



SalMar ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Helene Vik og Niklas René Nyberg

Veileder: Are Oust

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Forord

Denne utredningen inngår som en obligatorisk del av vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole, og utgjør 30 studiepoeng. Hensikten med utredningen er at vi skal kunne anvende den teoretiske kunnskapen vi har opparbeidet oss så langt i studiet.

Vi valgte å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av et børsnotert selskap i oppdrettsnæringen. Dette var et naturlig valg for oss siden vi da kunne anvende kunnskap og teori fra flere ulike fagfelt, samtidig som vi fikk muligheten til å gå i dybden på oppdrettsbransjen og tilegne oss inngående kunnskap om dens bransjespesifikke forhold. Utredningens tema er videre praktisk rettet samt relevant for fremtidig arbeidsliv, hvilket også var viktige valgkriterier for oss.

Arbeidsprosessen har vært tidkrevende, utfordrende, spennende og lærerik. Vi har tilegnet oss kunnskap om oppdrettsnæringen og verdivurdering i praksis, og dette er noe vi vil ta med oss videre når vi etter sommeren skal ta fatt på siste del av mastergraden vår og når vi senere skal ut i arbeidslivet.

Avslutningsvis ønsker vi å benytte anledningen til å rette en stor takk til vår veileder Are Oust for god veiledning gjennom utarbeidelsen av denne oppgaven.

Bergen, juni 2016

Sammendrag

I denne masterutredningen har vi gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av SalMar ASA, heretter omtalt som SalMar. Formålet var å estimere verdien av egenkapitalen i selskapet per 4. januar 2016. Verdiestimatet ble sammenlignet med børskurs på verdsettelsestidspunktet for å utarbeide en anbefalt handlingsstrategi. Fundamental verdivurdering ble valgt som foretrukket verdsettelsesteknikk.

Innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold ble opparbeidet gjennom strategiske regnskapsanalyser, hvor informasjon om henholdsvis makro-, bransje- og selskapsspesifikke forhold ble gjennomgått. Målet var å kartlegge selskapets historiske prestasjoner. Våre analyser tilsier at SalMar for perioden 2010-2015 har oppnådd en strategisk fordel på 21 prosent. Fordelen kan delvis tilskrives bransjefordeler på grunn av restriktiv konsesjonspolitik, og dels interne ressursfordeler tilknyttet SalMars evne til å generere gode marginer.

Våre strategiske regnskapsanalyser dannet videre grunnlag for utarbeidelser av fremtidsregnskap og -krav. Den fundamentale verdivurderingen ble så gjennomført ved at forventede fremtidige «verdistrømmer» ble diskontert med relevante fremtidskrav ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Verdiestimatene ble konvertert gjennom en stegvis prosess der fremtidsregnskapet ble gjort verdibasert. Vårt fundamentale verdiestimat ble beregnet til 172,503 kroner per aksje. I visshet om at verdiestimatet var forbundet med betydelig usikkerhet ble det gjennomført simulerings- og sensitivitetsanalyser for å kartlegge kritiske budsjett- og verdidrivere. Resultatet viste at verdiestimatet særlig var sensitivt for endringer i de driftsrelaterte budsjettdriverne i konstant vekst.

Som et supplement til den fundamentale verdivurderingen ble også komparativ verdivurdering utført, hvilket ga oss et verdiestimat på 220,507 kroner per aksje. På grunn av stor usikkerhet knyttet til estimatet, valgte vi å beholde det fundamentale verdiestimatet som vårt endelige estimat. SalMars egenkapitalverdi per 4. januar 2016 er derfor satt til 172,503 kroner per aksje. Som følge av den store usikkerheten utarbeidet vi en handlingsstrategi basert på øvre og nedre grense på +/- 10 prosent av det endelige verdiestimatet. Dette ga opphav til en kjøpsanbefaling per 4. januar 2016, siden børskurs på dette tidspunktet var 152 kroner per aksje. Etter vår vurdering eksisterer det følgelig merverdier i SalMar som ikke er gjenspeilet i børskursen.

Innhold

Forord	i
Sammendrag	ii
Figuroversikt	ix
Tabelloversikt	xi
1 Innledning	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Formål og problemstilling	1
1.3 Avgrensninger.....	2
1.4 Oppbygging.....	3
2 Presentasjon av oppdrettsnæringen og SalMar ASA	4
2.1 Bransjehistorikk.....	4
2.2 Dagens laksemarked.....	5
2.3 Makroforhold	6
2.3.1 Økonomiske forhold.....	7
2.3.2 Politiske forhold	9
2.3.3 Miljømessige forhold.....	12
2.4 Verdikjeden og norske oppdrettsselskaper	15
2.4.1 Verdikjeden	15
2.4.2 Norske oppdrettsselskaper	17
2.5 Presentasjon av SalMar	24
2.5.1 Forretningsområder og lokalisering.....	25
2.5.2 Aksjonærforhold og kursutvikling	27
2.5.3 Finansielle nøkkeltall	29
2.6 Hvordan skiller SalMar seg fra sine konkurrenter?.....	29
3 Valg av verdsettelsesteknikk	32
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker.....	32
3.1.1 Fundamental verdivurdering.....	33
3.1.2 Komparativ verdivurdering	34
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering.....	36

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk	36
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering	37
4 Strategisk analyse	40
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	40
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse	41
4.2.1 PESTEL-analyse	42
4.2.2 Porters fem krefter	52
4.2.3 Oppsummering – ekstern bransjeorientert analyse	60
4.3 Intern ressursorientert analyse	62
4.3.1 VRIO-analyse	62
4.3.2 Oppsummering – intern ressursorientert analyse	68
4.4 Oppsummering – strategisk fordel og risiko	69
5 Regnskapsanalyse	71
5.1 Rammeverk	71
5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse	72
5.2.1 Valg av analysenivå	72
5.2.2 Valg av analyseperiode	73
5.2.3 Valg av komparative virksomheter	74
5.3 Presentasjon av rapporterte tall	74
5.4 Omgruppering for analyse	77
5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet	77
5.4.2 Omgruppering av balansen	84
5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse	89
5.5 Analyse av målefeil og justering	90
5.5.1 Justering av målefeil	91
5.5.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse	93
5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse	94
6 Analyse av risiko	96
6.1 Likviditetsanalyse	96
6.1.1 Likviditetsgrad 1	97

6.1.2 Likviditetsgrad 2	98
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	100
6.1.4 Rentedekningsgrad.....	101
6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	102
6.2 Soliditetsanalyse.....	103
6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent	104
6.2.2 Analyse av kapitalstruktur	105
6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet	106
6.3 Syntetisk rating.....	108
7 Historisk avkastningskrav	111
7.1 Teori for avkastningskrav	111
7.2 Krav til egenkapital og minoritet.....	111
7.2.1 Risikofri rente	112
7.2.2 Markedets risikopremie	113
7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden	114
7.2.4 Illikviditetspremie.....	116
7.2.5 Årlig egenkapitalbeta	116
7.2.6 Krav til egenkapital og minoritet.....	117
7.3 Finansielle krav	118
7.3.1 Krav til finansiell gjeld	118
7.3.2 Krav til finansielle eiendeler	120
7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld.....	121
7.4 Krav til netto driftskapital.....	122
7.5 Oppsummering – avkastningskrav	122
8 Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel.....	124
8.1 Egenkapitalrentabilitet.....	124
8.1.1 Superrentabilitet til egenkapital	125
8.1.2 Ekstern bransjefordel	126
8.1.3 Intern ressursfordel.....	127
8.1.4 Strategisk fordel	129

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse	129
8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing	130
8.3.1 Bransjefordel drift	132
8.3.2 Ressursfordel drift	133
8.3.3 Marginfordel.....	134
8.3.4 Omløpsfordel.....	138
8.3.5 Oppsummering – driftsfordel.....	140
8.4 Gearingfordel drift.....	140
8.5 Finansieringsanalyse.....	142
8.5.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld	142
8.5.2 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler	143
8.5.3 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld	144
8.5.4 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser	144
8.6 Oppsummering – strategisk fordel.....	146
9 Fremtidsregnskap	148
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	148
9.2 Vekstanalyse.....	149
9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst.....	149
9.3 Forberedelser til utarbeidelse av fremtidsregnskap.....	152
9.3.1 Valg av budsjettperiode	152
9.3.2 Valg av detaljnivå	153
9.3.3 Valg av framskrivningsteknikk.....	154
9.4 Andre budsjett drivere fra 2016 til 2025.....	155
9.4.1 Driftsinntektsvekst	155
9.4.2 Netto driftseiendeler.....	160
9.4.3 Netto driftsresultat.....	161
9.4.4 Netto finansiell gjeld	163
9.4.5 Netto finanskostnad.....	165
9.4.6 Minoritetsinteresser.....	165
9.4.7 Netto minoritetsresultat	166

9.5 Fremtidsregnskap	167
10 Fremtidskrav og strategisk fordel	170
10.1 Krav til egenkapital og minoritet	170
10.1.1 Risikofri rente	170
10.1.2 Markedsrisikopremie	171
10.1.3 Årlig egenkapitalbeta	171
10.1.4 Illikviditetspremie	172
10.1.5 Krav til egenkapital og minoritet	172
10.2 Finansielle krav	173
10.2.1 Finansielt gjeldskrav	173
10.2.2 Finansielt eiendelskrav	175
10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav	176
10.3 Fremtidig selskapskrav	176
10.4 Fremtidig strategisk fordel	177
11 Fundamental verdivurdering	179
11.1 Egenkapitalmetoden	179
11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen	180
11.1.2 Superprofittmodellen	180
11.1.3 Superprofittvekstmodellen	180
11.2 Selskapskapitalmetoden	181
11.3 Første estimat	181
11.4 Konvergens mot endelig verdierestimat	183
11.5 Analyse av usikkerhet	185
11.5.1 Konkursrisiko	185
11.5.2 Simuleringsanalyse	186
11.5.3 Sensitivitetsanalyse	193
11.6 Oppsummering – verdierestimat og usikkerhet	199
12 Komparativ verdivurdering	200
12.1 Komparative virksomheter	200
12.2 Utvalgte multiplikatorer	201

12.3 Komparativt verdiestimat	203
12.4 Verdiintervall	205
12.5 Oppsummering.....	206
13 Oppsummering og handlingsstrategi	207
13.1 Oppsummering.....	207
13.2 Handlingsstrategi.....	208
Referanseliste.....	210

Figuroversikt

Figur 2-1 Solgt mengde og førstehåndsverdi av norsk laks i perioden 1997-2014.....	6
Figur 2-2 Utvikling i prisen på norsk laks de siste 16 årene	7
Figur 2-3 Utviklingen i den norske kronen mot euro i perioden 1999-2016	8
Figur 2-4 Totalt antall matfiskkonsesjoner i Norge for laks og ørret fra 1996 til 2015.....	10
Figur 2-5 Antall rømte laks fra norske oppdrettsanlegg i perioden 2001 til 2015.....	13
Figur 2-6 De ulike fasene i oppdrettsnæringens verdikjede	15
Figur 2-7 Årlig utvikling i SalMars aksjekurs fra februar 2011 til februar 2016	28
Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdivurdering	38
Figur 4-1 Rammeverk for strategisk analyse	41
Figur 4-2 Styringsrenten i prosent de siste fem årene og anslag fremover til 2018.....	48
Figur 4-3 Porters rammeverk for analyse av bransjestrukturen.....	53
Figur 4-4 Utvikling i egenkapitalprosent for de største aktørene i norsk oppdrettsnæring.....	67
Figur 4-5 Oppsummering av strategisk analyse gjennom SWOT	70
Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse	71
Figur 5-2 Omgruppering av balanseoppstillingen, fra kreditor- til investororientert balanse	85
Figur 5-3 Overgang fra total kapital til sysselsatt kapital.....	87
Figur 5-4 Overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital	88
Figur 5-5 Rammeverk for forholdstallsanalyse	94
Figur 6-1 Rammeverk for analyse av risiko	96
Figur 6-2 Utvikling i likviditetsgrad 1 for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015	97
Figur 6-3 Utvikling i likviditetsgrad 2 for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015	99
Figur 6-4 Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for SalMar og bransjen, 2010-2015.....	101
Figur 6-5 Utvikling i rentedekningsgrad for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015	102
Figur 6-6 Utvikling i egenkapitalprosent for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015.....	104
Figur 6-7 Utvikling i netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015	107
Figur 7-1 Regresjonsanalyse til SalMar	115
Figur 8-1 Utviklingen i SalMars egenkapitalrentabilitet og -krav over analyseperioden.....	126
Figur 8-2 Utvikling i SalMar og bransjens egenkapitalrentabilitet over analyseperioden.....	128
Figur 8-3 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse.....	130
Figur 8-4 Utvikling i netto driftsmargin for SalMar og bransjen over analyseperioden	135
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap	148
Figur 9-2 Utvikling i driftsinntektsvekst for SalMar og bransjen over analyseperioden.....	150
Figur 9-3 Utvikling i volumvekst for SalMar og bransjen over analyseperioden	151
Figur 9-4 Utvikling i historisk og budsjettet driftsinntektsvekst for SalMar, fra 2010 til 2026 ..	159
Figur 9-5 Utvikling i historisk og forventet omløp til netto driftseiendeler for SalMar, fra 2010 til 2026.....	161

Figur 9-6 Utvikling i historisk og forventet netto driftsmargin for SalMar, fra 2010 til 2026.....	162
Figur 11-1 Endring i verdiestimat per aksje gjennom konvergeringsprosessens ni steg.....	184
Figur 11-2 Grafisk fremstilling av Monte Carlo-simulering ved bruk av Crystal Ball	189
Figur 11-3 Drivernes bidrag til å forklare variasjonen i SalMars verdiestimat.....	190
Figur 11-4 Grafisk fremstilling av oppsidepotensialet for SalMars aksje.....	191
Figur 11-5 Grafisk fremstilling av nedsiderisikoen for SalMars aksje	192
Figur 11-6 Sensitivitetsanalyse – driftsinntektsvekst i 2016 og i 2021	193
Figur 11-7 Sensitivitetsanalyse – driftsinntektsvekst i konstant vekst	194
Figur 11-8 Sensitivitetsanalyse – omløpet til netto driftseiendeler i 2016 og i 2021	194
Figur 11-9 Sensitivitetsanalyse – omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst	195
Figur 11-10 Sensitivitetsanalyse – netto driftsmargin i 2016 og i 2021.....	196
Figur 11-11 Sensitivitetsanalyse – netto driftsmargin i konstant vekst.....	196
Figur 11-12 Sensitivitetsanalyse – risikofri rente før skatt i konstant vekst	197
Figur 11-13 Sensitivitetsanalyse – egenkapitalbeta.....	198
Figur 12-1 Verdiintervall for hver av de fire multiplikatorene	206
Figur 13-1 Grenseverdiene for vår anbefalte handlingsstrategi	208

