatt	kr -	kr -	kr -	-kr 39 627	-kr 66 530	-kr 96 086	-kr 234 722	-kr 325 397	-kr 407 103	-kr 425 724	-kr 477 259	-kr 538 002	-kr 624 316
Endringer i biologiske eiendeler	-kr 132 524	-kr 130 398	-kr 148 568	-kr 287 138	-kr 270 281	-kr 265 631	-kr 153 218	-kr 228 083	-kr 283 534	-kr 375 604	-kr 188 325	-kr 101 277	-kr 75 330
Endringer i kundeordringer	-kr 21 206	-kr 43 938	-kr 52 159	-kr 59 427	-kr 114 855	-kr 108 113	-kr 106 253	-kr 61 287	-kr 91 233	-kr 113 414	-kr 150 242	-kr 150 242	-kr 150 242
Endringer i leverandørgjeld	kr 36 235	kr 16 800	kr 429 739	kr 27 600	kr 96 233	kr 40 000	kr 40 000	kr 871 167	kr 36 000	kr 182 500	kr 63 000	kr 36 000	kr 36 000
Netto kontantstrøm fra drift	-kr 82 905	kr 34 716	kr 185 554	kr 722 065	kr 327 455	kr 1 061 511	kr 1 369 159	kr 1 865 283	kr 2 814 214	kr 2 256 360	kr 2 707 459	kr 3 250 832	kr 3 521 777
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter													
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-kr 385 121	-kr 192 561	-kr 192 561	-kr 600 600	-kr 600 600	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 1 512 500	-kr 1 512 500	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-kr 385 121	-kr 192 561	-kr 192 561	-kr 600 600	-kr 600 600	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 1 512 500	-kr 1 512 500	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000
Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter													
Emisjon og innbetaling av egenkapital	kr 797 915												
Innbetalinger fra opptak av langsiktig gjeld	kr 359 850	kr 400 000	kr 200 000	kr 400 000	kr 400 000	kr 800 000	kr 800 000	kr 1 400 000	kr 2 000 000	kr 2 400 000	kr 3 200 000	kr 3 600 000	kr 4 500 000
Utbetalinger fra nedbetaling av langsiktig gjeld	-kr 247 902	-kr 151 970	-kr 191 970	-kr 271 970	-kr 351 970	-kr 511 970	-kr 520 000	-kr 760 000	-kr 1 080 000	-kr 1 480 000	-kr 1 960 000	-kr 2 520 000	-kr 3 140 000
Netto finansutgifter	-kr 58 300	-kr 39 892	-kr 39 745	-kr 50 595	-kr 51 315	-kr 78 697	-kr 91 622	-kr 128 846	-kr 175 613	-kr 217 089	-kr 293 575	-kr 348 514	-kr 420 696
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	kr 851 564	kr 208 138	-kr 31 715	kr 77 435	-kr 3 285	kr 209 333	kr 188 378	kr 511 154	kr 744 387	kr 702 911	kr 946 425	kr 731 486	kr 939 304
Sum kontantstrømmer fra perioden	kr 383 538	kr 50 294	-kr 38 721	kr 198 900	-kr 276 429	kr 603 511	kr 890 204	kr 1 709 104	kr 2 046 102	kr 1 446 771	kr 2 003 884	kr 2 332 318	kr 2 811 081

Figur 7.6: Prognose av kontantstrømmer i hele tusen

For liggende figur, se vedlegg

8 Fundamental verdsettelse

8.1 Egenkapitalmetoden

8.1.1 Diskonterte kontantstrømmer

Vi neddiskonterer kontantstrømmene til 2019-nivå ved å bruke en enkel matematisk formel.

$$\frac{\text{Kontantstrøm}_{2019+t}}{(1 + \text{Egenkapitalkrav})^t}$$

Summen av de neddiskonterte kontantstrømmene anslår verdien på Atlantic Sapphires drift i denne perioden. Egenkapitalkravet er 6,5% som vi beregnet i kapittel 6.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Sum kontantstrømmer fra perioden	kr 383 538	kr 50 294	-kr 38 721	kr 198 900	-kr 276 429	kr 603 511	kr 890 204	kr 1 709 104	kr 2 046 102	kr 1 446 771	kr 2 003 884	kr 2 332 318	kr 2 811 081
Diskontert kontantstrøm til nåverdi i 2019	kr 383 538	kr 47 224	-kr 34 139	kr 164 660	-kr 214 875	kr 440 491	kr 610 087	kr 1 099 819	kr 1 236 318	kr 820 830	kr 1 067 521	kr 1 166 654	kr 1 320 317
Sum diskontert kontantstrøm	kr 8 108 446												

Figur 8.1: Diskontert kontantstrøm i hele tusen

Summen av disse kontantstrømmene er imidlertid ikke nok for å beregne verdien på hele selskapet. For å gjøre dette må vi også verdsette driften etter 2031.

8.1.2 Gordons vekstmodell

Gordons vekstmodell kan benyttes til å beregne verdien av en evig fremtidig kontantstrøm, og antar at verdien er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. I vårt tilfelle vil det si at verdien av driften etter år 2031, kan kalkuleres med følgende formel.

$$\text{Terminalverdi Atlantic Sapphire} = \frac{\text{Forventet kontantstrøm}_{2032}}{\text{Egenkapitalkrav} - \text{Vekstrate i stabil tilstand}}$$

Vi har allerede beregnet egenkapitalkravet og vekstraten i stabil tilstand til henholdsvis 6,5 og 2 prosent. For å finne forventet kontantstrøm i 2032, må vi gjøre noen betraktninger. Kontantstrømmene varierer stort fra år til år, og det er ikke sikkert at det å bruke

kontantstrømmen fra 2031 å legge til veksten i stabil tilstand vil gi det beste estimatet. Den gjennomsnittlige neddiskonterte kontantstrømmen for et enkeltår i perioden er 623 726 620 kroner. Medianen er 610 087 012 kroner. Disse verdiene kunne i de fleste tilfeller blitt brukt som utgangspunktet for beregningen av neste års kontantstrøm. I vårt tilfelle, med et selskap i etableringsfasen, er det imidlertid mer usikkert om dette gjennomsnittet kan gi et treffsikkert anslag på neste års kontantstrøm. Vi ser en klar trend ved at kontantstrømmene i andre halvdel av perioden er store og positive, mens den første halvdel har stor variasjon. Hovedsakelig er det voksende størrelser i kontantstrømmen fra drift som er årsaken til dette, ettersom produksjonen trappes opp til drift i stor skala. Vi forventer redusert inntektsvekst til et mer normalt nivå rundt 2031, og dermed en stabilisering i driftsresultatet. Vi mener derfor et gjennomsnitt fra kontantstrømmen de siste 5 årene i prognosen er bedre egnet for å predikere kontantstrømmen i 2032. Gjennomsnittet fra disse 5 årene er 1 122 328 124 kroner.

8.1.3 Selskapets terminalverdi

$$\text{Forventet kontantstrøm}_{2032} = 1\,122\,328\,124 \times (1 + 0,02) = 1\,144\,774\,687$$

Vi beregner deretter verdien av driften etter 2031, og finner så nåverdien av denne.

$$\text{Terminalverdi Atlantic Sapphire} = \frac{1\,144\,774\,687}{0,065 - 0,02} = 25\,439\,437\,480,69$$

$$\frac{25\,439\,437\,480,69}{(1 + 0,065)^{13}} = 11\,219\,218\,413,15$$

Vi ser at verdien på Atlantic Sapphires drift etter 2032, idag er verdt omtrent 11,22 milliarder kroner. Med denne størrelsen og den diskonterte kontantstrømmen fra 7.1.1, kan vi kalkulere verdien på selskapets egenkapital, og med det en aksjpris.

8.1.4 Verdi av selskapets egenkapital

Atlantic Sapphire er etter egnekapitalmetoden verdt,

$$8\,108\,446\,058 + 11\,219\,218\,413 = 19\,327\,664\,471$$

Selskapet har idag 71 276 100 utestående aksjer, som gir en pris på 271,17 kroner per aksje. Dette estimatet er langt (110,2%) over dagens kurs på 129 kroner (11.12.19).

8.1.5 Generelle vurderinger

I denne verdsettelsen er det for enkelhetsskyld antatt at selskapet ikke vil betale utbytte i perioden. Denne forutsetningen har ikke særlig betydning for verdsettelsen av selskapet, og gjør at vi unngår unødvendige komplikasjoner. Likevel er det usannsynlig at eiere vil akseptere en så stor kontantbeholdning, og trolig vil vedta utbyttebetalinger fra omtrent 2026. I et imperfekt kapitalmarked er det dyrt å holde kontanter fordi det reduserer skattefordelen ved gjeld. I tillegg finnes det empirisk forskning som viser at ledelsen i et selskap driver selskapet mer effektivt når tilgangen på kontanter er begrenset, sammenlignet med når den overflødig (de Sousa, 2019). Om ikke annet enn for å unngå interessekonflikter er dette noe eiere av selskapets egenkapital mest sannsynlig vil ta hensyn til ved fremtidige generalforsamlinger, som nevnt gjennom å vedta rene kontantutbytter eller tilbakekjøp av aksjer. Det er også mulig at det gjøres vurderinger fra eierenes side om at alternativkostnaden ved å bevare en så stor kontantbeholdning, og dermed en unødvendig sterk likviditet er for høy. Kanskje kan likvidene investeres bedre på andre måter. Hvor stor kontantbeholdning som er fornuftig er et vanskelig spørsmål, men den bør være stor nok til å dekke fremtidige investeringer som genererer positiv kontantstrøm som ellers ikke kan finansieres billigere ved å hente ny egenkapital eller først og fremst gjeld. Akkurat disse bedriftsinterne aspektene ser vi imidlertid bort fra i denne oppgaven.

9 Komparativ verdsettelse

9.1 Teori

Som supplement til vår fundamentale verdsettelse utfører vi en komparativ verdsettelse. I en komparativ verdsettelse ser man på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper ved ulike multiplervurderinger. Å verdivurdere ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i en del av selskapets resultatoppstilling (EBITDA, EBIT, omsetning, resultat etter skatt), eller balansen, og så multiplisere med en faktor. Ved å se på det samme forholdet hos andre tilsvarende selskaper kan vi få et estimat på verdien av vårt selskap (Kaldestad og Møller, 2011). Dette estimatet vil fungere som en pekepinn på presisjonen av vår fundamentale verdsettelse.

Ved en komparativ verdsettelse estimeres nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Vi tar utgangspunkt i prisingen av tilsvarende selskaper, hvor finansmarkedet allerede har estimert en verdi på en fremtidig kontantstrøm, og gjør en antakelse om at forholdet mellom faktoren vi ser på og verdi også gjelder for vårt selskap. Denne typen tilnærming har både fordeler og ulemper. Sammenlignet med en tradisjonell kontantstrømanalyse er metoden enkel og lite tidkrevende. I tillegg baseres verdiene som fremkommer i en slik øvelse på det markedet er villig til å betale for denne typen selskaper i dag. Baksiden av en slik tilnærming er at det tas en rekke implisitte forutsetninger som man ikke har god kontroll på, sammenlignet med de direkte observerbare forutsetningene som gjøres i en tradisjonell kontantstrømanalyse. Et eksempel på dette er at det forutsettes at selskapene som inngår i analysen er sammenlignbare med hensyn på risiko, vekst, lønnsomhet og størrelse, hvilket sjelden er tilfelle.

9.1.1 Komparative selskaper

Å finne sammenlignbare selskaper kan ofte være svært utfordrende, og denne oppgaven har ikke vist seg å være et unntak. Når man velger referansegruppen for analysen er det flere kriterier som burde oppfylles for at gruppen skal utgjøre et godt sammenligningsgrunnlag:

- Selskapene burde være av samme størrelse, og ha samme inntekter fra samme typer produkter og geografiske markeder.

- Vekstmuligheter: Gitt at det ene selskapet befinner seg i et marked hvor mulighetene til lønnsom vekst er større, bør dette selskapet prises høyere på dagens multipler.
- I utgangspunktet burde selskaper fra samme bransje ha samme avkastningskrav. Dersom selskapene er lokalisert i ulike land kan forskjeller i risikofri rente spille inn.

(Kaldestad og Møller, 2011).

I skrivende stund finnes det ingen selskaper som oppfyller samtlige av disse kriteriene. I USA finnes det to andre landbaserte oppdrettselskaper som etter planen vil være av sammenlignbar størrelse som Atlantic Sapphire langt frem i tid, men ingen av dem er i nærheten av å være på samme nivå idag. I Norge eksisterer det flere operative landbaserte anlegg, eksempelvis Fredrikstad Seafood. Fredrikstad Seafood produserer derimot svært lave volum sammenlignet med det Atlantic Sapphire styrer mot i 2020, og er således ikke sammenlignbart. De største norske oppdrettselskapene på børsen ligner Atlantic Sapphire på flere områder, blant annet verdi på eiendeler og egenkapital, samt salgsestimater til USA for 2020. Å sammenligne disse selskapene med Atlantic Sapphire er likevel svært utfordrende, fordi de befinner seg i stabile veksttilstander, mens Atlantic Sapphire er i en etableringsfase. Med andre ord vil det ha liten verdi å sammenligne resultatsbaserte historiske multipler med disse selskapene, ettersom Atlantic Sapphire ikke har noen omsetning idag. Det vil derimot være mulig å ta utgangspunkt i estimerte fremtidige multipler, eller balansebaserte multipler, noe vi går nærmere inn på i neste avsnitt. Disse multiplene kan ha særlig god informativ verdi, gitt at selskapene bruker samme regnskapsprinsipper. Dette vil være tilfellet her, da både bransjedeltakerne og Atlantic Sapphire bruker IFRS. I lys av disse vurderingene har vi kommet fram til at det mest hensiktsmessige er å basere referansegruppen på bransjeutvalget vi presenterte tidligere i oppgaven: Mowi, Salmar, Lerøy og Grieg Seafood.

9.1.2 Vekting

I tillegg til å ta høyde for at bransjeutvalget ikke oppfyller samtlige kriterier for en optimal referansegruppe, må vi også ta høyde for at det er forskjeller innad i referansegruppen. Vi kan ta høyde for disse forskjellene ved å vekte multiplene fra selskapene ulikt. For å finne riktig vekting har vi sammenlignet selskapene med Atlantic Sapphire på 2 parametre:

- Størrelse

- Finansieringsstruktur

I lys av disse parametrene synes Salmar og Grieg Seafood å ligne Atlantic Sapphire mest. I det vektete gjennomsnittet vil disse derfor tildeles 35% hver. Mowi og Lerøy skiller seg ut i både størrelse og gjeldsgrad, men Mowi er lengst unna. Disse vektet henholdsvis derfor 10% og 20%. Det vektete gjennomsnittet vil sammenstilles med bransjens faktiske gjennomsnitt for å fremstille multipelestimater som kan brukes for å verdsette Atlantic Sapphire.

9.1.3 Valg av multiplikator

Det har liten hensikt å rangere multipler som gode eller dårlige i en slik oppgave. Multipler måler ulike aspekter ved selskapet, og alle multiplene har sine fordeler og ulemper. Uansett hvilke multipler man velger, er det viktig at de er både konsistente og uniforme. At de er konsistente innebærer at nevner og teller stammer fra samme basis, f.eks. EK eller TK. Uniformitet innebærer at multiplikatorene bygger på tilsvarende input og formler.

Vi har valgt å bruke multiplikatorene Estimert Pris/Fortjeneste (heretter P/E), Estimert Pris/Salg (heretter P/S), og Pris/Bok (heretter P/B). I det følgende går vi nærmere inn på hvorfor vi har valgt disse multiplene, og hvordan vi anvender dem.

Estimert P/E

Pris/Fortjeneste er en multipl som måler selskapets aksjepris i dag, relativt til fortjenesten per aksje (heretter EPS). EPS beregnes ved å se på forholdet mellom selskapets årsresultat og utestående aksjer. Et relativt høyt P/E-forhold kan tolkes som at selskapets aksjer er overvurdert, eller at investorene forventer høye vekstrater i fremtiden. Blant analytikere og investorer er P/E en populær multipl, særlig fordi den er enkel å bruke og lett å kommunisere. Det er dog viktig å merke seg at metoden ignorerer forskjeller i finansieringsgrad (Kaldestad og Møller, 2011). Figur 8.1 illustrerer forholdet:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{EPS}} \quad \text{hvor} \quad \text{EPS} = \frac{\text{Nettoinntekt}}{\text{Utestående aksjer}}$$

I praksis brukes det to ulike typer: Estimert og historisk P/E. I denne oppgaven ser vi oss

nødt til å se på det Estimerte P/E-forholdet for 2020, da Atlantic Sapphire ikke har noen nevneverdig omsetning å snakke om i dag. Vi velger å benytte våre egne estimater for å beregne selskapets estimerte 2020-multippel. For bransjeutvalget benytter vi estimater fra Dagens Næringsliv (2019). Disse estimatene er basert på innsamlet data fra over 20 meglerhus, via nettstedet FactSet.

Estimert P/S

Pris/Salg er en multippel som sammenligner selskapets aksjepris med dets salgsinntekter. P/S beregnes ved å dividere aksjeprisen med salg per aksje (heretter SPS), slik figur 8.2 illustrer:

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{SPS}} \quad \text{hvor} \quad \text{SPS} = \frac{\text{Salgsinntekt}}{\text{Utestående aksjer}}$$

P/S-forholdet viser i korte trekk hvor mye en investor er villig til å betale per krone salg for en aksje. Med andre ord er det en multippel som ignorerer hvorvidt selskapet har en fortjeneste på salget, og om det noen gang kommer til å ha det. Et lavt P/S-ratio kan indikere at aksjen er underpriset, mens et svært høyt ratio antyder overprising. Vi mener det er hensiktsmessig å inkludere denne multippelen for å belyse hvor stor del av Atlantics Sapphires kostnadsestimater for fremtiden som utgjør selskapets verdi i markedet idag.

Pris/Bok

Som tredje multippel har vi valgt å inkludere Pris/Bok. Valget falt på denne multiplikatoren av ulike årsaker, men den viktigste årsaken er at vi ønsker å inkludere et forholdstall som ikke baserer seg på estimater. I den sammenheng mener vi at det har lite for seg å sammenligne typiske nøkkeltall som EBITDA eller EBIT når Atlantic Sapphire befinner seg i en etableringsfase, mens bransjeutvalget ikke gjør det. P/B-metoden er enkel å bruke, og kan gi en god indikasjon på selskapets evne til verdiskaping. Et høyt P/B-ratio indikerer en markedsforventning om at selskapet evner å skape merverdier på selskapets eiendeler. Motsatt, indikerer et P/B-ratio på under 1 at selskapet forventes å tape verdier for aksjonærene gjennom svak lønnsomhet. Logikken bak dette er at markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte verdien, og at det følgelig

foreligger nedskrivingsbehov. I lys av disse argumentene mener vi derfor at P/B er en god multiplum for vår komparative analyse. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er det dog viktig å merke seg at regnskapsmessige effekter kan medføre at to ellers identiske selskaper får ulik multiplum. Dette kan for eksempel skje ved bruk av ulik avskrivningsprofil, noe som er tilfellet ved landbasert oppdrett VS. sjøbasert oppdrett. Likevel kan P/B i bransjer med høy andel materielle verdier gi et presist virkelighetsbilde på verdier og prognoser, noe som er svært gunstig for sammenligning med vår fundamentalanalyse som i stor grad er basert på prognoser. Kaldestad og Møller (2011) forklarer at de viktigste faktorene som bestemmer P/B, er egenkapitalrentabiliteten (heretter EKR), avkastningskravet og langsiktig vekst. Forholdet er som følger:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}} = \frac{\text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{vekst}}{\text{Egenkapitalavkastningskrav} - \text{vekst}}$$

Fra dette merker vi oss at den viktigste forklaringen på P/B er forskjellen mellom avkastningskravet og EKR. Implisitt skal altså et selskap med et høyt P/B-ratio ha en rentabilitet fra driften som overstiger avkastningskravet over lang tid. For å klare dette må selskapet enten operere i en bransje med langsiktig god lønnsomhet, eller besitte konkurransefortrinn det er vanskelig å kopiere (Kaldestad og Møller, 2011). Med andre ord er dette også en multiplum som egner seg godt til å sammenlignes med vår strategiske analyse, da nettopp disse forholdene er noe vi har gjennomgått i dybden.