Tabelloversikt

Tabell 2-1 Finansiell utvikling i Marine Harvest for perioden 2010-2015.....	19
Tabell 2-2 Finansiell utvikling i Lerøy for perioden 2010-2015.....	21
Tabell 2-3 Finansiell utvikling i NRS for perioden 2010-2015	23
Tabell 2-4 Finansiell utvikling i Grieg Seafood for perioden 2010-2015	24
Tabell 2-5 Finansiell utvikling i SalMar for perioden 2010-2015	29
Tabell 4-1 Oppsummering av resultatet av bransjeanalysen ved bruk av Porters fem krefter.....	61
Tabell 4-2 Analyseverktøyet VRIO.....	63
Tabell 4-3 Oppsummering av den interne ressursorienterte analysen, VRIO	68
Tabell 5-1 Resultatregnskap for SalMar i perioden 2009-2015	75
Tabell 5-2 Balanseoppstilling for SalMar (eiendeler) i perioden 2009-2015	76
Tabell 5-3 Balanseoppstilling for SalMar (egenkapital og gjeld) i perioden 2009-2015	76
Tabell 5-4 Endring i egenkapital for SalMar i perioden 2009-2015	76
Tabell 5-5 Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen i perioden 2009-2015	78
Tabell 5-6 Fullstendig driftsresultat før skatt i perioden 2009-2015	79
Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat før skatt i perioden 2009-2015.....	80
Tabell 5-8 Unormalt driftsresultat for SalMar i perioden 2009-2015.....	81
Tabell 5-9 Unormalt finansresultat for SalMar i perioden 2009-2015	81
Tabell 5-10 Finansinntektsskattesats for SalMar i perioden 2009-2015	82
Tabell 5-11 Beregning av SalMars årlige driftsskattesats for 2009-2015	83
Tabell 5-12 SalMars unormale driftsskattesats i perioden 2009-2015.....	83
Tabell 5-13 Oversikt over fordelingen av SalMars skattekostnad fra 2009 til 2015.....	84
Tabell 5-14 Omgruppert resultatregnskap for SalMar for perioden 2009-2015	89
Tabell 5-15 SalMars omgrupperte sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital, 2009-2015	89
Tabell 5-16 Omgrupperte netto driftseiendeler og netto driftskapital for SalMar, 2009-2015....	89
Tabell 5-17 Endring i egenkapital for perioden 2009-2015	90
Tabell 5-18 Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet for perioden 2009-2015.....	92
Tabell 5-19 Effekt av justeringer av målefeil i balansen for perioden 2009-2015.....	92
Tabell 5-20 Omgruppert og justert resultatregnskap for SalMar i perioden 2009-2015	93
Tabell 5-21 Omgruppert og justert balanse for SalMar (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital) i perioden 2009-2015	93
Tabell 5-22 Omgruppert og justert balanse for SalMar (netto driftseiendeler og netto driftskapital) i perioden 2009-2015	93
Tabell 5-23 Prosentvise vektorer for analyseperioden 2010-2015	95
Tabell 6-1 SalMars frie kontantstrøm for perioden 2010-2015.....	103
Tabell 6-2 Finansieringsmatrise for SalMar per 31.12.2015 (tall i 1 000 NOK).....	105
Tabell 6-3 Finansieringsmatrise for SalMar per 31.12.2015 (prosent)	105

Tabell 6-4 Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2015 (tall i 1 000 NOK)	106
Tabell 6-5 Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2015 (prosent)	106
Tabell 6-6 Knivsflås (2016m) forslag til syntetisk rating basert på fire forholdstall	108
Tabell 6-7 Første utkast til syntetisk rating for SalMar og bransjen over analyseperioden	109
Tabell 7-1 Gjennomsnittlig årlig risikofri rente etter skatt over analyseperioden	113
Tabell 7-2 Markedets risikopremie over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	114
Tabell 7-3 Beregnet og justert egenkapitalbeta for SalMar og de komparative selskapene	115
Tabell 7-4 SalMars egenkapitalbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015	117
Tabell 7-5 SalMars egenkapital- og minoritetskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	118
Tabell 7-6 Kreditttrisikopremie (krp) basert på syntetisk rating	119
Tabell 7-7 SalMars finansielle gjeldskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	119
Tabell 7-8 SalMars finansielle gjeldsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015	119
Tabell 7-9 SalMars finansielle eiendelskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	120
Tabell 7-10 SalMars fordringsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	121
Tabell 7-11 SalMars finansielle eiendelsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015	121
Tabell 7-12 SalMars netto finansielle gjeldskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015	121
Tabell 7-13 SalMars netto finansielle gjeldsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	122
Tabell 7-14 SalMars netto driftskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015	122
Tabell 7-15 Oppsummering – avkastningskrav for SalMar og bransjen over analyseperioden ..	123
Tabell 8-1 SalMars egenkapitalrentabilitet over analyseperioden, fra 2010 til 2015	125
Tabell 8-2 SalMars superrentabilitet over analyseperioden, fra 2010 til 2015	125
Tabell 8-3 Bransjens superrentabilitet over analyseperioden, fra 2010 til 2015	127
Tabell 8-4 Utviklingen i SalMars intern ressursfordel 1 over analyseperioden, 2010-2015.....	127
Tabell 8-5 Utviklingen i SalMars intern ressursfordel 2 over analyseperioden, 2010-2015.....	128
Tabell 8-6 SalMars strategiske fordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015	129
Tabell 8-7 SalMars rene driftsfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015	131
Tabell 8-8 Utvikling i bransjefordel drift over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	132
Tabell 8-9 SalMars driftsrelaterte rentabilitetsfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015 ..	133
Tabell 8-10 SalMars driftsrelaterte kravfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015	133
Tabell 8-11 SalMars marginfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015	134
Tabell 8-12 Common size-analyse over analyseperioden.....	135
Tabell 8-13 Oppsummering av SalMars marginfordel over analyseperioden	137
Tabell 8-14 SalMars omløpsfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015.....	138
Tabell 8-15 Utvikling i driftsinntekter per kilo for SalMar og bransjen.....	138
Tabell 8-16 Utvikling i netto driftseiendeler per kilo for SalMar og bransjen	139
Tabell 8-17 Oppsummering – utvikling i ren driftsfordel for SalMar over analyseperioden	140
Tabell 8-18 SalMars driftsrelaterte gearingfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015	141
Tabell 8-19 SalMars samlede driftsfordel over analyseperioden	142

Tabell 8-20 SalMars finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld for perioden 2010-2015	143
Tabell 8-21 SalMars finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler for perioden 2010-2015	143
Tabell 8-22 SalMars finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld for perioden 2010-2015	144
Tabell 8-23 SalMars finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser for perioden 2010-2015	145
Tabell 8-24 Samlet finansieringsfordel for SalMar over analyseperioden.....	145
Tabell 8-25 Oppsummering – kildene til SalMars strategiske fordel over analyseperioden	146
Tabell 9-1 SalMars driftsinntekter over budsjettperioden, fra 2016 til 2025.....	159
Tabell 9-2 Netto driftseiendeler for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	161
Tabell 9-3 Netto driftsresultat for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	163
Tabell 9-4 Netto finansiell gjeld over budsjettperioden, fra 2016 til 2025.....	165
Tabell 9-5 Netto finanskostnad for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	165
Tabell 9-6 Minoritetsinteresser for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	166
Tabell 9-7 Netto minoritetsresultat for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025.....	167
Tabell 9-8 SalMars fremtidsresultat over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	168
Tabell 9-9 Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital over budsjettperioden, 2016-2025	168
Tabell 9-10 Netto driftseiendeler og netto driftskapital over budsjettperioden, 2016-2025	168
Tabell 9-11 Fri kontantstrøm over budsjettperioden, fra 2016 til 2025.....	169
Tabell 10-1 Årlig risikofri rente etter skatt over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	171
Tabell 10-2 Markedets risikopremie over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	171
Tabell 10-3 Egenkapitalbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	172
Tabell 10-4 Krav til egenkapital og minoritet over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	173
Tabell 10-5 SalMars syntetiske rating over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	174
Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	174
Tabell 10-7 Finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	175
Tabell 10-8 Finansielt eiendelskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	175
Tabell 10-9 Finansiell eiendelsbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	175
Tabell 10-10 Netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2025.....	176
Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025.....	176
Tabell 10-12 Netto driftskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2026	177
Tabell 10-13 SalMars strategiske fordel over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	177
Tabell 10-14 SalMars superrentabilitet over budsjettperioden, fra 2016 til 2025	178
Tabell 11-1 Egenkapitalmetoden – første verdiestimat, fri kontantstrøm-modellen	182
Tabell 11-2 Egenkapitalmetoden – første verdiestimat, superprofittmodellen.....	182
Tabell 11-3 Egenkapitalmetoden – første verdiestimat, superprofittvekstmodellen	182
Tabell 11-4 Selskapskapitalmetoden – første verdiestimat, fri kontantstrøm-modellen	182

Tabell 11-5 Selskapskapitalmetoden – første verdiestimat, superprofittmodellen	183
Tabell 11-6 Selskapskapitalmetoden – første verdiestimat, superprofittvekstmodellen	183
Tabell 11-7 Oppsummering – SalMars første verdiestimat	183
Tabell 11-8 Verdiestimat per aksje gjennom konvergeringsprosessens ni steg	185
Tabell 11-9 Historiske standardavvik for de ulike kritiske budsjettdriverne	187
Tabell 11-10 Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsveksten i de usikre budsjettpunktene	188
Tabell 11-11 Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for omløpet til netto driftseiendeler i de usikre budsjettpunktene	188
Tabell 11-12 Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmarginen i de usikre budsjettpunktene	188
Tabell 12-1 Nødvendige nøkkeltall for å beregne de valgte multiplene	204
Tabell 12-2 SalMar og bransjens multipler	204
Tabell 12-3 Komparativt verdiestimat for SalMar	205

1 Innledning

Innledningen starter med et motivasjonsavsnitt. Deretter presenteres oppgavens problemstilling, samt hvilke avgrensninger vi har gjort. Til slutt gis en oversikt over oppgavens oppbygging, slik at leseren enklere skal kunne følge den videre gangen i oppgaven.

1.1 Motivasjon

Denne utredningen tar for seg en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av SalMar, en av de største aktørene i norsk oppdrettsnæring. Sjømatnæringen er viktig for den norske økonomien, og i en tid der Norge må omstille seg fra en oljedominerende økonomi, peker sjømatnæringen seg ut som en næring hvor Norge har gode forutsetninger for å bli globale vinnere. Norge som nasjon er i dag blant de ledende i verden innen fiskeoppdrett, og kompetansen til å produsere sjømat er et konkurransefortrinn som kan bygges videre på. Norge sitter også i førersetet hva gjelder teknologi og teknologiske nyvinninger. Økt fokus på produksjons- og kostnadseffektivitet de siste årene har bidratt til at næringen har klart å produsere sjømat på konkurransedyktige termer. Målet med denne utredningen er å gi leseren innsikt i hvordan selskapet klarer å drive på en konkurransedyktig måte, samt gi et estimat på SalMars egenkapitalverdi og vurdere hvorvidt selskapet synes å være over- eller underpriset sammenlignet med markedsverdien på Oslo Børs. Oppgaven gir en omfattende og grundig presentasjon av et konkurransedyktig norsk oppdrettskonsern. SalMar har vært en del av oppdrettsnæringen siden 1991, og i løpet av sine 25 år har selskapet utviklet seg til å bli det tredje største oppdrettskonsernet i Norge samt en av verdens mest effektive produsenter av laks.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av egenkapitalen til SalMar ved bruk av relevante verdsettelsesteknikker. Vi skal følgelig utarbeide et verdiestimat som skal reflektere SalMars underliggende økonomiske forhold og framtidsutsikter. Verdiestimatet er vår oppfatning av selskapets virkelige verdi, og skal vurderes opp mot selskapets markedsverdi på Oslo Børs. På den måten vil vi kunne vurdere hvorvidt SalMar synes å være over- eller underpriset, og på bakgrunn av dette skal vi komme med forslag til en anbefalt handlingsstrategi. Oppgavens problemstilling blir dermed som følger:

«Hva er verdien av egenkapitalen til SalMar ASA per 4. januar 2016?»

1.3 Avgrensninger

Utredningen baserer seg utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon, som årsrapporter, kvartalsrapporter, markedsdata og annen offentlig informasjon. Følgelig begrenses oppgaven ved at vi på enkelte punkt ikke har tilstrekkelig informasjon til å utføre ønskede beregninger eller inndelinger. Videre kan det påpekes at vi kun har hatt et eksternt syn på SalMar, og vi har ikke vært i kontakt med noen innad i selskapet.

Verdsettelsestidspunktet er satt til 4. januar 2016. Dette innebærer at fjerdekvartalsrapporten for 2015 utgjør den siste tilgjengelige kilden til regnskapsinformasjon. Ideelt sett ville det vært ønskelig å oppdatere våre analyser og verdiestimer med «ferske tall» hentet fra førstekvartalsrapporten for 2016. Det faktum at rapporten først ble offentliggjort 11. mai, gjorde imidlertid dette vanskelig.

Verdivurderingen konsentrerer seg om bruk av to verdsettelsesteknikker, fundamental og komparativ verdivurdering. Fundamental verdivurdering utgjør vår hovedteknikk, men for å supplere denne tar vi også i bruk komparativ verdivurdering. Med dette ønsker vi å oppnå bedre presisjon i verdiestimatet.

Verdsettelsen foregår på konsernnivå. Dette innebærer at regnskapsanalysene fokuserer på SalMars konsernregnskap, og det gjøres ikke noe eksplisitt skille mellom selskapets forretningsområder. Valget kan forsvares ved at SalMars forretningsområder betraktes som tett integrerte, samtidig som tilgangen på tilstrekkelig detaljert regnskapsinformasjon er begrenset.

Analyseperioden i regnskapsanalysen er avgrenset til de siste seks årene, det vil si fra 2010 til 2015. I flere av tabellene tar vi imidlertid også med regnskapsinformasjon fra 2009, da dette danner grunnlag for beregning av endring i forholdstall for 2010.

Den eksplisitte budsjettperioden for utarbeidelsen av fremtidsregnskap er satt til ti år, det vil si fra 2016 til 2025. Samtidig presenteres også tallene for 2026, for å vise framskrivningen i konstant vekst.

Ved valg av komparative selskaper bestemte vi oss for å avgrense det komparative utvalget til selskaper som i størst mulig grad ligner på SalMar. Selskapene vi har valgt å ha med i bransjegjennomsnittet, er Marine Harvest, Lerøy, Norway Royal Salmon og Grieg Seafood. Sammen med SalMar utgjør disse bransjen og sammenligningsgrunnlaget i oppgaven.

1.4 Oppbygging

Utreddingen starter med en presentasjon av selskap og bransje i kapittel 2. I kapittel 3 presenteres utvalgte verdsettelsesteknikker, før vi i kapittel 4 gjennomfører en strategisk analyse av SalMar og oppdrettsnæringen. I kapittel 5 klargjør vi regnskapene for bruk i den fundamentale verdsettelsen gjennom omgruppering og justering. Risikoanalysen i kapittel 6 gir oss innsikt i SalMars kortsiktige og langsiktige risiko, slik at vi kan estimere relevante historiske avkastningskrav for selskapet i kapittel 7. I kapittel 8 gjennomføres så en strategisk lønnsomhetsanalyse hvor kildene til SalMars strategiske fordel avdekkes. Den innsikten vi har opparbeidet oss så langt gjennom den strategiske regnskapsanalysen, brukes videre i kapittel 9 og 10 til å utarbeide fremtidsregnskap og -krav. I kapittel 11 gjennomfører vi selve verdsettelsen av SalMar ved å bruke fundamental verdivurdering, og i kapittel 12 suppleres denne teknikken med en komparativ verdsettelsesteknikk. Til slutt, i kapittel 13, gis en oppsummering av våre funn, før vi runder av med en anbefalt handlingsstrategi basert på sammenligning mellom det utarbeidede verdiesimatet og børskurs.

2 Presentasjon av oppdrettsnæringen og SalMar ASA

Vi skal i dette kapitlet gi en innføring i typiske trekk ved norsk oppdrettsnæring og SalMar spesielt. Kapitlet inneholder viktig bakgrunnsinformasjon og danner grunnlag for våre senere analyser. Først gis en kort presentasjon av bransjens historie, før vi tar for oss hvordan dagens laksemarked ser ut. Deretter ser vi nærmere på sentrale makroforhold som påvirker oppdrettsnæringen. Vi gjør så rede for verdikjeden, samt introduserer SalMars viktigste konkurrenter. Til slutt gis en grundigere presentasjon av SalMar, og vi kartlegger hvordan selskapet skiller seg fra sine konkurrenter.

2.1 Bransjehistorikk

Gjennombruddet for oppdrettsnæringen i Norge kom i begynnelsen av 1970-årene (Hallenstvedt, 2015). Siden den gang har dette blitt en stor og viktig næring for landet. Klimatiske forhold og en langstrakt kystlinje med utallige fjorder gjør at Norge har svært gode forutsetninger for å drive med havbruk og fiske (Laksefakta, 2014a).

Vestlandet, Trøndelag og etter hvert også Nordland har vært hovedområdene for fiskeoppdrett (Jakobsen, Berge & Aarset, 2003). Her lå forholdene godt til rette for lakseproduksjon, med blant annet gode lokaliteter, tilgjengelig kapital for satsing, etablert infrastruktur og fordelaktig vanntemperatur. Mot slutten av 1980-årene fikk oppdrettsnæringen også et visst omfang i de nordligste fylkene, Troms og Finnmark.

I utviklingen av norsk oppdrettsnæring har staten vært en viktig aktør, særlig gjennom statlige reguleringer. Næringen har siden starten vært underlagt krav med hensyn til konsesjon, miljøpåvirkning, fiskehelse, og fiskevelferd (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013a). I 1973 kom den første midlertidige oppdrettsloven, hvor det ble innført krav om konsesjon for å drive med oppdrett, med mål om å verne det norske kystsamfunnet (Jakobsen et al., 2003). I praksis var imidlertid tildelingen av konsesjoner ikke restriktiv nok, hvilket resulterte i en midlertidig konsesjonsstopp høsten 1977, som følge av en sterk tilstrømming til næringen. Konsesjonsstoppen ble varende i påvente av en permanent lov. Den endelige oppdrettsloven kom i 1981, der kravet om tildeling av konsesjoner ble opprettholdt og hvor det ble fastslått en prioritering av næringssvake områder ved tildeling (Jakobsen et al., 2003). På begynnelsen av 1990-tallet

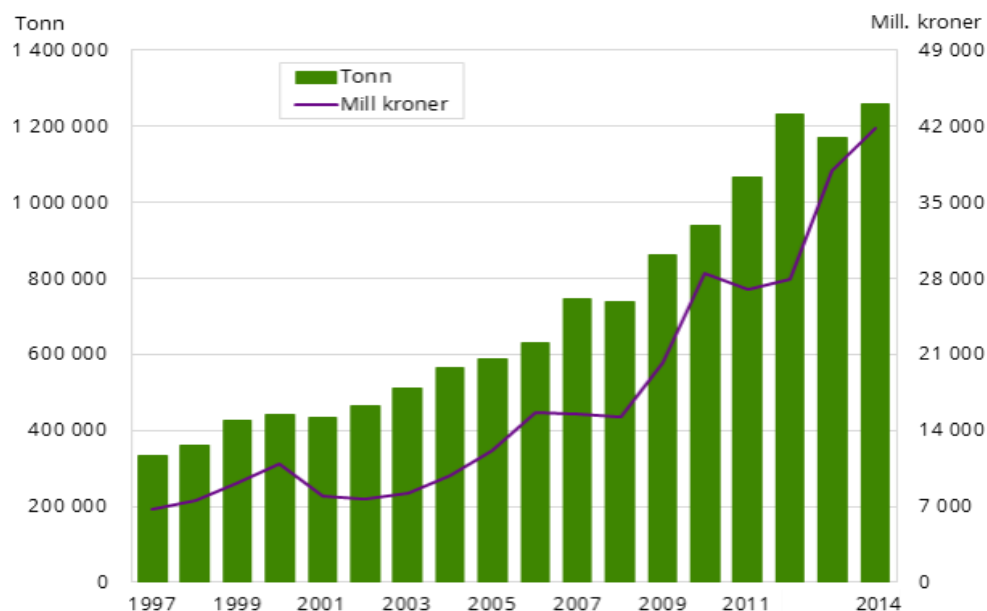
opplevde næringen en stagnasjon, og som en konsekvens av dette ble oppdrettsloven endret i 1991 (Hallenstvedt, 2015). Eierstrukturen ble endret, og det ble nå mulig for én eier å ha flere konsesjoner, noe som førte til en økning i sammenslutninger organisert som aksjeselskaper.

Fra 1970-årene og frem til i dag har kravene for å få konsesjon endret seg mye (Jakobsen et al., 2003). Etter ikrafttredelsen av den endelige oppdrettsloven av 1981 ble det innført såkalte konsesjonsrunder, som vil si at staten deler ut et bestemt antall konsesjoner eller tillatelser mellom fylker og kommuner, og oppdrettsselskapene må konkurrere om disse (Jakobsen et al., 2003). Den hittil største konsesjonsrunden var i 2013, da det ble delt ut grønne konsesjoner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2012). Konsesjonene har fått navnet sitt som følge av at det blir stilt strengere krav til håndtering av miljøproblemer som lus og rømmingssikkerhet for utdeling av disse (Olsen & Sjørgård, 2013).

Norge er i dag blant de ledende i verden innen fiskeoppdrett. Akvakulturloven av 2005 med formål om å «fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten», jamfør § 1, kan ha medvirket til dette.

2.2 Dagens laksemarked

Oppdrettsnæringen har de siste årene vært en bransje med betydelig vekst, som illustrert i figur 2-1. I 2014 ble det omsatt fisk og skalldyr fra norske oppdrettsanlegg med en førstehandsverdi på 44,3 milliarder kroner (Statistisk sentralbyrå, 2015a). Laks stod for 94,4 prosent av den totale mengden fisk og skalldyr som ble produsert. Dette utgjør en omsetning på i overkant av 1,25 millioner tonn laks med en førstehandsverdi på 41,8 milliarder kroner. Med førstehandsverdi menes «den prisen oppdretteren får ved salg av uforedlet fersk eller frosset fisk» (Statistisk sentralbyrå, 2015b). Sammenlignet med 2013 opplevde oppdrettsnæringen i 2014 en økning på 6,8 prosent for mengde og 9,5 prosent for verdi. Veksten i førstehandsverdien for laks var på samme tid 10,3 prosent, noe som må ses i sammenheng med rekordhøye laksepriser i 2014 og sterk internasjonal etterspørsel, til tross for en stengt grense til Russland (Norges sjømatråd, 2015a).



Figur 2-1 Solgt mengde og førstehåndsverdi av norsk laks i perioden 1997-2014 (Statistisk sentralbyrå, 2015a).

Ifølge Norges sjømatråd (2016a) har den positive trenden fortsatt inn i 2015. Fjoråret ser ut til å ha vært nok et rekordår for norsk oppdrettsnæring og lakseeksport. «Rekordåret skyldes hovedsakelig en sterk etterspørselsvekst i nærmarkedene i EU og drahjelp fra en svekket norsk krone sammenlignet med euro og amerikanske dollar», sier analytiker Paul T. Aandahl i Norges sjømatråd (Norges sjømatråd, 2016a). Gjennomsnittlig eksportpris for fersk, hel laks har i 2015 vært på 42,87 kroner per kilo, noe som er 4,5 prosent høyere enn i 2014 (Norges Sjømatråd, 2016a).

Lakseprisen har fortsatt å stige gjennom de første ukene av 2016. I uke 2 var eksportprisen for fersk laks på hele 61,64 kroner per kilo, og det er første gang eksportprisen er høyere enn 60 kroner per kilo (Statistisk sentralbyrå, 2016a). Ifølge analytiker Kolbjørn Giskeødegård i Nordea Markets skyldes dette kortsiktig knapphet, sterk etterspørsel og svak krone (Hvamstad, 2016).

2.3 Makroforhold

Makroforhold er eksterne faktorer som påvirker en virksomhet og dens beslutninger. Dette er ofte faktorer som virksomheten har liten eller ingen kontroll over og som er felles for hele bransjen. Vi har her valgt å dele makroforholdene inn i tre kategorier: økonomiske, politiske og miljømessige forhold, og dette er fokuset i det følgende. Forholdene som presenteres vil dessuten danne grunnlaget for våre makroanalyser i kapittel 4 (side 40).

2.3.1 Økonomiske forhold

De økonomiske forholdene er stadig i forandring. For å få en indikasjon på hvordan økonomien har endret seg de siste årene vil vi i dette avsnittet se nærmere på laksepriser, valutakurser, rentenivå og arbeidsledighet.

Laksepriser

Utviklingen i prisen på norsk laks har endret seg en del de siste årene, som vist i figur 2-2. Fra å ha vært under 20 kroner kiloet i nominell verdi i 2003, har prisen per januar 2016 økt til over 60 kroner kiloet. Lakseprisen er svært volatil og kan endre seg drastisk på kort tid som følge av endringer i tilbud og etterspørsel. Figur 2-2 viser for eksempel et fall i prisen på norsk laks i 2011. Den norske fisken ble da nektet adgang til det kinesiske markedet som følge av utdelingen av Nobels fredspris til Liu Xiabo (E24, 2013). Prisfallet skyldtes en ekstern faktor som den norske oppdrettsnæringen ikke kunne kontrollere, etterspørselen falt betraktelig uten at tilbudet endret seg. Uventede restriksjoner er også forhold som ofte gir store utslag på lakseprisen. Senest i 2014 innførte Russland forbud mot import av en rekke mat- og landbruksvarer fra Vesten, deriblant norsk fisk (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015a).



Figur 2-2 Utvikling i prisen på norsk laks de siste 16 årene (fritt etter Statistisk sentralbyrå, 2016b).

Valutarisiko

Norsk oppdrettsnæring er sterkt eksportrettet og mesteparten av den norske oppdrettslaksen blir eksportert til utlandet, hovedsakelig til land i eurosonen (Norges sjømatråd, 2016a). Eksport og betydelige eierinteresser i utlandet hos de største aktørene fører til at oppdrettselskapene vil ha en stor del av sine inntekter i utenlandsk valuta, og de er følgelig eksponert for valutarisiko. I oppdrettsnæringen er det imidlertid vanlig å sikre seg mot valutasingninger ved bruk av valutaderivater (Fish Pool, 2016). Selskapene anvender derivater som en sikkerhet mot uforutsigbare forhold.

Hoveddelen av de utenlandske inntektene er i euro, siden de største importørene av norsk laks er medlemmer av EU (Norges sjømatråd, 2016a). Det er derfor interessant å se på utviklingen til den norske kronen mot euro, som vist i figur 2-3, da dette har stor betydning for norske eksportører. Høsten 2014 falt oljeprisen kraftig, hvilket førte til en svekket norsk krone (Bjørnstad & Barstad, 2014). Svak krone kan ses på som positivt for norske eksportører, da det fører til at det blir billigere å eksportere varer og tjenester til utlandet. Den 20. januar 2016 var prisen på én euro 9,6 kroner, og som figuren viser er dette er den høyeste prisen for euro siden desember 2008.



Figur 2-3 Utviklingen i den norske kronen mot euro, i perioden 1999-2016 (fritt etter Norges Bank, 2016a).

Rentenivå

I etterkant av fallet i oljeprisen høsten 2014 har rentenivået i Norge blitt stadig lavere (Norges Bank, 2014). I en pressemelding fra 11. desember 2014 begrunner sentralbanksjef Øystein Olsen kuttet i styringsrenten med at utsikten for vekst i norsk økonomi er svekket (Norges Bank, 2014). Det siste rentekuttet i norsk økonomi ble gjennomført i september 2015, men forventningene fremover tilsier at renten vil kunne settes ytterligere ned (Norges Bank, 2015a). Det generelle rentenivået har betydning for oppdrettsselskapene ved at det påvirker selskapenes forhold til gjeld og avkastning. I disse tider med lav rente vil det være god tilgang på fremmedkapital, samtidig som rentekuttene fører til at det vil være lettere for selskapene å tilfredsstille avkastningskravet. Ved å sette ned renten har sentralbanken også et ønske om å holde arbeidsledigheten nede og aktivitetsnivået oppe (Lorentzen, 2015).

Arbeidsledighet

Norge opplever i dag en nedgangsperiode i sin største næring, oljenæringen, hvilket har resultert i flere nedbemanninger. Nedgangen har vært så stor at den også har hatt effekt på andre næringer. Arbeidsledigheten i landet har den senere tid økt betraktelig, men et tiltak for å holde arbeidsledigheten nede har som nevnt vært gjennom å redusere styringsrenten (Lorentzen, 2015).