9.1.4 Verdssettelse ved P/E

Den første multiplum vi skal ta for oss er forholdet mellom fortjeneste per aksje og pris per aksje.

	Atlantic Sapphire	MOWI	Salmar	Lerøy	Grieg Seafood
Kurs (13.11.2019)	115				
Antall aksjer	71 276 100				
Resultat etter skatt	55 825 037				
EPS 2020	0,78	13,45	28,29	5,38	11,73
P/E 2020	146,83	16,76	15,88	11,89	11,93
P/S 2020	22,44	2,58	3,64	1,48	1,63
Sales per share 2020	5,12				
Egenkapital 2020	1 753 192 480	30 000 000 000	10 500 000 000	19 600 000 000	4 600 000 000
Salg 2020	365 211 000	44 600 000 000	12 500 000 000	21 700 000 000	9 200 000 000
EBITDA 2020	152 211 000	12 000 000 000	4 700 000 000	5 100 000 000	2 200 000 000
Enterprise Value 2020	7 917 202 398	13 110 000 000	53 100 000 000	40 700 000 000	17 600 000 000

Selskap	P/E	P/S	Vekt
Mowi	16,76	2,58	0,2
Salmar	15,88	3,64	0,35
Lerøy	11,89	1,48	0,1
Grieg Seafood	11,93	1,63	0,35

Multiplikator	Gjennomsnitt	Vektet Gjennomsnitt	Estimat
P/E	14,12	14,27	14,19
P/S	2,33	2,51	2,42

Figur 9.1: Multipler

Vi ser av figur 8.4 at det estimerte bransjesnittet, både vektet og ikke vektet, er langt lavere enn Atlantic Sapphires estimerte P/E-ratio på 146,83. Det ekstremt høye tallet gir naturligvis mening, ettersom selskapets forventede fortjeneste for 2020 er beskjeden. Multiplikatorestimatet på 14.19 forteller oss at dersom man legger bransjeforholdene til grunn, burde et selskaps egenkapital prises til 14 ganger fortjeneste, i markedet.

P/E	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Resultat etter skatt	55 825 037	200 055 257	250 279 927	361 465 125	883 003 370	1 224 112 454	1 531 482 587	1 601 531 743	1 795 402 994	2 023 911 193	2 348 615 692	2 385 352 672
Antall aksjer	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100	71 276 100
EPS estimat	0,78	2,81	3,51	5,07	12,39	17,17	21,49	22,47	25,19	28,40	32,95	33,47
P/E Bransjestimater	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19	14,19
P/E estimat Bull	390,69	109,02	87,14	60,34	24,70	17,82	14,24	13,62	12,15	10,78	9,29	9,14
P/E estimat Base	234,82	65,53	52,38	36,27	14,85	10,71	8,56	8,19	7,30	6,48	5,58	5,50

Figur 9.2: Verdsettelse P/E

Dersom vi legger vår estimerte fortjenestestrøm til grunn, kan vi beregne utviklingen i Atlantic Sapphires EPS for årene fremover. Fra EPS-estimatene, samt Bull- og Base-kursestimatene fra vår fundamentale verdsettelse, kan vi beregne to ulike P/E-utviklinger, slik figur 8.5 illustrerer. Vi observerer at multiplene for 2020 er svært høye, men at de raskt vil nærme seg bransjesnittet i årene 2020-2021. I år 2024 passerer base-multiplene under bransjesnittet, mens Bull-estimatet vil krysse bransjesnittet i overgangen 2024 til 2025.

Etter dette estimeres Atlantic Sapphires P/E til å være lavere enn dagens bransjesnitt på 14,19. Når vi vurderer betydningen av det høye P/E-estimatet for årene 2020-2023, kan det tolkes på to måter. Enten betyr det at selskapets aksjer er overpriset, eller at investorene forventer høye vekstrater i fremtiden. I dette tilfellet er det åpenbart at det er sistnevnte alternativ som er tilfellet, særlig i lys av det fundamentale kursestimatet.

9.1.5 Verdsettelse ved P/S

Den andre multiplikatoren vi skal se nærmere på er forholdet mellom driftsinntekter og pris per aksje.

P/S	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Salg	365 211 000	804 589 500	1 326 180 000	1 920 450 000	3 069 000 000	4 150 125 000	5 212 650 000	5 825 520 000	6 737 850 000	7 871 985 000	9 374 400 000	10 127 700 000
SPS estimat	5,12	11,29	18,61	26,94	43,06	58,23	73,13	81,73	94,53	110,44	131,52	142,09
P/S bransjeestimat	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42	2,42
Årlig kursestimat	12,40	27,32	45,04	65,22	104,22	140,94	177,02	197,83	228,81	267,33	318,35	343,93
P/S estimat Bull	59,72	27,11	16,45	11,36	7,11	5,26	4,18	3,74	3,24	2,77	2,33	2,15
P/S estimat Base	35,89	16,29	9,88	6,83	4,27	3,16	2,51	2,25	1,95	1,67	1,40	1,29

Figur 9.3: Verdsettelse P/S

Akkurat som ved P/E-analysen har vi hentet driftsinntektene fra det fremskrevde normaliserte regnskapet for Atlantic Sapphire. Alle driftsinntekter inngår i posten, og kan i realiteten kalles salgsinntekter. Fra tabell Y ser vi at Atlantic Sapphires estimerte P/S-ratio på 22,44 igjen er langt høyere enn bransjeestimatet på 2,42. Dette er heller ingen overraskelse, og følger av selskapets lave estimer for salg i 2020. Ved bruk av samme metode som ved P/E, kan vi beregne en estimert P/S-utvikling for selskapet. Sammenlignet med P/E-utviklingen, tar det lengre tid før Atlantic Sapphires P/S-ratio vil være på nivå med dagens bransjeestimat på 2,42. Bull-estimatet vil være på nivå med bransjen i løpet av år 2029, mens base-estimatet er på nivå med bransjen i løpet av år 2026. Dette illustrerer hvordan Atlantic Sapphire skiller fra bransjen på kostnadssiden, ettersom at selskapet verdsettes anderledes når kun salgsinntekter vektlegges.

9.1.6 Verdsettelse ved Pris/Bok

Tredje og siste multippel vi har analysert er Pris/Bok.

Selskap	Atlantic Sapphire	MOWI	Salmar	Lerøy	Grieg Seafood
Kurs (30.09.2019) (Q3)	106,00	209,9	399	55,26	111,2
Utestående aksjer	71 276 100	516 039 719	113 299 299	595 773 680	111 662 000
Markedsverdi Egenkapital	7 555 266 600	108 316 737 018	45 206 420 301	32 922 453 557	12 416 814 400
Bokført verdi Egenkapital	2 047 289 625	27 896 829 760	9 000 600 000	16 973 118 000	3 858 073 000
Multiplikator	3,69	3,88	5,02	1,94	3,22

Selskap	Atlantic Sapphire	MOWI	Salmar	Lerøy	Grieg Seafood
Multiplikator	3,69	3,88	5,02	1,94	3,22
Verdiindikasjon EK ATLAS	7 555 266 600	7 949 137 369	10 282 718 404	3 971 091 086	6 588 992 820

	Gjennomsnitt	Vektet gjennomsnitt	Estimat
Multiplikator	3,52	3,85	3,69
Egenkapital	7 197 984 920	7 891 609 520	7 544 797 220
Kursestimat	100,99	110,72	105,85

Figur 9.4: Pris/Bok

Fra tabellen finner vi at Atlantic Sapphires multiplikator er 3.69. Først og fremst er dette en indikasjon på at markedet forventer at selskapet vil nå en EKR som overstiger avkastningskravet på sikt. Sammenlignet med bransjeutvalgets vektete estimat på 3.85 er den marginalt lavere. Det kan være ulike årsaker til dette, blant annet markedets risikovurdering av selskapet. Utrolig nok er den estimerte bransjemultiplere også 3,69. Dette betyr at med bransjen som utgangspunkt, blir den estimerte markedsprisen på egenkapitalen nesten det samme den faktiske markedsprisen (differansen skyldes desimalforskjeller). Basert på historiske data fra bransjen og Atlantic Sapphire, prises selskapet til ca. 7,5 milliarder kroner, hvilket gir en aksjepris på 105,85 kr.

9.2 Komparativt Verdiestimat

I de foregående delkapitlene har vi med bransjeforholdene som grunnlag analysert ulike multipler for å få en indikasjon på hvordan aksjekursen burde prises i markedet. I vårt endelige komparative estimat kommer vi til å skille mellom multiplene som er basert på historiske data, og de estimerte multiplene. Dette betyr at P/B vil gi oss en indikasjon på om Atlantic Sapphire var priset riktig per 30.09.2019, mens P/E og P/S sammen vil indikere hvordan selskapet burde prises ved inngangen til 2020. Multiplikatorene har alle sine styrker og svakheter, hvilket innebærer at det må utvises skjønn for å tolke dem riktig. Vi mener ikke at det gir mening å vekte dem likt på grunn av selskapets sterke vekst som følgelig utdaterer historiske estimater raskt. P/B vil i denne sammenhengen

derfor benyttes for å få et estimat på hvor godt markedet priser selskapet, basert på fundamentale bransjeforhold. P/E og P/S vil brukes for å få en indikasjon på hvor presis vår fundamentale analyse er.