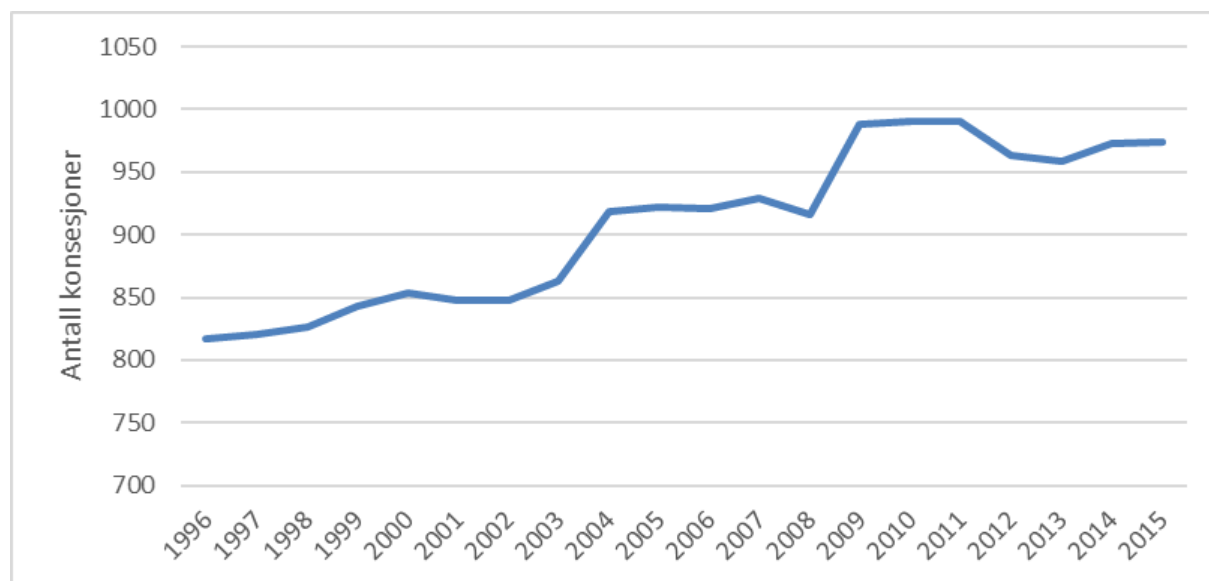
2.3.2 Politiske forhold

Etableringsregulering

Norsk oppdrettsnæring er i dag underlagt strenge betingelser for etablering, herunder krav om konsesjon og lokaliseringstillatelser fastsatt av Nærings- og fiskeridepartementet (Liabø, Nystøyl, Pettersen, Vang & Veggeland, 2007). Dette er politiske rammebetingelser som aktørene i næringen må forholde seg til. Lovgivende myndighet, herunder Nærings- og fiskeridepartementet, Klima- og miljødepartementet og Olje- og energidepartementet, sitter med den øverste myndighet og ansvar for fiskeri- og havbruksforvaltning i Norge. Fiskeridirektoratet er underlagt Nærings- og fiskeridepartementet og er ett av flere organ som har tilsynsmyndighet med næringen. Direktoratet fungerer som myndighetenes rådgivende og utøvende organ (Fiskeridirektoratet, 2014). Gjennom utviklingen av oppdrettsnæringen har statlige reguleringer spilt en viktig rolle. Som følge av den enorme tilstrømmingen til næringen på 1970-tallet så myndighetene seg nødt til å innføre restriksjoner og adgangsreguleringer for å sikre at veksten ikke overgikk rammene for en

bærekraftig utvikling, jamfør formålet i akvakulturloven § 1. Tillatelse til å drive akvakultur gis av Nærings- og fiskeridepartementet i form av konsesjoner. Slike konsesjoner gir selskapene rett til å drive med oppdrett innenfor et visst omfang, både hva gjelder geografisk område og hvilke arter som produseres (Liabø et al., 2007). På denne måten kan myndighetene regulere etableringene i oppdrettsnæringen.

Siden innføringen av oppdretsloven av 1981 har tildeling av konsesjoner funnet sted gjennom konsesjonsrunder (Jakobsen et al., 2003). Formålet med konsesjonsrundene er å dele ut konsesjoner i tråd med akvakulturlovens formål. Prisen for tillatelsene fastsettes for hver konsesjonsrunde, og normal størrelse på matfiskkonsesjoner er i dag på inntil 780 tonn biomasse, jamfør laksetildelingsforskriften §§ 15 og 16 (Laksetildelingsforskriften, 2005). Figur 2-4 gir en oversikt over utviklingen i samlet antall matfiskkonsesjoner for laks og ørret i Norge de siste 20 årene. Figuren viser at det har vært en moderat økning i antall konsesjoner i denne perioden.



Figur 2-4 Totalt antall matfiskkonsesjoner i Norge for laks og ørret fra 1996 til 2015 (fritt etter Fiskeridirektoratet, 2016a).

De siste konsesjonsrundene fant sted i 2009 og 2013. I disse rundene var det særlig fokus på eierspredning og miljømessige nyvinninger, med mål om å kunne opprettholde en bærekraftig og verdiskapende næring. Samtlige tildelte konsesjoner i 2009 gikk til aktører med inntil 19 matfiskkonsesjoner, det vil si mindre aktører, ettersom dette var et av rundens tildelingskrav (Andreassen & Robertsen, 2014). Konsesjonsrunden i 2013 ble derimot den første av sitt slag fordi

det ble delt ut 45 grønne konsesjoner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2012). Konsesjonene var delt i grupper med ulike tildelingskrav, men felles for dem var strenge krav til håndtering av miljøproblemer som lakselus og rømming (Olsen & Sørgård, 2013). Videre krevde 35 av de 45 grønne konsesjonene innløsning av én eksisterende konsesjon for tildeling av to nye grønne konsesjoner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2012).

Handelspolitiske konflikter

Norsk oppdrettsnæring har siden starten av 1990-tallet vært utsatt for flere handelspolitiske konflikter og restriksjoner fra andre land, særlig hovedmarkedene EU og USA (Liabø et al., 2007). Store deler av norsk lakseeksport har blant annet vært gjenstand for straffetoll ved eksport til USA, samtidig som EU i den samme perioden innførte flere straffetiltak for norsk lakseeksport. Dette skyldtes i hovedsak importlandenes antakelser om at norske myndigheter subsidierte oppdrettsnæringen samt prisdumping fra norske eksportører (Schjetne, 2012).

De senere årene har både EU og USA lempet på sine straffetiltak, og lønnsomheten i disse markedene har økt betraktelig (Norges sjømatråd, 2016a). Nye handelspolitiske utfordringer for norsk lakseeksport har imidlertid oppstått. Næringen opplever i dag både begrensninger og stans i eksporten til viktige markeder som Russland og Kina (Norges sjømatråd, 2016b). Eksportutfordringene på det russiske markedet skyldes først og fremst deres forbud mot import av en rekke mat- og landbruksvarer fra Vesten, deriblant norsk fisk. Importforbudet ble innført for alle land som innførte sanksjoner mot Russland som følge av deres involveringer i Ukraina (Laugen, 2014). Det siste året har næringen også opplevd redusert eksporttilførsel til det ukrainske markedet som følge av den ansente situasjonen i Øst-Europa (Norges sjømatråd, 2016a). Eksportutfordringene på det kinesiske markedet kom som sagt i etterkant av den omstridte utdelingen av Nobels fredspris til den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo i 2010 (Skivenes, 2012). Etter fredsprisutdelingen ble det observert en nedgang i eksporten av laks til Kina. Skivenes (2012) opplyser via statistisk sentralbyrå at en eventuell effekt av Nobels fredspris er vanskelig å observere og at flere av problemene for lakseeksporten synes å være løst for øyeblikket. Funn av laksesykdommen ILA hos norske eksportører i fylkene Nordland, Sør-Trøndelag og Troms har likevel satt en stopper for deler av Norges lakseeksport til Kina (Mikalsen, 2015).

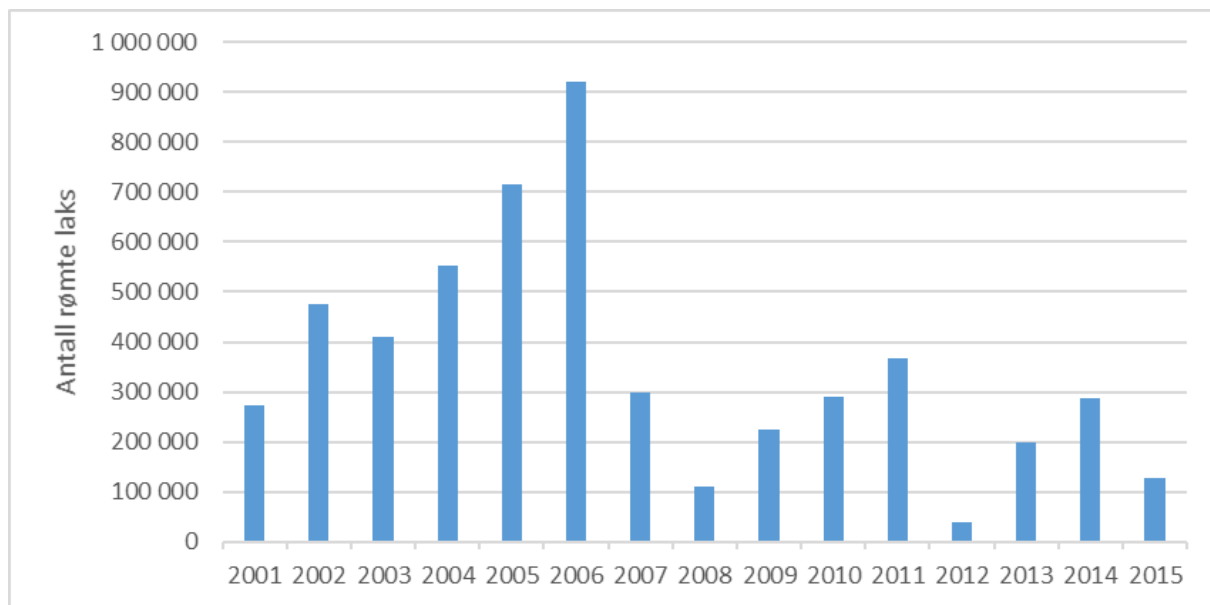
2.3.3 Miljømessige forhold

Fiskeoppdrett er en næring som i stor grad påvirker miljøet og omgivelsene rundt seg. Både myndighetene og oppdrettsselskapene jobber derfor aktivt for å begrense de negative konsekvensene som følger med det å drive oppdrett. De største miljømessige utfordringene som næringen i dag står overfor knyttes til bærekraftig oppdrett, herunder rømming, sykdom, lakselus, utslipp av næringsalter og tilgang på fôrråstoff. Vi vil i det følgende redegjøre nærmere for disse forholdene.

Rømming av oppdrettsfisk

Rømming av oppdrettsfisk er en stor miljømessig utfordring for norske oppdrettsselskaper. Hvert år rapporteres det om store mengder rømt fisk fra norske oppdrettsanlegg. Rømming utgjør først og fremst en fare for ville laksebestander, ettersom rømt oppdrettslaks kan påvirke villaksens arveegenskaper og naturlige produksjonskapasitet negativt (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013b). Videre fører rømming til økt risiko for spredning av sykdommer mellom oppdrettslaksen og villaksen. Utover de miljømessige konsekvensene medfører rømming også store økonomiske tap for oppdrettsselskapene (Liabø et al., 2007).

Stadig arbeides det med å redusere antall rømte fisk, og siden konsekvensene av rømming er så store har Norge oppnevnt en egen kommisjon som jobber med tiltak for å redusere antall rømminger (Laksefakta, 2014b). De viktigste årsakene til rømming er ifølge Laksefakta (2014b) teknisk svikt, skader på not fra fartøy eller propeller, feil bruk av utstyr og ekstremvær. Figur 2-5 viser at antall innrapporterte rømminger nådde toppen i 2006, det ble da rapportert om hele 921 000 rømte oppdrettslaks. I etterkant av dette året ble det iverksatt flere tiltak og krav for å bedre rømmingssikkerheten, og rømmingstallene har som figuren viser blitt kraftig redusert. For 2015 opplyser Fiskeridirektoratet (2016b) at det er rapportert om 160 000 rømte laks. Samtidig med nedgangen i antall rømminger har den samlede produksjonen av oppdrettslaks økt.



Figur 2-5 Antall rømte laks fra norske oppdrettsanlegg i perioden 2001 til 2015 (fritt etter Fiskeridirektoratet, 2016b).

Havbruksnæringen jobber i dag mot en nullvisjon for rømminger, hvor målet er at rømmingstallet skal være så lavt at det ikke påvirker villaksen (Laksefakta, 2014b). For å bidra til at visjonen oppfylles er det derfor satt i verk en rekke tiltak, som økt beredskap, strengere regler, kontroll og krav, bedre rutiner og forsterket forskningsinnsats.

Sykdom

Fiskesykdommer er en stor utfordring for oppdrettsnæringen, særlig med hensyn til fiskens velferd, men også med tanke på oppdrettsselskapenes økonomiske interesser (Liabø et al., 2007). Det finnes mange ulike sykdommer som laksen kan rammes av, både i form av virus, bakterier og parasitter, samt flere ukjente sykdommer (Marin helse, u.å.). Sykdommenes alvorlighetsgrad varierer, men mange av dem kan ha et dødelig utfall. De fleste sykdommene er dessuten veldig smittsomme, både innad i oppdrettsanleggene og blant villevende fisk (Liabø et al., 2007). Sykdomsbildet endrer seg over tid, og næringen jobber aktivt for å tilpasse seg endringene. I Norge ser vi blant annet et stort fokus på sykdomsovervåking, da dette vil kunne legge til rette for videre forskning og utvikling på området (Liabø et al., 2007).

Lakselus

Lakselus regnes for å være en av de største miljøutfordringene som oppdrettsnæringen står overfor, og utgjør en trussel for både oppdrettsfisk og vill laksefisk (Aadland, 2015). Lakselus er en parasitt

som er skadelig for fisken ved at den påfører den sår som kan resultere i infeksjoner og problemer med saltbalansen (Aadland, 2015). Mattryggheten og fiskens kvalitet påvirkes likevel ikke av lusen.

Lakselus finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkule, men ved for høy forekomst blir lusen et problem (Lusedata, u.å.). Luseproblemet har økt i takt med veksten i oppdrettsnæringen, da antall potensielle verter for lakselus har økt. Siden lakselus finnes naturlig i havområdene vil det ikke være mulig å bekjempe lusen fullt og helt, og det er derfor viktig å ha kontroll på nivåene av lakselus. Luseforskriften fastsetter grenser for tillatt nivå av lakselus i oppdrettsanleggene, og Mattilsynet fører tilsyn med anleggene (Lusedata, u.å.). Oppdretterne har selv ansvar for å holde mengden av lakselus under de fastsatte grensene slik at den samlede mengden av lus i sjøen ikke blir for stor (Mattilsynet, 2016). Ved overskridelse av grensene er oppdrettsselskapene pålagt å bekjempe mengden av lakselus med behandlingsmidler for å redusere lusenivået til et akseptabelt lavt nivå (Miljødirektoratet, 2015). En stor utfordring i bransjen er imidlertid at lakselusen over tid utvikler resistens og blir motstandsdyktig mot de vanligste behandlingsmidlene som nyttes i oppdrettsnæringen. Resistens kombinert med manglende alternative virkemidler gir grunn til bekymring, og det jobbes løpende for å finne metoder som effektivt kan bekjempe problemet (Miljødirektoratet, 2015).

Utslipp av næringssalter

Oppdrettsanleggene langs kysten har ført til en markant økning i utslipp av næringssalter. Saltene stammer i hovedsak fra fiskeavføring og rester av fiskefôr (Miljødirektoratet, 2008). Næringssalter har en naturlig plassering i økosystemet vårt, men utslipp av næringssalter blir en miljøutfordring når konsentrasjonen i havet blir for høy (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening, 2011). Resultatet kan da bli overgjødning og problemer med stor algevekst, som igjen kan gi oksygenmangel på havbunnen (Miljødirektoratet, 2014). Siden utslipp av næringssalter kan ha negative konsekvenser, må alle som driver produksjon på en lokalitet ha en utslippstillatelse som er tilpasset lokaliteten (Laksefakta, 2014c). Tillatelsen utgis i etterkant av at den som driver produksjonen har foretatt nødvendige miljøundersøkelser.

Tilgang på fôrråstoff

Knapphet på marint fôrråstoff, som fiskeolje og fiskemel, har også vært en utfordring for norsk fiskeoppdrett (Berge, 2015). Oppdrettsnæringen er i stadig vekst og etterspørselen etter marint fôrråstoff øker. Tilgangen på marine råvarer er ikke stor nok til å møte den økende etterspørselen, hvilket har resultert i stor FoU-aktivitet på området (Laksefakta, 2015a). På samme tid står fokuset på bærekraftig oppdrett sentralt, og produsentene av fiskefôr jobber aktivt for å sikre en bærekraftig produksjonsprosess uten at det skal gå på bekostning av fôrets ytelse, fiskens velferd, og smak og kvalitet på oppdrettsfisken (Nesfossen smolt, u.å.). Man ser for eksempel en stor økning i bruken av vegetabiliske ingredienser, til fordel for fiskeolje og fiskemel (Laksefakta, 2015a). Reduksjon av utkast fra fiskeriene, som fôrspill, og bedre utnyttelse av restråstoff fra ulik bearbeiding er andre tiltak som vil bidra til mer bærekraftig oppdrett (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013b).