P/B	Gjennomsnitt	Vektet gjennomsnitt	Kurs 30.09.2019	Kursestimat
3,69	100,99	110,72	106	105,85

Figur 9.5: Pris/Bok komparativt estimat

Figur 8.8 gir en kursindikasjon på 105,85, noe som er tilnærmet identisk markedets prising av aksjen per 30.09.2019. Dette tyder på at markedsprisen på aksjen var "riktig" per 30.06.2019, gitt at man legger fundamentale bransjeforhold for prising av egenkapital til grunn. Dette gir både troverdighet til markedets vurdering av selskapet, men også til vår komparative analyse. Vi kan med større trygghet stole på at justeringene og vurderingene vi har gjort er forsvarlige, hvilket medfører større tillit til tolkningene ved P/E og P/S.

Tidligere i oppgaven har vi presentert en strategisk analyse av Atlantic Sapphire. Et av nøkkelpunktene fra analysen er at Atlantic Sapphire skiller seg ut på kostnadsstruktur, sammenlignet med resten av bransjen. Dette gjør at størst vekt tilfaller P/E i denne komparative analysen. Slik vi forklarte i underkapittelet "Verdsettelse ved P/E", er dagens høye P/E-ratio et tegn på at markedet forventer sterke vekstrater hos selskapet i tiden fremover. Vi kan derfor med rimelighet anta at markedet forventer ytterligere kursvekst i denne aksjen på noen års sikt. Denne tolkningen er med på å støtte opp under vår fundamentale analyse. Vår estimerte utvikling for P/E-multippelen som etterhvert vil være lavere enn dagens bransjesnitt, støtter dette ytterligere. Denne tolkningen fra vår komparative analyse vil videre være med på å påvirke vår endelige konklusjon rundt selskapets verdi i neste kapittel.

10 Sensitivitetsanalyse

10.1 Sensitivitetsanalyse

I vårt fundamentale verdiestimat er det mange usikre faktorer. For å synliggjøre denne usikkerheten vil vi gjennomføre en enkel sensitivitetsanalyse. Fremfor å gjøre en mer omfattende Monte Carlo-simulering, hvor man endrer flere ulike stokastiske variabler samtidig, ønsker vi å belyse hvordan variablene hver for seg utgjør usikkerhetsmomenter. I praksis innebærer dette å holde alle variabler fast, mens en enkelt variabel endres innenfor det som anses som et rimelig utfallsrom.

10.1.1 Risikofaktorer

I vårt fremtidsregnskap for Atlantic Sapphire vil alle regnskapskomponentene bære en viss usikkerhet. Det er likevel ikke hensiktsmessig å kjøre en sensitivitetsanalyse på samtlige variabler, da noen av variablene bærer langt mer usikkerhet enn andre. Totalt har vi valgt 3 drivere vi mener er viktige for Atlantic Sapphires fremtidige verdiestimat, og som i tillegg er usikre. Av disse driverne er to finansrelaterte drivere; kontantstrømmens vekstrate ved stabil tilstand og avkastningskravet til egenkapitalen. Av driftsrelaterte drivere har vi valgt å kun inkludere salgsinntekt. Etersom samme prosentvise endringer i enten laksepris eller salgsvolum får akkurat samme utslag på vårt bull-estimat, har vi valgt å slå dette sammen som én variabel.

10.1.2 Finansrelaterte drivere

Vi starter med å se nærmere på hvordan prosentvise endringer i de finansrelaterte driverne påvirker vårt mest optimistiske verdiestimat. Figur 10.1 illustrerer hvordan en 0,25% endring i kontantstrømmens vekstrate i stabil tilstand eller egenkapitalkravet påvirker kursverdien:

	Vekstrate i stabil tilstand										
	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %
Egenkapitalkrav	330,24	342,79	356,91	372,91	391,20	412,30	436,92	466,01	500,93	543,60	596,94
5,25 %	306,59	317,25	329,16	342,55	357,74	375,09	395,11	418,47	446,08	479,21	519,70
5,50 %	285,66	294,76	304,88	316,18	328,89	343,30	359,77	378,77	400,94	427,14	458,58
5,75 %	267,04	274,86	283,50	293,09	303,82	315,89	329,56	345,20	363,23	384,27	409,14
6,00 %	249,18	257,14	264,56	272,75	281,87	292,05	303,50	316,49	331,33	348,45	368,42
6,25 %	235,44	241,28	247,69	254,73	262,52	271,17	280,83	291,71	304,04	318,12	334,38
6,50 %	230,95	237,25	243,07	249,44	256,45	264,21	272,82	282,44	293,27	305,54	319,57
6,75 %	209,74	214,19	219,02	224,29	230,07	236,42	243,44	251,24	259,96	269,76	280,88
7,00 %	198,65	202,55	206,77	211,36	216,37	221,86	227,89	234,55	241,96	250,24	259,56
7,25 %	188,50	191,97	195,67	199,69	204,05	208,80	214,01	219,74	226,07	233,11	240,98
7,50 %	179,30	182,32	185,58	189,10	192,91	197,05	201,57	206,52	211,96	217,98	224,66

Figur 10.1: Endringer i finansrelaterte drivere

Fra tabellen ser vi at små prosentvise endringer i både egenkapitalkravet og vekstraten får ulike utslag på kursverdien. En 0,25% endring i den evige vekstraten skaper en endring i kursverdien på 3,49%. Sammenlignet med vekstraten, er kursverdien mer sensitiv for endringer i egenkapitalkravet. En 0,25% endring i egenkapitalkravet fører til en 6,9% endring i kursverdien. Dette vitner om at analysen er sensitiv for endringer i begge variablene, og skaper således større krav til valgene vi har tatt rundt disse nøkkeltallene. Vi er imidlertid relativt sikre på at valgene vi har tatt rundt egenkapitalkrav og vekstrate er velbegrunnede og reelle. I lys av disse argumentene mener vi det er rimelig å anta at verken egenkapitalkravet eller vekstraten bommer med mer enn 0,25%. Fra figur 10.1 kan vi dermed anta at vårt bull-estimat burde plasseres mellom 256,45 og 303,5 kroner, med en antakelse om at 271,17 kroner er riktig prising av aksjen per 31.12.2019.

10.1.3 Inntektsendringer

I analysen av Atlantic Sapphire har prognosene for inntekt vært viktige for vår verddivurderingsanalyse. Endringer i inntekten får ringvirkninger for flere faktorer vi har satt som avhengige i kontantstrømsanalysen, og er således en viktig integrert del av verdsettelsen. I denne delen av sensitivitetsanalysen har vi analysert hvordan en årlig endring på 1 til 5% i inntekter påvirker aksjekursen. De prosentvise endringene er ikke kumulative, men isolerte. Eksempelvis vil ikke en økning på 1% i inntekt i år 1 ha betydning for den prosentvise økningen i år 2. Dette har vi valgt av hensyn til inntektens avhengighet av selskapets ulike produksjonsfaser, fremfor sammenhengen med de foregående årenes inntekt.

Endring i årlig inntekt	BULL-estimat	Endring	Prosentvis endring
5 %	312,64	41,47	15,3 %
4 %	304,19	33,02	12,2 %
3 %	295,73	24,56	9,1 %
2 %	287,28	16,11	5,9 %
1 %	278,82	7,65	2,8 %
0 %	271,17	0,00	0,0 %
-1 %	261,91	-9,26	-3,4 %
-2 %	253,45	-17,72	-6,5 %
-3 %	244,99	-26,18	-9,7 %
-4 %	236,54	-34,63	-12,8 %
-5 %	228,08	-43,09	-15,9 %

Figur 10.2: Inntektsvekst

Inntektssensitiviteten anses som moderat, da 1% endring i årlig inntekt fører til 3,1% kursendring i vårt estimat. Dette er ikke unormalt, og skyldes som sagt at avhengige variabler i kontantstrømmen påvirkes. Sensitivitetsanalysen viser altså at kursen er sensitiv for endringer i årlig inntekt, uten at dette gir noen oppsiktsvekkende endring i vårt syn på den fundamentale verdivurderingen. Kunnskapen vi kan trekke ut av dette er at selv om kostnadskalkylen for Atlantic Sapphire har vært sentral i vår verdivurdering av selskapet, er også inntekten med på å avgjøre kursestimatet - noe som i seg selv er ganske innlysende.

11 Strategisk vurdering av estimat

11.1 Implementering av strategisk analyse

Vi anser den strategiske analysen som en essensiell del i verdsettelsen av Atlantic Sapphire. Vi har benyttet noen av funnene om selskapets karakteristiske kjennetegn til å påvirke avkastningskravet, så vel som prognosene for inntekter, kostnader og produksjon. Derfor blir estimatet med en markedsverdi på 19 327 664 471 kroner å regne som et bull-estimat som må analyseres ytterligere. Estimatet som helhet er optimistisk, men likevel er det elementer som ikke er spesielt “bullish”. Blant annet har vi tatt høyde for usikkerhet og nedjustert noen faktorer. Vi har regnet med at produksjonen blir 10% lavere enn planlagt etter 2026, men det er likevel mulig at produksjonen blir som selskapet har estimert, og til og med høyere dersom man treffer godt på det biologiske. I investeringsbudsjettet er utgiftene økt med 10% sammenlignet med tidligere utgifter knyttet til utbygging av produksjonsanlegg. Prispremien kan bli høyere de første årene og vare lengre, og dødelighet kan bli lavere i hele perioden. Samtidig er lakseprisestimatet i alle fall ikke optimistisk, faktisk heller det mer mot å være pessimistisk. Til slutt er potensielt også lånebetingelsene for strenge, som vi var inne på under seksjonen for rentekostnader.

Til tross for disse forbeholdene mener vi at de ikke er tilstrekkelig for å kunne sette en riktig pris på selskapets egenkapital idag. Den strategiske usikkerheten rundt selskapet er for stor til dette. Spesielt er dette sant for de mest langsiktige prognosene. Vi anser det som nødvendig å videre justere for selskapsesifikk risiko og vil derfor vekte estimatet med en sannsynlighet for suksess.