2.4 Verdikjeden og norske oppdrettsselskaper

I dette delkapittelet presenteres oppdrettsnæringens verdikjede, hvor vi forklarer de ulike fasene i verdikjeden. Deretter gis det en presentasjon av de største norske konkurrentene til SalMar.

2.4.1 Verdikjeden

Norsk fiskeoppdrett består i dag av flere vertikalt integrerte oppdrettskonsern (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013c). Dette innebærer at de har kontroll med alle ledd i verdikjeden, fra produksjon av rogn til salg og distribusjon av ferdigvare. Figur 2-6 viser verdikjeden, og i det følgende gis en beskrivelse av dens ulike faser.



Figur 2-6 De ulike fasene i oppdrettsnæringens verdikjede (Lerøy, 2015c).

Produksjon av rogn

Produksjon av rogn er verdikjedens og oppdrettsprosessens første fase. Prosessen starter i kar på land, hvor befruktingen av stamfiskens rogn finner sted (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening & Eksportutvalget for fisk, 2011). Rognen befruktes i ferskvann, før den så legges til klekking i ca. 60 dager med en temperatur på 8 °C (Laksefakta, 2015b). Etter klekking får man

det som på fagspråket omtales som yngel. Yngelen har en sekk på magen som den livnærer seg fra, og etter fire til seks uker etter klekking begynner yngelen å ta til seg fôr (Laksefakta, 2015b). Når yngelen begynner å spise kan den flyttes fra klekkekaret til et større kar, men oppbevaring i ferskvann er fortsatt nødvendig.

Smoltproduksjon

Laksyngelen oppbevares i ferskvann i ca. 10-16 måneder, og etter dette er den klar for å plasseres i merder til havs (Laksefakta, 2015b). Yngelen kalles nå for smolt. På dette stadiet i prosessen gjennomgår fisken store forandringer, gjennom smoltifisering, slik at den skal kunne tåle et liv i saltvann.

Matfiskproduksjon

Matfiskproduksjon er neste steg i utviklingsfasen. Laksen oppbevares nå i merder til havs frem til den er klar for slakting. Det tar vanligvis mellom 14-22 måneder før laksen er slakteklar, og på dette tidspunktet har den en vekt på rundt 4-6 kilo (Laksefakta, 2015b). For å sikre en rask vekst gis fisken store mengder fôr. Det stilles strenge kvalitetskrav til ingrediensene i fôret, og Mattilsynet fører tilsyn med produsentene av fiskefôr (Nesfossen smolt, u.å.).

Bearbeiding

Bearbeiding av oppdrettsfisk kan deles inn i to kategorier, slakting og videreforedling. Når laksen når ønsket vekt tas den ut av merden og fraktes med brønnbåt til slakteriet (Laksefakta, 2015b). Slakting er prosessen der fisken blir bedøvet, avlivet, sløyd, rensset, sortert og pakket for videre distribusjon (Laksefakta, 2015b). Slakteprosessen reguleres av akvakulturdriftsforskriften, hvor hensynet til fiskens velferd og kvalitet står i fokus.

Neste steg er videreforedling, som vil si at den sløyde fisken blir bearbeidet og filetert. Ifølge Nærings- og fiskeridepartementet (2013c) har andelen norskprodusert laks som videreforedles i Norge ligget stabilt på mellom 15 og 20 prosent. Størstedelen av den norskproduserte laksen blir altså foredlet i utlandet (Laksefakta, 2014d). Høyt lønns- og kostnadsnivå, samt tollbarrierer kan være årsaker til dette. Tollstrukturen i EU er bygd opp slik at importtollen øker i takt med graden av foredling, og derfor blir størstedelen av norsk laks eksportert til utlandet uforedlet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013b).

Salg og distribusjon

Nærhet til kunder og markeder er viktig for aktørene i oppdrettsnæringen. For å opprettholde nærheten til markedet har de største norske oppdrettselskapene ofte salgskontorer eller nære samarbeidspartnere i flere land (SalMar, 2015g). På den måten kan de bedre nå ut til sin globale kundemasse, som ofte består av både store og små eksportører og importører, foredlingsbedrifter og ulike dagligvarekjeder.

De største og viktigste markedene for norsk oppdrettslaks er hjemmemarkedet og eksportmarkedene EU og Asia (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013b). Størstedelen av norsk laks som eksporteres til utlandet er som nevnt uforedlet, og både salg og distribusjon er dermed organisert deretter (Liabø et al., 2007). Fisk transporteres i dag via vei, jernbane, fly og skip, og distribusjonssystemets effektivitet er helt avgjørende når fisken skal fraktes ut til markedene, både i innland og utland. Riktig emballasje er også en avgjørende faktor, da dette bidrar til å opprettholde fiskens ferskhet og kvalitet, samt å forlenge dens levetid (Laksefakta, 2014d).

2.4.2 Norske oppdrettselskaper

Den norske oppdrettsnæringen består i dag av mange selskaper med ulik størrelse. Bransjen preges likevel av et fåtall store aktører. Dette skyldes i hovedsak en rekke fusjoner og oppkjøp av mindre selskaper.

I forbindelse med vår analyse og verdsettelse av SalMar har vi valgt å avgrense det komparative utvalget til selskaper som i størst mulig grad ligner på SalMar. Kriteriene vi har satt er at selskapet må være notert på Oslo Børs, det må ha sitt hovedkontor i Norge, og det må være omtrent på størrelse med SalMar. Per i dag er det åtte selskaper på Oslo Børs som driver med fiskeoppdrett. Disse selskapene er, rangert etter markedsverdi på børsen, Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood Group, Bakkafrost, Austevoll Seafood, Norway Royal Salmon, Grieg Seafood og The Scottish Salmon Company. Av disse utelukker vi Bakkafrost og The Scottish Salmon Company fordi selskapene ikke har sin virksomhet i Norge. Videre utelukker vi også Austevoll Seafood da de i stor grad driver med pelagisk fisk, i tillegg til at de er majoritetsaksjonær i Lerøy Seafood Group. De resterende fem selskapene, Marine Harvest, Lerøy Seafood Group, Norway Royal Salmon og Grieg Seafood, inkludert SalMar, utgjør dermed vår bransje. Dette vil være sammenligningsgrunnlaget vårt i den videre analysen og verdsettelsen av SalMar.

Marine Harvest ASA

Marine Harvest er i dag Norges største oppdrettsselskap med over 1 600 ansatte (Marine Harvest, 2015b). På verdensbasis er selskapet verdens største produsent av oppdrettslaks både i volum og inntekt (Marine Harvest, 2015a). Denne posisjonen har de oppnådd gjennom organisk vekst, oppkjøp og sammenslåinger med andre sjømatelskaper. Senest i 2013 ble Morpol ASA, verdens ledende videreforedler av laks, kjøpt opp av Marine Harvest som følge av deres ønske om stadig vekst. Marine Harvest er også verdensledende innen produksjon av atlantisk laks, hvilket var deres største inntektskilde i 2014. Historien til Marine Harvest går tilbake til 1965, hvor Mowi, en av forløperne til Marine Harvest, ble etablert (Marine Harvest, 2015a). Konsernet har i dag virksomhet i 24 land, og er notert på børsen i Oslo og New York (Marine Harvest, 2015b). Hovedkontoret ligger i Bergen.

Forretningsområder

Marine Harvest er et helintegreert oppdrettskonsern som dekker hele verdikjeden, fra fôrproduksjon til stamfisk, rogn, matfisk, foredling, distribusjon og salg (Marine Harvest, 2015a). Selskapets mål er å være en ledende leverandør av sjømat. Det er viktig for dem å forsterke denne posisjonen gjennom innovasjon og utvikling av nye produkter. I 2014 brukte Marine Harvest 130,3 millioner kroner på forskning og utvikling for å styrke sin posisjon. Det er også viktig for selskapet å fortsette og integrere oppover og nedover i verdikjeden, og i 2014 gjorde de dette ved å åpne en egen fôrdivisjon (Marine Harvest, 2015a).

Lokalisering

Marine Harvest har tre hovedtyper av produksjonsaktiviteter: fôrproduksjon, fiskeoppdrett og primærbehandling, og videreforedling (Marine Harvest, 2015a). Produksjon av fiskefôr foregår i Norge, fra selskapets fôrfabrikk på Bjugn i Sør-Trøndelag. Oppdrettsaktivitetene og primærbehandlingen er lokalisert i flere land, og finner sted både i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Videreforedling er den tredje typen produksjonsaktivitet og denne delen av prosessen finner sted i Norge, Chile og USA, samt en rekke land i EU og Asia (Marine Harvest, 2015a). Det at selskapet driver oppdrett og videreforedling i flere land er en viktig del av deres strategi, på den måten kan de bedre dra nytte av en økende internasjonal etterspørsel og samtidig styrke sin globale markedsposisjon. Den største andelen av Marine Harvests produksjon foregår

likevel i Norge, hvor selskapet har lokaliteter langs hele norskekysten, fra Flekkefjord i sør til Kvænangen i nord (Marine Harvest, 2015b).

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-1 oppsummerer den finansielle utviklingen til Marine Harvest gjennom de siste seks årene. Av tabellen ser vi at konsernets omsetning, resultat og nøkkeltall svinger mye fra år til år. Slike store variasjoner kan sies å komme av endringer i lakseprisen i denne perioden. 2012 var et år med lave driftsinntekter og følgelig lave resultater. Dette skyldtes blant annet lave markedspriser på laks, men også importforbudet i Kina kan være en forklaringsfaktor. 2014 var også et år med lave resultater for Marine Harvest. Slaktevolumet og omsetningen økte betraktelig dette året, men selskapet ble hardt rammet av biologiske utfordringer som resulterte i økte kostnader. De har likevel hatt en sterk omsetning både i 2014 og 2015, hvilket til dels kan tilskrives åpningen av egen fôrdivisjon som fant sted i 2014, samtidig som høye laksepriser har bidratt positivt (Marine Harvest, 2015a). I 2015 ser vi likevel at selskapet har hatt et noe lavere driftsresultat enn de to foregående årene, og dette kommer blant annet som en konsekvens av høye produksjonskostnader samt tøff konkurranse i det amerikanske markedet (Marine Harvest, 2016).

Tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	15 281 200	16 132 800	15 463 500	19 199 400	25 531 300	27 880 700
EBITDA	3 844 300	3 384 000	1 320 600	3 974 900	5 220 800	4 359 000
Driftsresultat etter verdijustering	4 461 300	1 209 500	968 700	4 661 800	3 633 400	3 092 800
Resultat før skatt	4 252 300	1 382 900	789 200	3 457 400	1 486 700	2 240 200
Årsresultat	3 108 400	1 121 200	412 600	2 522 500	939 500	1 417 600
Egenkapitalandel	53,4 %	47,6 %	50,1 %	48,5 %	39,8 %	45,2 %
Slaktevolum	295 712	342 820	392 306	343 772	418 873	420 148
Ansatte	6 148	6 324	6 289	10 676	11 715	-

Tabell 2-1 Finansiell utvikling i Marine Harvest for perioden 2010-2015 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Lerøy Seafood Group ASA

Historien til Lerøy Seafood Group, heretter kalt Lerøy, strekker seg tilbake til 1800-tallet, da fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen startet med salg av levende fisk på fisketorget i Bergen (Lerøy Seafood Group, 2015a). I 1939 etablerte to av Lerøens ansatte selskapet Hallvard Lerøy AS, som i dag utgjør konsernets største salgsselskap. Siden starten har konsernets hovedfokus vært å utvikle nye sjømatprodukter for både eksisterende og nye markeder. Frem til 1997 var Lerøy et tradisjonelt

familieeid selskap, men gjennom en rettet emisjon mot finansielle investorer ble selskapet dette året omdannet til et allmennaksjeselskap. Selskapet ble videre børsnotert i 2002 (Lerøy Seafood Group, 2015b). Denne utviklingen førte til at konsernet fikk tilgang til nødvendig kapital som gjorde det mulig for dem å bli et helintegreert sjømatkonsern. Lerøy er i dag verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret (Lerøy Seafood Group, 2015a). Deres historiske vekst er et resultat av god drift, oppkjøp, videreutvikling av oppkjøpte selskaper og alliansebygging. Lerøys visjon er «å bli den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat» (Lerøy Seafood Group, 2015a).

Forretningsområder

Lerøy har de siste 15 årene foretatt betydelige strategiske investeringer for å skape den sterke verdikjeden de i dag har. Dette er noe de også vil ha fokus på i årene fremover, å styrke verdikjeden ytterligere. Siden Lerøy er et helintegreert sjømatkonsern dreier deres kjernevirksomhet seg om aktiviteter som produksjon av laks, ørret og andre arter, videreforedling av sjømat, distribusjon, salg og markedsføring, samt produktutvikling (Lerøy Seafood Group, 2015a). Selskapets kjernevirksomhet er delt inn i følgende tre hovedsegmenter: havbruk, bearbeiding (VAP) og salg og distribusjon (Lerøy Seafood Group, 2015a).

Lokalisering

Lerøy beskriver seg selv som et lokalt oppdrettselskap med globalt perspektiv (Lerøy Seafood Group, 2015a). Størstedelen av produksjonsprosessen foregår fra oppdrettsanlegg i Norge. Produksjonsanleggene er lokalisert langs store deler av norskekysten, og er delt inn i regionene Vest, Midt og Nord. Utover dette kommer også deler av Lerøys produksjon av laks fra Skottland, gjennom det tilknyttede selskapet Norskott Havbruk (Lerøy Seafood Group, 2015a). Når det gjelder deres salgs- og distribusjonsaktiviteter er disse i hovedsak globale. Lerøys sjømat blir i dag solgt til mer enn 70 ulike markeder over hele verden. Nærhet til markedene er viktig for konsernet, og gjennom Hallvard Lerøy AS' salgskontorer i en rekke land, ytterligere salgskontorer i Kina, Japan og USA, samt etablerte søsterselskaper i Sverige, Finland, Frankrike, Spania og Portugal, er store deler av konsernets internasjonale markeder dekket (Lerøy Seafood Group, 2015a).

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-2 oppsummerer den finansielle utviklingen til Lerøy de siste seks årene. Lave markedspriser for laks gjorde at 2012 var et år med lave driftsinntekter og varierende resultater. De siste fire årene har omsetningen tatt seg opp, og høye laksepriser kan synes å forklare dette. Dersom vi sammenligner 2014 og 2015 med 2013 ser vi likevel at årsresultatet er vesentlig lavere de to siste årene, hvilket henger sammen med stigende kostnader som følge av høye fôrkostnader, biologiske utfordringer, samt iverksetting av tiltak for å holde seg innenfor myndighetenes pålagte grenser for lakselus (Lerøy Seafood Group, 2016). Av tabellen leser vi også at Lerøy har en høy og stadig økende egenkapitalandel som ligger i det øvre sjiktet for bransjen, og selskapet anses for å være solid.

Tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725
EBITDA	1 805 874	1 484 797	774 866	1 938 474	2 160 138	1 813 868
Driftsresultat etter verdijustering	1 884 787	597 131	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461
Resultat før skatt	1 940 521	534 988	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110
Årsresultat	1 429 569	378 677	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883
Egenkapitalandel	52,8 %	50,6 %	50,7 %	54,3 %	54,4 %	54,8 %
Slaktevolum	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	157 697
Ansatte	1 794	1 865	1 883	2 067	2 306	-

Tabell 2-2 Finansiell utvikling i Lerøy for perioden 2010-2015 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon, heretter kalt NRS, ble grunnlagt i 1992 av 34 lakseoppdrettere (Norway Royal Salmon, 2015b). Siden selskapet ble opprettet har NRS utviklet seg fra å være et salgs- og markedsføringselskap for oppdrettslaks til å bli et av Norges største oppdrettskonsern. Konsernet har vokst betydelig de siste 20 årene, i hovedsak som følge av flere oppkjøp og fusjoner, men også gjennom inngåelse av avtaler med flere samarbeidende produsenter. I 2010 ble NRS omdannet til et allmennaksjeselskap, og noteringen på Oslo Børs fant sted i 2011 (Norway Royal Salmon, 2015b).

Forretningsområder

NRS er i dag et integrert oppdrettsselskap. De er involvert i de fleste delene av verdikjeden, både smoltproduksjon, produksjon av laks og slakting, samt markedsføring og salg (Norway Royal

Salmon, 2015a). Konsernets virksomhet er delt i to hovedområder: fiskeoppdrett og salg. Denne organiseringen er ment å tydeliggjøre deres viktigste forretningsområder. Segmentet fiskeoppdrett innebærer all oppdrettsvirksomhet, mens segmentet salg består av all annen virksomhet, herunder marked, salg, kjedevirksomhet og forretningsutvikling (Norway Royal Salmon, 2015a). Selskapets strategi er å selge fisk fra egen oppdrettsvirksomhet samt fra samarbeidende produsenter. NRS har flere tilknyttede selskaper som de har inngått kjedeavtaler med, og store deler av fisken som i dag selges via NRS er kjøpt fra de tilknyttede selskapene (Norway Royal Salmon, 2015a). Konsernet har fokus på å selge laks og ørret til internasjonale markeder, og gjennom et eget salgs- og markedsføringsapparat når de ut til markeder verden over.

Lokalisering

Hovedkontoret til NRS ligger i Trondheim. Deres oppdrettsvirksomhet er lokalisert langs kysten av Norge og delt inn i to regioner; Region Nord og Region Sør (Norway Royal Salmon, 2015a). Region Nord står for størstedelen av konsernets lakseproduksjon. Salgsvirksomheten drives fra selskapets kontorer i Trondheim og Kristiansand. I tillegg har konsernet eierandeler i flere tilknyttede selskaper, både oppdrettsselskaper, slakterier og settefiskprodusenter (Norway Royal Salmon, 2015a).

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-3 oppsummerer den finansielle utviklingen til NRS de siste seks årene. Selskapet har i løpet av hele perioden hatt en positiv utvikling i sine driftsinntekter. Fra 2012 til 2013 ser vi at omsetningen omtrent har doblet seg, og selv forklarer NRS at dette er et resultat av høye laksepriser og økt volum, både solgt og slaktet (Norway Royal Salmon, 2014). Videre viser tabellen at NRS har hatt høye driftsinntekter i 2015. Stor etterspørsel etter laks og lav tilbudsvekst, samt økt salgsvolum er her viktige forklaringsfaktorer. Likevel har selskapet dette året hatt et svakere resultat enn de to foregående årene, noe som ifølge dem skyldes økte produksjonskostnader, blant annet som følge av biologiske utfordringer (Norway Royal Salmon, 2016).

Tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548
EBITDA	154 196	70 800	50 866	289 729	199 475	255 591
Driftsresultat etter verdijustering	149 129	-25 870	80 308	379 561	242 656	249 065
Resultat før skatt	168 925	-17 166	40 748	396 292	320 707	270 081
Årsresultat	132 127	-1 618	31 618	315 805	268 284	237 582
Egenkapitalandel	36,3 %	36,3 %	36,3 %	42,4 %	39,0 %	41,3 %
Solgt volum	49 584	50 428	57 673	62 141	59 110	69 971
Slaktevolum	10 677	18 781	21 162	25 191	22 356	27 903
Ansatte	73	89	103	114	129	-

Tabell 2-3 Finansiell utvikling i NRS for perioden 2010-2015 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ble etablert i 1992. Siden den gang har de hatt en sterk vekst og konsernet har i dag over 700 ansatte. Grieg Seafood ble notert på Oslo Børs i 2007 (Grieg Seafood, 2015a). Konsernet er et av verdens ledende oppdrettsselskaper, og driver virksomhet innen produksjon og handel med bærekraftig oppdrett av laks (Grieg Seafood, 2015a). Det som ifølge dem gjør at de skiller seg fra sine konkurrenter, er deres fokus på resultatbasert vekst og bærekraftig ressursbruk (Grieg Seafood, 2015b).

Forretningsområder

Grieg Seafood er et integrert sjømatelskap med hovedfokus på oppdrett og videreforedling av laks. Selskapet har aktiviteter i alle delene av verdikjeden til lakseoppdrett, fra produksjon av rogn til slaktning. Salg og distribusjon foregår gjennom det norske salgsselskapet Ocean Quality AS, hvor Grieg Seafood eier 60 prosent (Grieg Seafood, 2015a).

Lokalisering

Hovedkontoret til Grieg Seafood ligger i Bergen. Konsernets oppdrettsvirksomhet er lokalisert i fylkene Rogaland og Finnmark i Norge, i British Columbia i Canada og på Shetland i Storbritannia (Grieg Seafood, 2015a). EU utgjør det største markedet for Grieg Seafood, men det amerikanske og det asiatiske markedet er også viktig for dem.

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-4 oppsummerer den finansielle utviklingen til Grieg Seafood de siste seks årene. Av tabellen ser vi at selskapet har hatt en årlig vekst i driftsinntektene i løpet av perioden. 2011 og

2012 viser imidlertid svake resultater, og i sine årsrapporter forklarer Grieg Seafood at dette skyldtes lave laksepriser samt biologiske utfordringer, særlig ved de to utenlandske regionene på Shetland og i Canada (Grieg Seafood, 2014). Snuoperasjoner og iverksetting av en rekke tiltak, sammen med høye laksepriser, førte til en kraftig forbedring av resultatene i 2013, til tross for redusert slaktevolum dette året. I 2014 ble selskapets resultat oppjustert som følge av at datterselskapet Ocean Quality ble konsolidert, og fra 2015 er Ocean Quality regnskapsmessig behandlet som et datterselskap (Grieg Seafood, 2016). Dette forklarer den kraftige økningen i Grieg Seafoods driftsinntekter de siste to årene. Selv om driftsinntektene øker, viser tabellen lave resultater i 2015, og i sin kvartalsrapport opplyser Grieg Seafood (2016) at situasjonen på Shetland fortsatt er kostnadskrevende.

Tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 455 888	2 046 991	2 050 065	2 404 215	4 161 484	4 638 370
EBITDA	686 944	345 820	-29 818	484 330	483 820	261 311
Driftsresultat etter verdijustering	847 383	-189 567	-93 099	615 743	219 367	80 951
Resultat før skatt	857 766	-195 224	-202 358	544 930	171 956	-9 208
Årsresultat	631 039	-123 159	-147 188	430 985	144 395	9 400
Egenkapitalandel	48,9 %	40,5 %	37,2 %	43,3 %	41,9 %	37,6 %
Slaktevolum	64 214	60 082	70 000	58 061	64 736	65 398
Ansatte	578	589	640	626	657	-

Tabell 2-4 Finansiell utvikling i Grieg Seafood for perioden 2010-2015 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

2.5 Presentasjon av SalMar

SalMar ble grunnlagt i februar 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag, hvor de i dag har sitt hovedkontor (SalMar, 2015b). Det hele startet med at selskapet kjøpte et konkursbo bestående av én konsesjon for oppdrett av laks og et slaktings- og bearbeidingsanlegg. Oppdrettsbransjen var på denne tiden veldig urolig, og det oppstod en krise som følge av overproduksjon av fisk (Hallenstvedt, 2015). Flere selskaper gikk konkurs, og det ble gjennomført omfattende endringer i eierstrukturen. Fiskeoppdretternes Salgslag AL, som styrte omsetningen av laks, ørret og røye, var en av dem som gikk konkurs (Norges Råfisklag, u.å.). Konkursen ble starten på en ny tid for norsk oppdrettsnæring. Hovedvirksomheten til SalMar var opprinnelig bearbeiding av frossen laks, men salgslagets konkurs var med på å legge grunnlaget for et viktig element i SalMars historie, nemlig slakt og videreforedling (SalMar, 2015b). SalMar er i dag et vertikalt integrert oppdrettskonsern med kontroll over alle delene av verdikjeden, fra produksjon av rogn til salg og distribusjon av

ferdigvare, inkludert slakt og videreforedling. Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2007 (SalMar, 2015b).

Siden SalMar ble grunnlagt har de vokst til å bli et internasjonalt konsern med 100 konsesjoner for oppdrett i Norge (SalMar, 2015a). På samme tid har antall sysselsatte gått fra 25 til over 1 000 stykker. I dag er SalMar en av verdens største og mest effektive produsenter av laks. På verdensbasis er konsernet den tredje største oppdretteren av atlantisk laks (SalMar, 2015b). Denne posisjonen har de oppnådd gjennom kjøp av konsesjoner, samt gjennom en rekke oppkjøp av andre aktører i bransjen. Dessuten har de betydelige eierinteresser i Storbritannias nest største lakseprodusent, Scottish Sea Farms Ltd., som også bidrar til å styrke deres posisjon.

SalMars visjon er «Passion for Salmon» (SalMar, 2015a). Denne visjonen ble etablert i 2014, fordi selskapet i større grad ønsker å rette fokus mot de prestasjonene som har gjort SalMar til det selskapet det er i dag. Målsetningen deres er fortsatt å være kostnadsleder, men de velger nå å ha økt fokus på prestasjoner til fordel for resultater. SalMar ønsker også å vise at de er en bærekraftig aktør som tar vare på forhold av både miljømessig, samfunnsmessig og økonomisk karakter (SalMar, 2015a). Konsesjonsrunden i 2013, hvor SalMar fikk tildelt 8 grønne konsesjoner, underbygger deres ståsted som en bærekraftig aktør (SalMar, 2015a). Denne tildelingen har bidratt til at SalMar i dag er en av verdens ledende produsenter av økologisk laks.

2.5.1 Forretningsområder og lokalisering

SalMar er som nevnt et vertikalt integrert oppdrettskonsern med kontroll over alle delene av verdikjeden, fra produksjon av rogn til bearbeiding og salg. SalMars kjernevirksomhet er oppdrett, slakting og foredling av laks. For å øke sitt fokus og sin innsats knyttet til kjernevirksomheten solgte konsernet i 2005 de delene av virksomheten som ikke ble betraktet som kjernevirksomhet (SalMar, 2015b). SalMar deler verdikjeden sin inn i fire virksomhetsområder: smolt, oppdrett, slakting og fordeling, og salg og distribusjon. I det følgende vil vi gå nærmere inn på hvert av disse områdene.

Smolt

SalMar ønsker å være mest mulig selvforsynt med smolt av høy kvalitet. De produserer smolt og yngel fra seks forskjellige anlegg i Møre og Romsdal, Sør-Trøndelag, Nord-Trøndelag og Troms (SalMar, 2015c). Smoltproduksjonen foregår gjennom fem klekkeri- og settefiskanlegg i Midt-Norge, samt at det produseres settefisk fra et av SalMars anlegg i Nord-Norge. Så å si hele smoltproduksjonen går med til å forsyne konsernets egne matfiskanlegg, og de er dermed sikret smolt av ønsket kvalitet.

Oppdrett

Majoriteten av SalMars oppdrettsvirksomhet foregår i Norge, gjennom 100 heleide konsesjoner (SalMar, 2015a). Virksomheten er delt mellom tre segmenter: Midt-Norge, Rauma og Nord-Norge. Segment Midt-Norge, bestående av Trøndelag og Nordmøre, er per i dag det største segmentet med 52 heleide konsesjoner (SalMar, 2015d). Størstedelen av SalMars oppdrettsproduksjon kommer følgelig herfra. Segment Rauma er SalMars minste segment. Rauma drifter 16 konsesjoner, og aktiviteten er fordelt mellom 8 kommuner (SalMar, 2015d). Det meste av produksjonen foregår likevel i Romsdalsregionen, samt i kommuner på Sunnmøre. Det siste segmentet er segment Nord-Norge. Dette er SalMars nest største segment med 32 konsesjoner (SalMar, 2015d). Aktiviteten her er også fordelt mellom 8 kommuner, men størstedelen av produksjonen finner sted rundt Senja.

SalMar har som nevnt også betydelige eierinteresser i Storbritannias nest største produsent av oppdrettslaks, Scottish Sea Farms Ltd. SalMar eier 50 prosent av aksjene i Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100 prosent av aksjene i Scottish Sea Farms (SalMar, 2015d). De resterende 50 prosentene av Norskott Havbruk AS eies av Lerøy. Scottish Sea Farms' virksomhet inkluderer områdene settefisk, oppdrett og slakting av laks.

Slakting og foredling

Slakting og foredling har siden starten vært en sentral del av SalMars strategi. Størstedelen av all slakt og foredling gjøres i dag fra konsernets slakte- og foredlingsanlegg på Frøya i Midt-Norge, InnovaMar (SalMar, 2015e). Anlegget ble ferdigstilt i 2011 og består av et slakteri og en avdeling for videreforedling. InnovaMar har som mål å bli verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for bearbeiding av laks. Anlegget har høy grad av automatiserte prosesser og innovativ teknologi i produksjonen, hvilket gjør at SalMar besitter det nyeste av teknologi i

oppdrettsnæringen (SalMar, 2015f). InnovaMar tar imot store slaktevolum fra både SalMar og andre oppdrettere i Midt-Norge, og SalMar oppnår økonomiske skalafordeler som følge av dette. Salg av slakte- og foredlings tjenester til andre oppdrettere er en del av SalMars strategi for å sikre god utnyttelse av anlegget.

SalMar har også betydelig slakteri- og videreforedlingsaktivitet ved Vikenco AS på Aukra i segmentet Rauma (SalMar, 2015a). Fisk fra de sørlige delene av Midt-Norge og Rauma slaktes her. Vikenco AS er konsolidert i SalMar med en eierandel på 51 prosent. I Nord-Norge har SalMar inngått en industrisamarbeidsavtale hos Lerøy Aurora AS, og fisken i dette segmentet slaktes hos dem (SalMar, 2015a).