11.1.1 Vekting av sannsynlighet

Det fremgår imidlertid av vår strategiske analyse, nøstet sammen i SWOT-rammeverket, at selskapets styrker og muligheter klart overgår svakheter og trusler. I så måte er den strategiske konklusjonen positiv, og sannsynligheten for suksess uansett vil vektes med en relativt høy sannsynlighet. Likevel vil interne risikofaktorer knyttet til fare for massedød i anlegg, og generelle risikovurderinger knyttet til et nytt og uprøvd kommersielt konsept telle negativt. Det samme gjelder for trusselen for økt konkurranse i det amerikanske

markedet. Disse faktorene kunne i større grad vært implementert i avkastningskravet. For en lang kontantstrømprgnose lik den i denne utredningen, ville dette gitt store utslag, noe vi avdekker i sensitivitetsanalysen fra kapittel 10. Vi mener at avkastningskravet priser inn en betydelig økt risiko sammenlignet med bransjen, og en ytterligere oppjustering av avkastningskravet ville gitt et urealistisk bilde på usikkerheten selskapet står ovenfor.

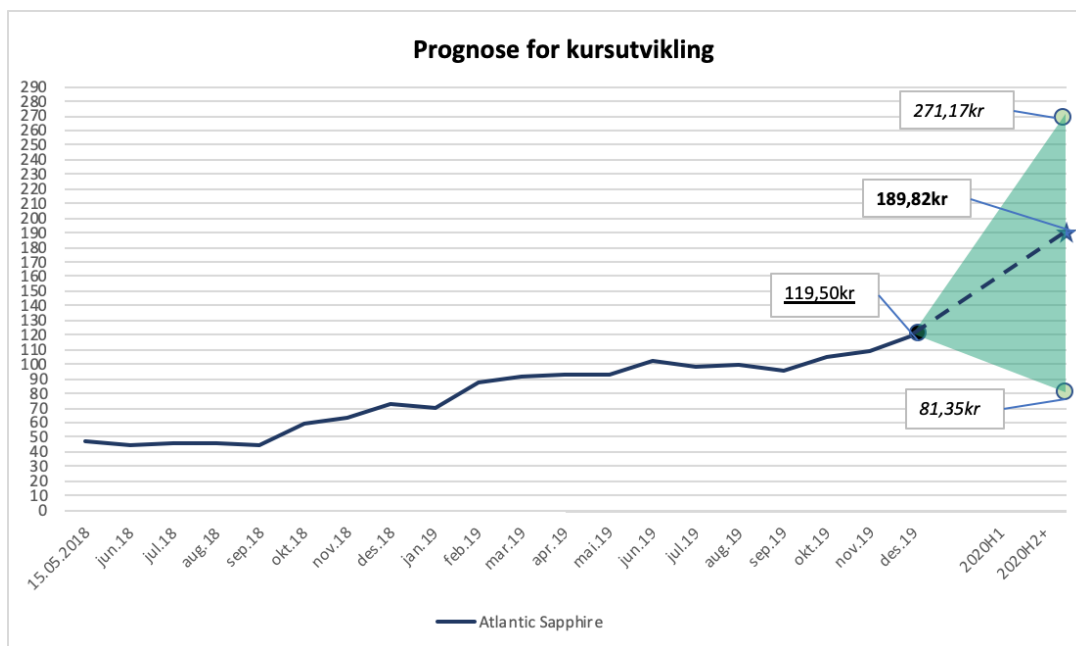
Risiko som eventuelt ikke er priset inn i vårt estimat vil hovedsaklig være høyst usannsynlige katastrofehendelser som massedød i anlegg, eller andre såkalte “svarte svaner” (Taleb, 2008). Dette forsterkes av elementer fra prospekt teori, som investorers tendens til å overvurdere små sannsynligheter, spesielt i møte med noe nytt og uprøvd som i Atlantic Sapphires tilfelle (Kahneman & Tversky, 1979). Til tross for at metodikken er utprøvd i Danmark, og at selskapet selv gjentatte ganger forsikrer om trygghet, er det ingen som sikkert kan spå fremtiden med 100 prosent treffsikkerhet. Ledelsen i Atlantic Sapphire er samtidig utvilsomt tjent med positivitet og redusert usikkerhet. Derfor er det heller ikke sikkert at markedets skepsis og prising av selskapet er feil. Dogmen som sier at “markedet har alltid rett” støtter i alle fall det siste. Likevel er det i dette tilfellet grunn til å tro at det er et informasjonsgap tilstede, og at ikke alle investorer ikke er like godt informert. Denne usikkerheten knyttet til risikoen ved selskapet var noe av det som gjorde Atlantic Sapphire til et interessant analyseprospekt, og som vi tidligere nevnte er vi i tvil om vi støtter hypotesen om effisiente markeder fullt ut. At kursen har steget 34,66 prosent (11.12.19) siden 1. september, omtrent når vi begynte på oppgaven, uten at informasjon som i særlig grad endrer det fundamentale bildet har blitt offentliggjort, er med på å underbygge dette noe tvilsomme argumentet. Det tyder på at markedet har problemer med å prise aksjen riktig, og at usikkerheten reduseres kraftig med tiden, når det nærmer seg første slakt.

Følgende sannsynlighetvekting vil derfor dekke fremtidsrelatert usikkerhet og overnevnte avsnitt. Vi vurderer det som rimelig at sannsynligheten for suksess settes til 70 prosent. Dette gir en markedsverdi på 13 529 365 130 kroner, og en aksjekurs på 189,82 kroner. Samtidig har vi også nevnt at vi ønsker å bruke den komparative analysen som et verktøy for å støtte opp om de andre analysene. Etter en overordnet vurdering av den komparative analysen, velger vi å ikke nedjustere sannsynligheten ytterligere. Estimatet settes som vårt base-estimat.

Vi lager også et bear-estimat med en sannsynlighet for suksess på 30 prosent. Dette estimatet gir en markedsverdi på 5 798 299 341, og en aksjekurs på 81,35 kroner.

11.1.2 Forventet kursutvikling

Figuren viser fremtidig forventet kursutvikling for Atlantic Sapphire frem mot 2021. Dagens (01.12.19) kurs er understreket, og kursmål er presentert med fet skrift.



Figur 11.1: Forventet kursutvikling mot andre halvår 2020

12 Svakheter ved utredningen

Ved nesten alle tilfeller hvor teori anvendes for å predikere fremtiden vil det eksistere noen underliggende svakheter. I vår oppgave knytter muligens de største svakhetene seg til de teoretiske modellene, som hver for seg har mangler. Disse manglene kan selvfølgelig omgås ved å velge andre teoretiske modeller. Likevel mener vi at vi har anvendt de modellene som best passer med oppgavens formål, og at vi på den måten har minimert omfanget av svakhetene. Rent konkret kan det trekkes frem at de strategiske modellene ikke nødvendigvis er egnet for å analysere alle bransjer like godt. De største konkrete svakhetene finnes dog i antakelsen om at Gordons vekstformel og kapitalverdimodellen kan holder ved praktisk anvendelse.

Store deler av vår estimerte kontantstrøm for Atlantic Sapphire bygger på antakelser rundt ulike variabler. Det er åpenbart at vi ikke sitter på noen fasit for fremtiden, og at det følgelig eksisterer usikkerhet knyttet til disse antakelsene. Selv om vi mener vi har argumentert for og forsvart disse antakelsene, kan vi aldri med 100% sikkerhet si at disse vil stemme. Dette i seg selv er en svakhet ved oppgaven. Samtidig er vi klar over at mye av materialet vi har bygget våre antakelser på stammer fra investormateriale som er laget for selge inn Atlantic Sapphires idé til finansmarkedet. Dette innebærer at mye av materialet kan være vinklet på en måte som ikke nødvendigvis representerer virkeligheten på en objektiv måte. For å ta høyde for denne mulige mangelen på objektiv informasjon har vi sett oss nødt til å være svært kritiske til hvilken informasjon vi stoler på, i tillegg til å forhøre oss med bransjeekspertise utenfor Atlantic Sapphire.

For vår komparative analyse har det vært svært utfordrende å finne sammenlignbare selskaper. Noe av dette skyldes at Atlantic Sapphire er det eneste selskapet som forsøker å starte opp landbasert oppdrett i så stor skala, og noe av det skyldes selskapsfasen Atlantic Sapphire befinner seg i. Vi har heller ikke hatt særlig mye historiske data å bygge våre analyser på. Dette har innsnevret utvalget av multipler vi har kunnet velge mellom, noe som har ført til at vår komparative analyse er noe tynnere enn vi gjerne skulle hatt den.

En annen viktig del av de fleste verdsettelseoppgaver er regnskapsanalysen. I lys av selskapsfasen Atlantic Sapphire befinner seg i, har vi sammen med vår veileder, kommet fram til at det har liten informativ verdi for verdsettelsen å analysere regnskapet. Sånn sett

er valget om å ikke inkludere regnskapsanalyse i utredningen korrekt, selv om mangelen i seg selv kan ansees som en svakhet.

13 Konklusjon

13.1 Oppsummering av utredningen

Etter presentasjon av bransjen og bedriften i kapittel 1 og 2, der vi presenterer en oversikt over sentrale aspekter, starter vi verdsettelsen av selskapet med en strategisk analyse i kapittel 3. De viktigste funnene i den strategiske analysen kulminerer i en SWOT-analyse. Vi konkluderer med at det større muligheter enn trusler i selskapets omgivelser, og at selskapets interne styrker overgår svakhetene. Den strategiske analysen er positiv med tanke på selskapets fremtidsutsikter.

I kapittel 4 isolerer vi de tre hovedaspektene som påvirker selskapets lønnsomhet, nemlig laksepris, produksjonsvolum og kostnadsnivå. Vi utarbeider prognoser for disse aspektene i kapittel 7, der prognosene og det følgende fremtidsregnskapet danner grunnlaget for verdsettelsen. Før utarbeidelsen av prognosene presenterer vi i kapittel 5 verdsettelsesmetodene vi ønsker å benytte for å fremstille et kursestimat. I kapittel 6 kalkulerer vi også avkastningskravet som vil benyttes for å diskontere den endelige kontantstrømmen vi prognostiserer i kapittel 7. Selve fundamentalverdsettelsen finner sted i kapittel 8, og vi kommer frem til et bull-estimat på 271,17 kroner.