Salg og distribusjon

Salg og distribusjon er det siste virksomhetsområdet i verdikjeden. SalMar har et bredt varesortiment bestående av både ferske og frosne lakseprodukter (SalMar, 2015g). Kundemassen er global og består av store og små eksportører og importører, samt foredlingsbedrifter og ulike dagligvarekjeder. Nærhet til kunder og markeder er viktig for konsernet, og laksen selges derfor via eget salgssapparat eller gjennom nære samarbeidspartnere (SalMar, 2015g). Omsetningen til SalMar skjer hovedsakelig gjennom salgsselskapene SalMar Sales AS og Vikenco AS (SalMar, 2015g). Konsernet distribuerer laks til mer enn 40 ulike nasjoner over hele verden. SalMars viktigste marked foruten om hjemmemarkedet er Europa, med Polen, Storbritannia og Litauen som de største enkeltmarkedene. Det nest største markedet er Asia, hvor Japan, Vietnam og Israel er store enkeltmarkeder. Deler av eksporten går også til USA og Canada i Nord-Amerika, og som følge av Russlands importforbud er dette i dag SalMars tredje største marked (SalMar, 2015a).

2.5.2 Aksjonærforhold og kursutvikling

SalMar ble notert på Oslo Børs den 8. mai 2007 (SalMar, 2015a). Per 3. februar 2016 er SalMar det tolvte største selskapet på Oslo Børs med en pålydende markedsverdi på 18,928 milliarder norske kroner (Oslo Børs, 2016b). Av de noterte oppdrettsselskapene er det bare Marine Harvest som har en høyere markedsverdi.

Eierskapet i SalMar er konsentrert, og de tre største aksjonærene eier til sammen 63,79 prosent av aksjene (SalMar, 2015h). De største aksjonærene er Kverva AS, Folketrygdfondet og State Street Bank and Trust Co., med henholdsvis 53,4 prosent, 7,44 prosent og 2,95 prosent av aksjene. SalMar ASA har selv en eierandel på 1,15 prosent. Kverva AS er SalMars hovedaksjonær, og kontrolleres av grunnleggeren av SalMar, Gunnar Witzøe (SalMar, 2015h). SalMar hadde ved utgangen av september 2015 totalt 113 299 999 utestående aksjer fordelt på 4 600 aksjonærer (SalMar, 2015h).

Den 25. januar 2016 kostet en aksje i SalMar 174,50 kroner, og historisk sett har SalMars selskapsaksje aldri vært mer verdt enn dette (Oslo Børs, 2016a). Som vi kan se av figur 2-7 har selskapets aksje hatt jevn økning siden begynnelsen av 2012, men med noen fluktuasjoner underveis. Aksjekursen og dens svingninger er i stor grad preget av eksportprisen for laks, og dette kan vi se ved å sammenligne figur 2-7 med figur 2-2 (side 7), som viser utviklingen i prisen på norsk laks.



Figur 2-7 Årlig utvikling i SalMars aksjekurs fra februar 2011 til februar 2016 (fritt etter Oslo Børs, 2016a).

2.5.3 Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-5 oppsummerer den finansielle utviklingen til SalMar de siste seks årene:

Tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
EBITDA	1 068 420	738 341	510 834	1 485 313	2 157 212	1 725 300
Driftsresultat etter verdijustering	1 153 813	177 630	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 800
Resultat før skatt	1 260 785	160 478	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 700
Årsresultat	958 118	147 372	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 800
Egenkapitalandel	42,5 %	35,1 %	38,9 %	51,0 %	50,7 %	47,8 %
Slaktevolum	78 500	93 000	102 600	115 000	141 000	136 400
Ansatte	568	616	823	999	1 083	-
Konsesjoner	66	71	81	97	100	-

Tabell 2-5 Finansiell utvikling i SalMar for perioden 2010-2015 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

SalMars omsetning har stort sett hatt en positiv utvikling i løpet av denne perioden, hvilket kan forklares av høye laksepriser og høyt slaktevolum. I 2015 ser vi imidlertid en nedgang i resultatet, og ifølge deres kvartalsrapport skyldes dette lavere slaktevolum dette året, samt høye produksjonskostnader på grunn av store biologiske utfordringer (SalMar, 2016a).

2.6 Hvordan skiller SalMar seg fra sine konkurrenter?

I dette kapitlet blir det nærmere beskrevet hvordan SalMar skiller seg fra sine konkurrenter. Fokuset vil være på forskjeller mellom selskapenes ressurser og hvordan SalMar avviker fra bransjegjennomsnittet. Det vil også bli påpekt enkelte likhetstrekk mellom selskapene der det er aktuelt. Relevante konkurrenter er presentert i delkapittel 2.4.2 (side 17), og disse utgjør som nevnt vårt komparative utvalg.

Lokalisering

SalMars verdikjede er utelukkende lokalisert langs norskekysten, med unntak av deres eierinteresser i Storbritannia. Dette betyr at SalMar skiller seg fra Marine Harvest og Grieg Seafood som begge har fordelt sin produksjonsvirksomhet på flere land. SalMar skiller seg også fra Lerøy, fordi Lerøys videreforedlingsarbeid samt salgs- og distribusjonsaktiviteter er fordelt mellom flere land. NRS har i likhet med SalMar, hele sin verdikjede lokalisert i Norge. Det finnes både fordeler og ulemper med å legge produksjonsprosessen til Norge. Gunstige klimatiske forhold og ledig produksjonskapasitet i de rene norske fjordene er de største fordelene (Rusten, Potthoff & Sangholt,

2013, side 86). Dette er fordeler som alle aktørene i den norske oppdrettsnæringen drar nytte av. Store avstander til viktige eksportmarkeder og høyt kostnadsnivå er derimot de største ulempene.

Produkt

Norske oppdrettsselskaper driver i stor grad med produksjon av atlantisk laks og ørret. Den atlantiske laksen er en høyt verdsett eksportvare og representerer det meste av omsetningen til selskapene. Det er lite som skiller selskapene i produktkategorien, siden kjennetegn for bransjen er at kjernevirksomheten er oppdrett, slakting og videreforedling av laks med høy kvalitet. Alle selskapene tilbyr fersk og frossen fisk i et stort utvalg av varianter. Bærekraftig produksjon og innovativ produktutvikling er også et fellestrekk. Det som likevel skiller SalMar positivt fra bransjegjennomsnittet er deres satsing på slakte- og foredlingsanlegget InnovaMar. Anlegget har som nevnt et mål om å bli verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for bearbeiding av laks, og SalMar oppnår som følge av dette fordeler i form av gode produkter av høy kvalitet og med lave kostnader. Sammenlignet med Marine Harvest og Lerøy skiller SalMar seg også noe fra disse når det gjelder utvalg av sjømatprodukter. SalMars utvalg er ikke like stort, og disse selskaperes bruk av flere typer fisk gjør dem mer diversifiserte, slik at de når ut til en større kundegruppe. En ytterligere konsekvens av dette er at SalMar i større grad er sårbar for svingninger i lakseprisen.

Marked

Størstedelen av den norskproduserte oppdrettslaksen eksporteres til utlandet. Europa, Asia og Nord-Amerika er hovedmarkedene til de norske oppdrettsselskapene, og alle aktørene i utvalget er aktive her. SalMar, Lerøy og NRS skiller seg likevel fra Marine Harvest og Grieg Seafood ved at de har mest fokus på det europeiske og det asiatiske markedet, og mindre fokus på det amerikanske. Russland var frem til importforbudet i 2014 det største enkeltmarkedet for norsk oppdrettsfisk, og samtlige aktører var aktive her. I utgangspunktet er alle oppdrettsselskapene eksponert for den samme markedsrisikoen, men det som skiller dem er graden av avhengighet av det enkelte marked.

Verdikjeden

SalMars nivå av kontroll over aktivitetene i sin verdikjede skiller seg ikke nevneverdig fra de andre aktørene i bransjen, heller snarere tvert imot. SalMar, Marine Harvest, Lerøy og NRS er alle vertikalt integrerte oppdrettskonsern som kontrollerer de ulike fasene i verdikjeden, fra produksjon

av rogn til salg og distribusjon av ferdig vare. Grieg Seafood skiller seg derimot fra de andre ved at deres salg og distribusjon foregår gjennom et salgsselskap. Når det gjelder fôrproduksjon er Marine Harvest det eneste oppdrettsselskapet som har en verdikjede som inkluderer dette. Fôrkostnader er en stor utgiftspost for oppdrettsselskapene, og alle aktørene bortsett fra Marine Harvest er avhengig av å kjøpe fôr fra fôrprodusenter. Ved å ha en egen fôrdivisjon har Marine Harvest skaffet seg en ressurstilgang som det er rimelig å anta at gir dem reduserte kostnader, og dette representerer således en fordel.

Finansielle nøkkeltall

SalMars finansielle stilling skiller seg i liten grad fra konkurrentene. Alle har levert solide resultat i perioden 2011-2015, med unntak av Grieg Seafood og NRS i enkelte år. Dessuten ser alle selskapene ut til å ha en relativ høy egenkapitalandel. Lerøy hadde den høyeste egenkapitalandelen i 2015 med 54,8 prosent, mens SalMar er nummer to med 47,8 prosent samme år. Solid finansiering er viktig da det vil være avgjørende for fortsatt vekst, samtidig som det gir selskapene en buffer som kan tæres på i vanskelige tider.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

Vi skal i dette kapitlet gjøre rede for oppgavens teoretiske grunnlag. Kapitlet innledes med en innføring i tre hovedteknikker for verdivurdering: fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering. Deretter skal vi vurdere og argumentere for valg av hovedteknikk for SalMar. Til slutt presenteres rammeverket for den valgte teknikken, og dette vil legge grunnlaget for den videre verdsettelsesprosessen.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Verdsettelse av virksomheter er aktuelt ved flere anledninger. Kjøp og salg av selskaper, fusjoner, fisjoner, generasjonsskifter, kapitaløkning, nedskrivninger, transaksjoner med nærstående parter og forskjellige tvister er alle eksempler på forhold som gjør at det kan være nødvendig å foreta en verdivurdering (Osvik, 2013). Ved større beslutninger og eventuelle forhandlinger med eksterne parter er det ofte en nødvendighet å kunne vise til en verdivurdering (Skaar & Lindberg, u.å.). Samtidig kan verdivurderingen også gjøre selskapet klar over hva som styrker og svekker dets verdiskapning. Hovedformålet med å gjennomføre en verdivurdering av et selskap er å estimere verdien på selskapets egenkapital. Verdiestimatet settes så opp mot aksjekursen, og man vurderer hvorvidt markedsverdien til selskapets aksjer synes å være over- eller underpriset. På bakgrunn av dette kan det utarbeides en handlingsstrategi med anbefaling om hold, kjøp eller salg av aksjen.

Det finnes flere ulike teknikker for verdivurdering, og ifølge Damodaran (2012, side 11) kan disse deles inn i tre hovedkategorier: fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering. Hvilken teknikk som egner seg best for verdsettelse av et gitt selskap avhenger blant annet av selskapets bransje, dets fase i livssyklusen og selskapets utsikter til fortsatt drift eller avvikling (Kaldestad & Møller, 2011, side 34). Videre vil valget også avhenge av tilgangen til nødvendig informasjon, tid til disposisjon, samt krav til verdiestimatets pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2011, side 33). Det er viktig å merke seg at de ulike verdsettelsesteknikkene vanligvis ikke er alternative, de har alle sine styrker og svakheter og nettopp derfor bør de anses som supplement. Følgelig bør innsikt fra alle de tre hovedteknikkene brukes for å komme frem til et endelig verdiestimat. I praksis er imidlertid tid ofte en knapp faktor, hvilket tilsier at man ofte må gjøre et valg mellom teknikkene. Å utføre en forenklet analyse ved bruk av en alternativ verdsettelsesteknikk for å vurdere ens verdiestimat vil likevel være av stor nytte.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering er en verdsettelsesteknikk som baserer seg på analyse av underliggende forhold gjennom en strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelser av fremtidsregnskap og -krav (Kaldestad & Møller, 2011, side 29). Teknikken bygger på offentlig informasjon, hovedsakelig års- og kvartalsårsrapporter. På bakgrunn av den tilgjengelige selskapsinformasjonen gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse, bestående av en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Innsikt opparbeidet ved den strategiske regnskapsanalysen blir så brukt til utarbeidelser av fremtidsregnskap og -krav. Denne informasjonen danner grunnlag for den fundamentale verdivurderingen. Fundamental verdivurdering brukes ved å neddiskontere de forventede fremtidige kontantstrømmene til et selskap eller en eiendel med tilhørende avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011, side 29). Avkastningskravet tar hensyn til både tidsverdien av penger og risiko i forbindelse med diskontering av kontantstrømmene. Det er viktig å forstå den fundamentale verdivurderingsmetoden, ettersom denne tilnærmingen også er sentral ved bruk av de andre metodene (Damodaran, 2012, side 11).

En forutsetning for å kunne ta i bruk fundamental verdivurdering er tilgang til historisk regnskapsinformasjon for den perioden som danner grunnlag for fremtidsregnskapet. I tillegg er det nødvendig med sammenlignbare selskaper som kan danne et bransjegjennomsnitt. Følgelig egner denne teknikken seg best for selskaper i en moden fase av livssyklusen. En ulempe med fundamental verdivurdering er at den normalt er mer tidkrevende enn de andre teknikkene, samt at resultatet ofte er mer sensitivt overfor viktige data, som for eksempel marginer, inntektsvekst og avkastningskrav (Dahl & Boye, 1997, side 37). Dessuten har man ikke alltid tilgang til nødvendige data for budsjettering av fremtidige kontantstrømmer. Gitt at de nåværende kontantstrømmene er positive og estimatene for fremtidige perioder virker pålitelige, vil fundamental verdivurdering være en enkel teknikk å anvende både på selskaper og eiendeler (Damodaran, 2012, side 11).

Det vil alltid være usikkerhet knyttet til det endelige verdiestimatet. Det anbefales derfor å foreta en analyse av usikkerheten, siden man i løpet av verdivurderingsprosessen gjerne har foretatt en rekke forenklinger og valg basert på usikre forutsetninger. Dessuten knytter fundamental verdivurdering seg generelt til prognostisering av en usikker fremtid. Bruk av sensitivitetsanalyser

og simulering vil derfor kunne gi nyttig innsikt. Ved å endre på viktige nøkkelvariabler vil man her kunne se hvordan verdiestimatet blir påvirket.

Fundamental verdivurdering kan gjennomføres på ulike måter, og det er vanlig å skille mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Damodaran, 2012, side 12). Metodene er svært ulike i praksis, men ved konsistent bruk vil de begge gi samme verdiestimat, gitt at alle krav regnes ut ved hjelp av virkelige verdivekter (Damodaran, 2012, side 14).

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en «direkte» verdivurdering av den fremtidige kontantstrømmen til selskapets egenkapital. Metoden går ut på at man neddiskonterer kontantstrømmen til egenkapitalen med bruk av et egenkapitalkrav (Damodaran, 2012, side 13). Innenfor egenkapitalmetoden finnes det fire ulike modeller: utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene har ulik fremgangsmåte, men ved korrekt bruk vil de alle gi sammenfallende verdiestimat.

Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en mer «indirekte» verdivurdering av selskapets egenkapital. Verdien av egenkapitalen finner man her ved å først finne verdien av selskapet («enterprise value», EV), for så å trekke fra verdien av selskapets netto rentebærende gjeld (Damodaran, 2012, side 13-14). Man sitter da igjen med egenkapitalverdien. Verdien av selskapet kan ses på som tre ulike mål: total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Ifølge Knivsfå (2016c) blir total kapital i dag sett på som et «gammeldags» mål, da det i liten grad skiller mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Følgelig er sysselsatt kapital eller netto driftskapital å foretrekke.