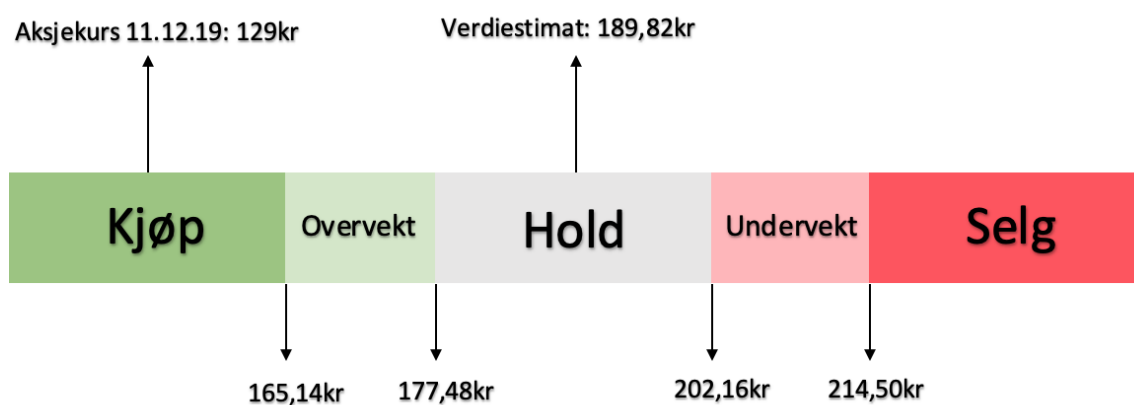
I kapittel 9 følger en komparativ verdsettelse. Denne vil vi bruke til å støtte og vurdere estimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Vurderingen mot den komparative verdsettelsen finner sted etter sensitivitetsanalysen i kapittel 10. Sensitivitetsanalysen viser moderat sensitivitet i forhold til inntektsendringer, men at analysen vår er svært sensitiv mot endringer i vekstraten i stabil tilstand og avkastningskravet. Dette er med på å øke usikkerheten til estimatet.

I kapittel 11 vurderer vi bull-estimatet for selskapsesifikk risiko som ikke er inkludert i estimatet. Vi vurderer estimatet opp mot vår strategiske analyse og veker det med en sannsynlighet for suksess på 70%. Vi velger å ikke nedjustere denne satsen ytterligere med hensyn til den komparative verdsettelsen. Det resulterer i en konklusjon om at riktig pris på aksjen er 189,82 kroner. Dette presenterer vi som vårt kursmål frem mot andre halvår 2020.

I kapittel 12 vurderer vi svakheter i vår utredning av selskapet.

13.2 Handlingsstrategi

I tillegg til at det er usikkerhet rundt vårt eget verdiestimat, vil også aksjekursen være utsatt for volatilitet. Vi ønsker å ta høyde for dette ved sette marginer for de ulike investeringsstrategiene. Marginene tar utgangspunkt i vårt verdiestimat på 189,82 kroner som hold, og legger til +/- 6,5% for undervekt og overvekt, og ytterligere 6,5% før salg og kjøp. Dagens (11.12.19) aksjekurs på 129 kroner tilsier at markedet betraktelig undervurderer de underliggende verdiene i selskapet, og vi opererer med en klar kjøpsanbefaling.



Figur 13.1: Handlingsstrategi for Atlantic Sapphire (11.12.19)

Referanser

Forelesningsnotater

de Sousa (2019). Lecture 1: Fundamentals of Capital Budgeting [Powerpoint slides]. Hentet fra NHHs Canvas-sider.

de Sousa (2019). Lecture 2: Debt Financing [Powerpoint slides]. Hentet fra NHHs Canvas-sider.

de Sousa (2019). Lecture 6: Capital Structure in a Perfect Market [Powerpoint slides]. Hentet fra NHHs Canvas-sider.

de Sousa (2019). Lecture 7: Capital Structure in an Imperfect Market [Powerpoint slides]. Hentet fra NHHs Canvas-sider.

de Sousa (2019). Lecture 10: Capital Budgeting and Valuation with Leverage [Powerpoint slides]. Hentet fra NHHs Canvas-sider.

Selskapsinformasjon og Finansielle Rapporter

Kvartalsrapporter for Q3 er hentet fra selskapenes hjemmesider:

Mowi ASA:

<https://mowi.com/investors/reports/>

Salmar ASA:

<https://www.salmar.no/kvartalsrapporter/>

<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/kvartalsrapporter/>

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Grieg Seafood ASA:

<https://www.griegseafood.no/invest/kvartalsrapporter/>

<https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter/>

Atlantic Sapphire ASA:

<https://atlanticsapphire.com/investor-relations/financial-reports>

Selskapspresentasjoner og Investormateriale:

Atlantic Sapphire (2019): 1st Half, 2019 Iperational Update, September 19th. URL:

<https://atlanticsapphire.com/assets/images/20190919-Atlantic-Sapphire-H1-2019-Operational-Update.pdf>

Atlantic Sapphire (2019). Investor Day 2019 Presentation. May 10th 2019. URL:

<https://atlanticsapphire.com/assets/images/20190510-Atlantic-Sapphire-Investor-Day-2019.pdf>

Atlantic Sapphire (2019). Presentation for Private Placement, accelerating US growth, 7. May 2019. URL:

<https://atlanticsapphire.com/assets/images/20190507-Atlantic-Sapphire-Investor-Presentation-vF.pdf>

Atlantic Sapphire (2019). NAFS 2019 Update, Bergen - March 6-7th, 2019. URL:

<https://atlanticsapphire.com/assets/images/20190306-Atlantic-Sapphire-NAF-2019-Update.pdf>

Atlantic Sapphire (2018). November 15th, 2018 Update. URL:

<https://atlanticsapphire.com/assets/images/20181115-Atlantic-Sapphire-AS-November-15-2018-Update-0800.pdf>

Atlantic Sapphire (2018). Company Presentation 24. April 2018. URL:

<https://atlanticsapphire.com/assets/images/ATLAS-Investor-presentation-April-24th-2018.pdf>

Atlantic Sapphire (2018). Intrafish Seafood Investor Forum - London, 13. september. URL:

<https://atlanticsapphire.com/assets/images/20180905-Atlantic-Sapphire-Intrafish-Seafood-Forum-London1.pdf>

DNB (2019). Atlantic Sapphire - Building a giant. Publisert 06.juni 2019. Tilgjengelig gjennom DNB Markets nettbaserte investorplattform.

DNB (2019). Atlantic Sapphire - Hiccups in Denmark. Publisert 25. september 2019. Tilgjengelig gjennom DNB Markets nettbaserte investorplattform.

DNB (2018). Atlantic Sapphire - Merging the biologically possible with the economically viable. Tilgjengelig ved:

<https://app.researchpool.com/provider/dnb-markets/atlas-atlantic-sapphire-buy-tp-nok6800-merging-the-biologically-possible-w> eller DNB Markets nettbaserte investorplattform.

Bibliografi

Avinor (2019). Premisser flyfrakt - Seafood export. Tilgjengelig ved:

<https://transportutvikling.no/sites/t/transportutvikling.no/files/39b057c5bd365d5687c6c74a05ffb0f1.pdf>

Barney, J. B. (2011) Gaining and Sustaining Competitive Advantage. 4th edition, Prentice Hall, New Jersey

EY (2018). The Norwegian Aquaculture Analysis 2018. Tilgjengelig ved:

<https://www.ey.com/no/no/newsroom/news-releases/2019-01-10-the-norwegian-aquaculture-analysis-2018>

Henry A. (2008). Understanding Strategic Management. New York: Oxford University Press

Iversen A, Hermansen Ø, Nystøyl R, Marthinussen A, Garshol D.(2018) Kostnadsdrivere i lakseopdrett 2018, Fokus på smolt og kapitalbinding. Publisert av Nofima og Kontali Analyse i Rapport 37/2018, desember 2018

Johnson, G. et al (2018): Fundamentals of Strategy. Fourth edition. Harlow, England: Pearson

Kahneman D. (2013). Thinking, Fast and Slow. Farrar. Straus and Giroux; 1.utgave

Kaldestad Y. og Møller B. (2011). Verdivurdering - Tekniske modeller og praktiske

teknikker for å verdsette selskaper. 1. utgave, Fagbokforlaget

KPMG (2019). Cost of capital study 2018. Tilgjengelig ved:

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/cost-of-capital-study-2018.pdf>

Lien, L.B., Knudsen, E.S. og Baardsen, T.Ø. (2015) Strategiboken, Fagforlaget

Mowi (2018). Salmon Farming Industry Handbook. Tilgjengelig ved:

<http://hugin.info/209/R/2200061/853178.pdf?fbclid=IwAR3E7IGhY6mdAe-NW393zqfPEDeeGr7joa5Orcu80UXZ0ehNyctXbjxlWEs>

Norsk Industri (2018). Veikart for havbruksnæringen. Tilgjengelig ved:

https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-havbruksnaringen_f41_web.pdf

Porter M. E. (2008). The Competitive Forces That Shape Strategy. Publisert i Harvard Business Review, januar 2008, utgave 12601

PWC (2019). Risikopremie 2018. Tilgjengelig ved:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>

Solberg B, Bogaard M. (2016) Norway Royal Salmon ASA: Fundamental verdsettelse og strategisk analyse. Masteroppgave tilgjengelig gjennom NHH Brage

Taleb N.N. (2008). The Black Swan. Penguin Books Ltd

U.S. Department of Health and Human Services and U.S. Department of Agriculture (2017). 2015–2020 Dietary Guidelines for Americans. 8th Edition. Tilgjengelig ved:

<http://health.gov/dietaryguidelines/2015/guidelines/>

Internettbaserte kilder:

Atlantic Sapphire (2019). Our Story: The Journey To Our Creation. Hentet fra:

<https://atlanticsapphire.com/about-us-1>

Damodaran A. (2019) Cost of Capital by Sector (US). Hentet fra:

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm

Erko Seafood (2019). Laksens livssyklus. Hentet fra:

<https://erkoseafood.no/laks/>

Evans O. (2019). En tredje oppdretter vil etablere seg på land i Maine – ønsker å produsere 10.000 tonn årlig. Hentet fra:

<https://ilaks.no/en-tredje-oppdretter-vil-etablere-seg-pa-land-i-maine-onsker-a-produsere-10-000-tonn-arlig/>

Evans O. (2019). Atlantic Sapphire oppjusterer langsiktige produksjonsmål - vil produsere 220000 tonn laks i 2031. Hentet fra:

<https://ilaks.no/atlantic-sapphire-oppjusterer-langsiktige-produksjonsmal-vil-produsere-220-000-tonn-laks-i-2031/>

E24 (2019). Lakseskatt-utvalg er klar med sin uttredning. Publisert 3.november på E24.no, hentet fra:

<https://e24.no/naeringsliv/i/0nqWdJ/lakseskatt-utvalg-er-klar-med-sin-uttredning>

Fishpool (2019). Price history - weekly, monthly and annual average. Hentet fra:

<http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fiskeridirektoratet (2019). Kapasitetsjustering. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kapasitetsjustering-trafikklyssystemet>

Fiskeridirektoratet (2018). Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret 2017. Hentet fra:

<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Statistiske-publikasjoner/Loenksomhetsundersokelser-for-laks-og-regnbueoerret>

Fiskeridirektoratet (2017). Tildelingsprosessen. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Fjordnorway (2019). Hansatiden. Topp Attraksjoner Bryggen i Bergen. Hentet fra:

<https://no.fjordnorway.com/topp-attraksjoner/bryggen-i-bergen/hansatiden>

Grindheim J. (2019). Atlantic Sapphire og Hofseth Biocare inngår samarbeid om å utnytte fiskeavskjæret. Hentet fra:

<https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=69861>

Hallenstvedt, A. (2019). Norsk fiskerihistorie. Store Norske Leksikon. Hentet fra:

https://snl.no/Norsk_fiskerihistorie

Innovasjon Norge (2019). Markedsmuligheter 2019 - havbruk i Chile. Hentet fra:

<https://www.innovasjon norge.no/globalassets/0-innovasjon norge.no/verktoy-og-temasider/verktoy-for-internasjonalsatsning/regionkart/amerika/chile/markedsmuligheter-havbruk-chile-2018.pdf>

Kjøstad E. (2017). Spør en forsker: Hvor sunn er oppdrettslaksen? Hentet fra:

<https://forskning.no/fiskehelse-mat-ny/spor-en-forsker-hvor-sunn-er-oppdrettslaksen/302328>

Laksefakta (2019). Laksens økonomiske bidrag i samfunnet. Hentet fra:

<https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/laksens-bidrag-i-samfunnet/>

Lofthus, K (2018). Oppdrettsnæringen truer fisk- og dyreliv i havet. Hentet fra:

<https://www.an.no/debatt/naringsliv/fiskeoppdrett/oppdrettsnaringen-truer-fisk-og-dyreliv-i-havet/o/5-4-697105>

Lumen (2018). The Class Structure in the U.S. Hentet fra:

<https://courses.lumenlearning.com/boundless-sociology/chapter/the-class-structure-in-the-u-s/>

Marketwatch (2019). U.S. 10 Year Treasury Note. Hentet fra:

<https://www.marketwatch.com/investing/bond/tmubmusd10y/charts?countrycode=bx>

Menon Economics (2018). Konkurransen i norsk dagligvare er ikke så svak som mange hevder. Hentet fra:

<https://www.menon.no/konkurransen-norsk-dagligvare-sa-svak-hevder/>

Mindtools (2019). Porter's Five Forces. Hentet fra:

https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_08.htm

Misund, B (2019). Fiskeoppdrett. Store Norske Leksikon. Hentet fra:

<https://snl.no/fiskeoppdrett>

NHI (2019). Fisk er sunt. Hentet fra:

<https://nhi.no/kosthold/ernaring/fisk-er-sunt/>

Norgesbank (2019). Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt. Hentet fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norsk Sjømatråd (2019). Sjømateksport for 99 milliarder i 2018. Hentet fra:

<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-99-milliarder-i-2018-/>

OECD (2019). Dataprognoser for Norge. Hentet fra:

<https://data.oecd.org/norway.htm>

Regjeringen (2018). Forskrift for pengepolitikken. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-for-engepolitikken/id2592554/>

Sander K. (2019) PESTEL - analyse av makroomgivelsene. Hentet fra:

<https://estudie.no/pestel-analyse/>

Seafood Watch (2019). Salmon Recommendations. Hentet fra:

<https://w.seafoodwatch.org/seafood-recommendations/groups/salmon?q=salmon=salmon>

The New York Times (2015). A Seismic Shift in How People Eat. Hentet fra:

https://www.nytimes.com/2015/11/08/opinion/a-seismic-shift-in-how-people-eat.html?_r=1

Trading Economics (2019). United States GDP Annual Growth Rate. Hentet fra:

<https://tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth-annual>

U.S. Department of Health and Human Services and U.S. Department of Agriculture (2017). 2015–2020 Dietary Guidelines for Americans. 8th Edition. Hentet fra:

<http://health.gov/dietaryguidelines/2015/guidelines/>

Veterinærinstituttet (2019). Fiskehelse rapporten 2019. Hentet fra:

<https://www.vetinst.no/rapporter-og-publikasjoner/rapporter/2019/fiskehelse rapporten-2018>

Andre kilder

Fiksdal og Stæger-Holst (2019). Møte med ansatte fra SalmoTerra.

Vedlegg

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Salginntekt	kr 37 008	kr 365 211	kr 804 590	kr 1 326 180	kr 1 920 450	kr 3 069 000	kr 4 150 125	kr 5 212 650	kr 5 825 520	kr 6 737 850	kr 7 871 985	kr 9 374 400	kr 10 127 700
Varekostnad	kr 40 050	kr 144 000	kr 312 000	kr 529 000	kr 805 000	kr 1 100 000	kr 1 500 000	kr 1 900 000	kr 2 160 000	kr 2 520 000	kr 2 970 000	kr 3 600 000	kr 3 960 000
Lønn og personalkostnader	kr 30 082	kr 33 000	kr 71 500	kr 126 500	kr 192 500	kr 220 000	kr 300 000	kr 380 000	kr 432 000	kr 504 000	kr 594 000	kr 720 000	kr 792 000
Slaktning og pakking	kr -	kr 18 000	kr 39 000	kr 69 000	kr 105 000	kr 165 000	kr 225 000	kr 285 000	kr 324 000	kr 378 000	kr 445 500	kr 540 000	kr 594 000
Andre driftskostnader	kr 49 781	kr 18 000	kr 39 000	kr 69 000	kr 105 000	kr 137 500	kr 187 500	kr 237 500	kr 270 000	kr 315 000	kr 371 250	kr 450 000	kr 495 000
EBITDA	kr 82 905	kr 152 211	kr 343 090	kr 532 680	kr 712 950	kr 1 446 500	kr 1 937 625	kr 2 410 150	kr 2 639 520	kr 3 020 850	kr 3 491 235	kr 4 064 400	kr 4 286 700
Avskrivninger	kr 19 021	kr 56 494	kr 63 662	kr 165 275	kr 204 085	kr 250 077	kr 296 494	kr 342 719	kr 436 652	kr 531 099	kr 635 748	kr 742 955	kr 846 570
EBIT (Operasjonelt driftsresultat)	kr 101 926	kr 95 717	kr 279 427	kr 367 405	kr 508 865	kr 1 196 423	kr 1 641 131	kr 2 067 431	kr 2 202 868	kr 2 489 751	kr 2 855 487	kr 3 321 445	kr 3 440 130
Skatt på driftsresultat	kr 21 404	kr 20 101	kr 58 680	kr 77 155	kr 106 862	kr 251 249	kr 344 638	kr 434 161	kr 462 602	kr 522 848	kr 599 652	kr 697 503	kr 722 427
Driftsresultat etter skatt	kr 101 926	kr 75 616	kr 220 748	kr 290 250	kr 402 004	kr 945 174	kr 1 296 494	kr 1 633 271	kr 1 740 266	kr 1 966 903	kr 2 255 835	kr 2 623 941	kr 2 717 703
Finansinntekt	kr 7 453	kr 8 739	kr 9 528	kr 8 920	kr 12 043	kr 7 703	kr 17 178	kr 31 154	kr 57 987	kr 90 111	kr 112 825	kr 144 286	kr 180 904
Finanskostnader	kr 65 752	kr 48 630	kr 49 273	kr 59 515	kr 63 358	kr 86 400	kr 108 800	kr 160 000	kr 233 600	kr 307 200	kr 406 400	kr 492 800	kr 601 600
Finansresultat	kr 58 300	kr 39 892	kr 39 745	kr 50 595	kr 51 315	kr 78 697	kr 91 622	kr 128 846	kr 175 613	kr 217 089	kr 293 575	kr 348 514	kr 420 696
Skatt på finansresultat	kr 12 243	kr 8 377	kr 8 346	kr 10 625	kr 10 776	kr 16 526	kr 19 241	kr 27 058	kr 36 879	kr 45 589	kr 61 651	kr 73 188	kr 88 346
Sum skattekostnad	kr 33 647	kr 11 723	kr 39 627	kr 66 530	kr 96 086	kr 234 722	kr 325 397	kr 407 103	kr 425 724	kr 477 259	kr 538 002	kr 624 316	kr 634 081
Normalisert årsresultat	kr 160 225	kr 55 825	kr 200 055	kr 250 280	kr 361 465	kr 883 003	kr 1 224 112	kr 1 551 483	kr 1 601 532	kr 1 795 403	kr 2 023 911	kr 2 348 616	kr 2 385 353

Figur 13.2: Fremskrevet resultatregnskap i hele tusen

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Anleggsmidler													
Utsatt skattefordel	kr 106 806	kr 50 981	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Bygninger/produksjonsanlegg	kr 1 575 209	kr 1 814 069	kr 2 037 885	kr 2 525 369	kr 2 981 312	kr 3 513 423	kr 3 992 375	kr 4 423 242	kr 5 560 377	kr 6 633 010	kr 7 760 676	kr 8 817 963	kr 9 696 722
Ikke-materielle eiendeler	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684	kr 1 684
Langsiktige fordringer	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503	kr 2 503
Sum anleggsmidler	kr 1 686 201	kr 1 869 235	kr 2 042 071	kr 2 529 555	kr 2 985 498	kr 3 517 609	kr 3 996 561	kr 4 427 428	kr 5 564 563	kr 6 637 196	kr 7 764 862	kr 8 822 149	kr 9 700 908
Omløpsmidler													
Forhåndsbetalte utgifter	kr 11 057	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Varelager	kr 1 411	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Biologiske eiendeler	kr 67 213	kr 201 147	kr 331 545	kr 480 113	kr 767 250	kr 1 037 531	kr 1 303 163	kr 1 456 380	kr 1 684 463	kr 1 967 996	kr 2 343 600	kr 2 531 925	kr 2 633 202
Kundefordringer	kr 15 315	kr 36 521	kr 80 459	kr 132 618	kr 192 045	kr 306 900	kr 415 013	kr 521 265	kr 582 552	kr 673 785	kr 787 199	kr 937 440	kr 1 012 770
Kontanter og kontantekvivalenter	kr 556 602	kr 606 896	kr 568 174	kr 767 075	kr 490 646	kr 1 094 157	kr 1 984 361	kr 3 693 465	kr 5 739 566	kr 7 186 337	kr 9 190 221	kr 11 522 540	kr 14 333 621
Sum omløpsmidler	kr 651 596	kr 844 564	kr 980 178	kr 1 379 805	kr 1 449 941	kr 2 438 588	kr 3 702 536	kr 5 671 110	kr 8 006 581	kr 9 828 118	kr 12 321 020	kr 14 991 905	kr 17 979 593
Sum eiendeler	kr 2 337 797	kr 2 713 799	kr 3 022 250	kr 3 909 361	kr 4 435 438	kr 5 956 197	kr 7 699 096	kr 10 098 537	kr 13 571 143	kr 16 465 315	kr 20 085 882	kr 23 814 053	kr 27 680 501
Egenkapital													
Aksjekapital	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608	kr 7 608
Overkurs	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101	kr 2 203 101
Annenn egenkapital (Oppjønt)	-kr 404 096	-kr 348 271	-kr 148 216	kr 102 064	kr 463 529	kr 1 346 532	kr 2 570 645	kr 4 102 127	kr 5 703 659	kr 7 499 062	kr 9 522 973	kr 11 871 589	kr 14 256 942
Sum egenkapital	kr 1 806 612	kr 1 862 437	kr 2 062 493	kr 2 312 772	kr 2 674 238	kr 3 557 241	kr 4 781 353	kr 6 312 836	kr 7 914 368	kr 9 709 771	kr 11 733 682	kr 14 082 298	kr 16 467 650
Langsiktig gjeld													
Langsiktig rentebærende gjeld	kr 359 850	kr 607 880	kr 615 910	kr 743 940	kr 791 970	kr 1 080 000	kr 1 360 000	kr 2 000 000	kr 2 920 000	kr 3 840 000	kr 5 080 000	kr 6 160 000	kr 7 520 000
Sum langsiktig gjeld	kr 359 850	kr 607 880	kr 615 910	kr 743 940	kr 791 970	kr 1 080 000	kr 1 360 000	kr 2 000 000	kr 2 920 000	kr 3 840 000	kr 5 080 000	kr 6 160 000	kr 7 520 000
Kortsiktig gjeld													
Leverandørgjeld	kr 170 725	kr 206 961	kr 223 761	kr 653 500	kr 681 100	kr 777 333	kr 817 333	kr 857 333	kr 1 728 500	kr 1 764 500	kr 1 947 000	kr 2 010 000	kr 2 046 000
Betalbar skatt	kr -	kr -	kr 39 627	kr 66 530	kr 96 086	kr 234 722	kr 325 397	kr 407 103	kr 425 724	kr 477 259	kr 538 002	kr 624 316	kr 634 081
Annenn kortsiktig gjeld	kr 610	kr 36 521	kr 80 459	kr 132 618	kr 192 045	kr 306 900	kr 415 013	kr 521 265	kr 582 552	kr 673 785	kr 787 199	kr 937 440	kr 1 012 770
Sum kortsiktig gjeld	kr 171 335	kr 243 482	kr 343 847	kr 852 648	kr 969 231	kr 1 318 956	kr 1 557 743	kr 1 785 701	kr 2 736 776	kr 2 915 544	kr 3 272 200	kr 3 571 756	kr 3 692 851
Sum gjeld	kr 531 185	kr 851 362	kr 959 757	kr 1 596 588	kr 1 761 201	kr 2 398 956	kr 2 917 743	kr 3 785 701	kr 5 656 776	kr 6 755 544	kr 8 352 200	kr 9 731 756	kr 11 212 851
Sum egenkapital og gjeld	kr 2 337 797	kr 2 713 799	kr 3 022 250	kr 3 909 361	kr 4 435 438	kr 5 956 197	kr 7 699 096	kr 10 098 537	kr 13 571 143	kr 16 465 315	kr 20 085 882	kr 23 814 053	kr 27 680 501
Gjeld/Totalkapital prosent	22,72 %	31,37 %	31,76 %	40,84 %	39,71 %	40,28 %	37,90 %	37,49 %	41,68 %	41,03 %	41,58 %	40,87 %	40,51 %

Figur 13.3: Fremskrevet balanse i hele tusen

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter													
Operasjonelt driftsresultat	-kr 101 926	kr 95 717	kr 279 427	kr 367 405	kr 508 865	kr 1 196 423	kr 1 641 131	kr 2 067 431	kr 2 202 868	kr 2 489 751	kr 2 855 487	kr 3 321 445	kr 3 440 130
Avskrivninger	kr 19 021	kr 56 494	kr 63 662	kr 165 275	kr 204 085	kr 250 077	kr 296 494	kr 342 719	kr 436 652	kr 531 099	kr 635 748	kr 742 955	kr 846 570
Betalt skatt	kr -	kr -	kr -	kr 39 627	kr 66 530	kr 96 086	kr 234 722	kr 325 397	kr 407 103	kr 425 724	kr 477 259	kr 538 002	kr 624 316
Endringer i biologiske eiendeler	-kr 132 524	-kr 130 398	-kr 148 568	-kr 148 568	-kr 287 138	-kr 270 281	-kr 265 631	-kr 153 218	-kr 228 083	-kr 283 534	-kr 375 604	-kr 188 325	-kr 101 277
Endringer i kundefordringer	-kr 21 206	-kr 43 938	-kr 43 938	-kr 52 159	-kr 59 427	-kr 114 855	-kr 108 113	-kr 106 253	-kr 61 287	-kr 91 233	-kr 113 414	-kr 150 242	-kr 75 330
Endringer i leverandørgjeld	kr 36 235	kr 16 800	kr 16 800	kr 429 739	kr 27 600	kr 96 233	kr 40 000	kr 40 000	kr 871 167	kr 36 000	kr 182 500	kr 63 000	kr 36 000
Netto kontantstrøm fra drift	-kr 82 905	kr 34 716	kr 185 554	kr 722 065	kr 327 455	kr 1 061 511	kr 1 369 159	kr 1 865 283	kr 2 814 214	kr 2 256 360	kr 2 707 459	kr 3 250 832	kr 3 521 777
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter													
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-kr 385 121	-kr 192 561	-kr 192 561	-kr 600 600	-kr 600 600	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 1 512 500	-kr 1 512 500	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-kr 385 121	-kr 192 561	-kr 192 561	-kr 600 600	-kr 600 600	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 667 333	-kr 1 512 500	-kr 1 512 500	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000	-kr 1 650 000
Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter													
Emisjoner og innbetaling av egenkapital	kr 797 915	kr 400 000	kr 200 000	kr 400 000	kr 400 000	kr 800 000	kr 800 000	kr 1 400 000	kr 2 000 000	kr 2 400 000	kr 3 200 000	kr 3 600 000	kr 4 500 000
Innbetalinger fra opptak av langsiktig gjeld	kr 359 850	kr 151 970	kr 191 970	kr 271 970	kr 351 970	kr 511 970	kr 520 000	kr 760 000	kr 1 080 000	kr 1 480 000	kr 1 960 000	kr 2 520 000	kr 3 140 000
Utbetalinger fra nedbetaling av langsiktig gjeld	-kr 247 902	-kr 39 892	-kr 39 745	-kr 50 595	-kr 51 315	-kr 78 697	-kr 91 622	-kr 128 846	-kr 175 613	-kr 217 089	-kr 293 575	-kr 348 514	-kr 420 696
Netto finansutgifter	-kr 58 300	-kr 87 814	-kr 87 520	-kr 73 220	-kr 70 650	-kr 105 424	-kr 161 244	-kr 297 692	-kr 470 226	-kr 554 178	-kr 736 150	-kr 936 028	-kr 1 100 392
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	kr 851 564	kr 208 138	kr 31 715	kr 77 435	kr 3 285	kr 209 333	kr 188 378	kr 511 154	kr 744 387	kr 702 911	kr 946 425	kr 731 486	kr 939 304
Sum kontantstrømmer fra perioden	kr 383 538	kr 50 294	-kr 38 721	kr 198 900	-kr 276 429	kr 603 511	kr 890 204	kr 1 709 104	kr 2 046 102	kr 1 446 771	kr 2 003 884	kr 2 332 318	kr 2 811 081

Figur 13.4: Prognose av kontantstrømmer i hele tusen