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering er en verdsettelsesteknikk som estimerer verdien basert på hva tilsvarende virksomheter eller eiendeler blir omsatt for i markedet (Kaldestad & Møller, 2011, side 31). For å kunne bruke denne markedsbaserte tilnærmingen må det samles inn priser for sammenlignbare virksomheter og eiendeler. Teknikken anses gjerne som enkel og lite ressurskrevende, og nettopp derfor er det en mye brukt metode i praksis. Det som imidlertid kan

problematisere bruken av komparativ verdivurdering er at det i praksis ofte er vanskelig å finne gode sammenligninger, og man vil da måtte foreta nødvendige justeringer.

Innen komparativ verdivurdering skiller man vanligvis mellom to modeller: multiplikatormodellen og substansverdimodellen (Damodaran, 2012, side 19).

Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen innebærer at man sammenligner verdien av egenkapitalen eller selskapskapitalen til verdsettelsesobjektet relativt til børs- eller selskapsverdien til tilsvarende selskaper i samme bransje (Kaldestad & Møller, 2011, side 31). En multiplikator utgjør således forholdet mellom selskapets børs- eller selskapsverdi og nøkkeltall hentet fra dets finansregnskap (Penman, 2013, side 76). Multiplikatormodellen gir oss et estimat på selskapets egenkapitalverdi. For å få et mest mulig pålitelig estimat vil det ofte være nødvendig å justere for forskjeller i fundamentale forhold mellom de komparative selskapene. Eksempler på mye brukte multiplikatorer er pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBIT (Penman, 2013, side 76). Multiplikatormodellen anses som et godt supplement til fundamental verdivurdering.

Substansverdimodellen

Substansverdimodellen tar utgangspunkt i et selskaps eiendeler og gjeld fremfor dets egenkapital. Substansverdivurdering går ut på at man estimerer selskapets egenkapitalverdi ved å legge sammen markedsverdien av selskapets eiendeler og trekke fra markedsverdien av selskapets gjeld (Penman, 2013, side 82). Modellen forutsetter følgelig at det er mulig å innhente nødvendig informasjon gjennom observerbare markedsverdier på selskapets eiendeler, eller at man enkelt kan estimere verdier ved å sammenligne med salgsverdien til lignende eiendeler i markedet (Kaldestad & Møller, 2011, side 32). I realiteten har dette vist seg å være vanskelig. Modellen er derfor i liten grad egnet for bransjer med store innslag av immaterielle eiendeler, da det er vanskelig å estimere noen markedsverdi for disse. Substansverdimodellen er imidlertid godt egnet for selskaper i oppstartsfasen, samt i tilfeller der det er knyttet usikkerhet til fortsatt drift eller avvikling for selskapet (Knivsflå, 2016d).

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden til en forhåndsbestemt pris (Damodaran, 2012, side 87). Opsjonsbasert verdivurdering er en utvidelse av den tradisjonelle fundamentalanalysen med mål om å eksplisitt bygge inn fleksibilitet i verdivurderingen som en separat komponent (Kaldestad & Møller, 2011, side 32). Verdien av et selskaps fremtidige strategiske valgmuligheter, herunder muligheten til å utvide, utsette og stanse prosjekter, reflekteres gjennom opsjonsbasert verdivurdering. Fleksibilitet av denne typen har en verdi som ikke enkelt lar seg reflektere i fundamentalverdien. Følgelig tenderer tradisjonell fundamentalanalyse å undervurdere verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2011, side 32). Opsjonsbasert verdivurdering blir derfor ofte brukt som et supplement til fundamental verdivurdering.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Etter å ha presentert de tre hovedteknikkene for verdivurdering skal vi i det følgende begrunne vårt valg av verdsettelsesteknikk. Alle teknikkene har sine styrker og svakheter, og forhold som bransje, fase i livssyklusen og utsikter til fortsatt drift eller avvikling vil derfor være avgjørende for vårt valg. Videre vil valget også avhenge av informasjonstilgang, tid til disposisjon, samt krav til verdiestimatets pålitelighet.

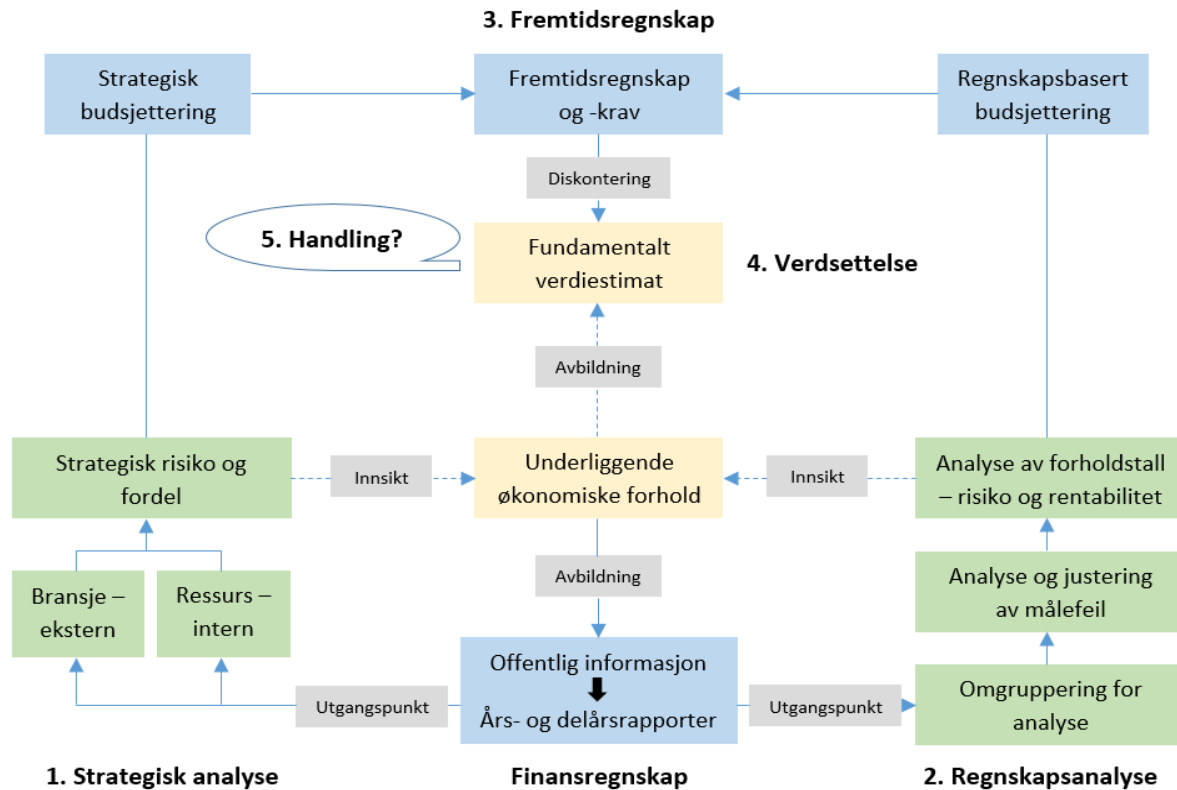
Historisk sett har den norske oppdrettsnæringen gått fra å være en bransje med mange små selskaper, til å bli en næring som i dag preges av et fåtall store aktører. Selskapene stiller så å si de samme forutsetningene og kampen om det begrensede antallet tilgjengelige konsesjoner er følgelig hard. Forhold som synes å påvirke dagens oppdrettsnæring er økende fokus rettet mot produktutvikling, bearbeidingsgrad og vekstmarkeder. Næringen har i senere tid vært preget av en rekke biologiske utfordringer, herunder lakselus, sykdomsutbrudd og rømming, hvilket har ført til strengere krav til driften med hensyn til bærekraft og miljø. Forholdene i næringen og dens historikk tilsier at den er i en moden fase av livssyklusen. På bakgrunn av dette anses derfor fundamental verdivurdering å være en foretrukket verdsettelsesteknikk. Alternativt kan det tenkes å ta i bruk opsjonsbasert verdivurdering, men siden oppdrettsnæringen er å anse som en relativt stabil næring vil eksplisitt fleksibilitet kun representere en begrenset merverdi.

SalMar er en etablert aktør i næringen, og i likhet med det komparative utvalget finnes det offentlig tilgjengelige års- og kvartalsrapporter for flere år tilbake i tid. Alle selskapene er notert på Oslo Børs, hvilket innebærer at de siden 2005 har vært pålagt å rapportere etter samme internasjonale regnskapsstandard, IFRS (Berner & Lund, 2003). Samtlige selskaper driver sin hovedvirksomhet fra Norge og deres rapporteringsvaluta er norske kroner. Dette gjør det mulig for oss å ta i bruk fundamental verdivurdering som hovedteknikk, siden vi har tilgang til sammenlignbar regnskapsinformasjon. SalMar har en sterk finansiell stilling, og sammen med oppdrettsnæringens framtidssikter er det ikke noe som tyder på at selskapet har en manglende evne til fortsatt drift de nærmeste årene. Videre har SalMar store verdier bundet i immaterielle eiendeler, som konsesjoner, goodwill og investeringer i forskning og utvikling, hvor markedsverdien er vanskelig å estimere. Dette gjør det lite hensiktsmessig å ta i bruk substansverdimodellen innenfor den komparative verdsettelsesteknikken, da verdiestimatet vil bli svært usikkert.

I vår verdivurdering av SalMar velger vi å ta i bruk fundamental verdivurdering som hovedteknikk. Det er denne teknikken som best gjenspeiler selskapets underliggende verdier og framtidssikter, samtidig som den er svært grundig i alle steg. Dessuten anses fundamental verdivurdering å være best egnet for selskaper i en moden fase av livssyklusen. Tilgangen på nødvendig og sammenlignbar regnskapsinformasjon muliggjør bruken av fundamental verdivurdering. Vi er imidlertid klar over at verdiestimatet kan være unøyaktig, og for å opparbeide oss bedre presisjon i verdiestimatet velger vi å supplere den fundamentale verdivurderingen med den komparative ved bruk av multiplikatormodellen. Vi kommer tilbake til den komparative verdivurderingen i kapittel 12 (side 200). Nedenfor presenteres rammeverket for fundamental verdivurdering.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Rammeverket for fundamental verdivurdering tar som nevnt utgangspunkt i offentlig informasjon, hovedsakelig års- og kvartalsårsrapporter. Denne informasjonen skal gi innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold. Figur 3-1 illustrerer de fem stegene i fundamental verdivurdering: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdivurdering og handlingsstrategi.



Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verddivurdering (fritt etter Knivsflå, 2016a).

Steg 1: Strategisk analyse

Strategisk analyse er en kvalitativ analyse av et selskaps underliggende økonomiske forhold (Palepu, Healy & Bernard, 2004, side 1-7). Ved å ta utgangspunkt i offentlig informasjon er målet at man gjennom en strategisk analyse skal få innsikt i selskapets lønnsomhet ved å avdekke sentrale lønnsomhetsdrivere innad i selskapet og i dets omgivelser. Strategisk analyse består av en intern ressursorientert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse. Den strategiske analysen gir brukerne innsikt som er nyttig i forbindelse med vurdering av kvaliteten på den kvantitative regnskapsanalysen i steg 2.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av et selskaps underliggende økonomiske forhold (Palepu et al., 2004, side 1-8). I regnskapsanalysen blir regnskapstallene fra selskapets respektive års- og kvartalsrapporter omgruppert slik at de egner seg for bruk i en investororientert analyse. Videre må tallene justeres for eventuelle målefeil for å kunne gi en bedre prediksjonsverdi. Regnskapsanalysen skal supplere den strategiske analysen i steg 1 ved at man setter tall på risiko

og rentabilitet, slik at strategisk fordel og risiko kvantifiseres (Knivsflå, 2016g). Analysen av de omgrupperte og justerte regnskapstallene skal som nevnt gi oss innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskap og -krav utarbeides på bakgrunn av innsikt om underliggende risiko og superrentabilitet fra den strategiske regnskapsanalysen i steg 1 og 2 (Knivsflå, 2016h). I utarbeidelsen av fremtidsregnskap blir utviklingen til en rekke sentrale budsjett drivere prognostisert og fremskrevet. Dette danner grunnlag for selskapets forventede fremtidsregnskap. Basert på økonomisk teori estimerer man så tilhørende avkastningskrav, også kalt fremtidskrav.

Steg 4: Verdivurdering

På bakgrunn av utarbeidede fremtidsregnskap og -krav, som beskrevet i steg 3, gjennomføres så selve verdivurderingen. Verdien av egenkapitalen estimeres her ved bruk av fundamental verdivurdering, herunder egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Metodene er som nevnt svært ulike i praksis, men ved konsistent bruk vil de begge gi samme verdiestimat, gitt at alle krav regnes ut ved hjelp av virkelige verdivekter (Damodaran, 2012, side 14). I begge tilfeller estimeres verdien av selskapets egenkapital ved at man først diskonterer relevante fremtidsverdier med et risikojustert krav (Knivsflå, 2016b). Verdiestimatet man kommer frem til omtales ofte som «første verdiestimat», og det er viktig å merke seg at dette ikke er det endelige estimatet. Verdiestimatet må anvendes i en konvergeringsprosedyre for at man skal finne det endelige fundamentale verdiestimatet. Avslutningsvis foretas en justering for konkurrisiko, samt en analyse av usikkerhet. Supplerende verdsettelsesteknikker bør også tas i bruk for å få en bedre presisjon i verdiestimatet.

Steg 5: Handlingsstrategi

Endelig verdiestimat settes til slutt opp mot børskursen på verdsettelsestidspunktet, og man vurderer hvorvidt markedsverdien til selskapets aksjer synes å være over- eller underpriset. På bakgrunn av dette utarbeides en handlingsstrategi med anbefaling om hold, kjøp eller salg av aksjen. Eventuelt kan verdiestimatet også brukes internt i selskapet som et styringsgrunnlag for driften.

4 Strategisk analyse

Vi skal i dette kapitlet gjennomføre en strategisk analyse for å få innsikt i oppdrettsnæringen og SalMars underliggende strategiske forhold. Ved hjelp av relevante analyseverktøy skal vi her forsøke å kartlegge SalMars konkurranseposisjon og utvikling. Slik innsikt om SalMars strategiske posisjon vil være relevant for vårt senere arbeid, både i regnskapsanalysen og ved utarbeidelse av fremtidsregnskap. Den strategiske analysen består av to deler, en ekstern bransjeorientert analyse hvor vi tar for oss omgivelsene som SalMar må forholde seg til, og en intern ressursorientert analyse hvor vi analyserer SalMars interne ressurser. Den strategiske analysen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon.

Kapitlet er bygd opp slik at vi innledningsvis presenterer rammeverket for strategisk analyse. Deretter tar vi for oss oppdrettsnæringen og gjennomfører en ekstern bransjeorientert analyse, før vi så gjennomfører en intern ressursorientert analyse av SalMar. Vi avslutter kapitlet med å oppsummere våre funn. Diskusjonene i dette kapitlet baserer seg på faktagrunnlaget som ble presentert i kapittel 2 (side 4).

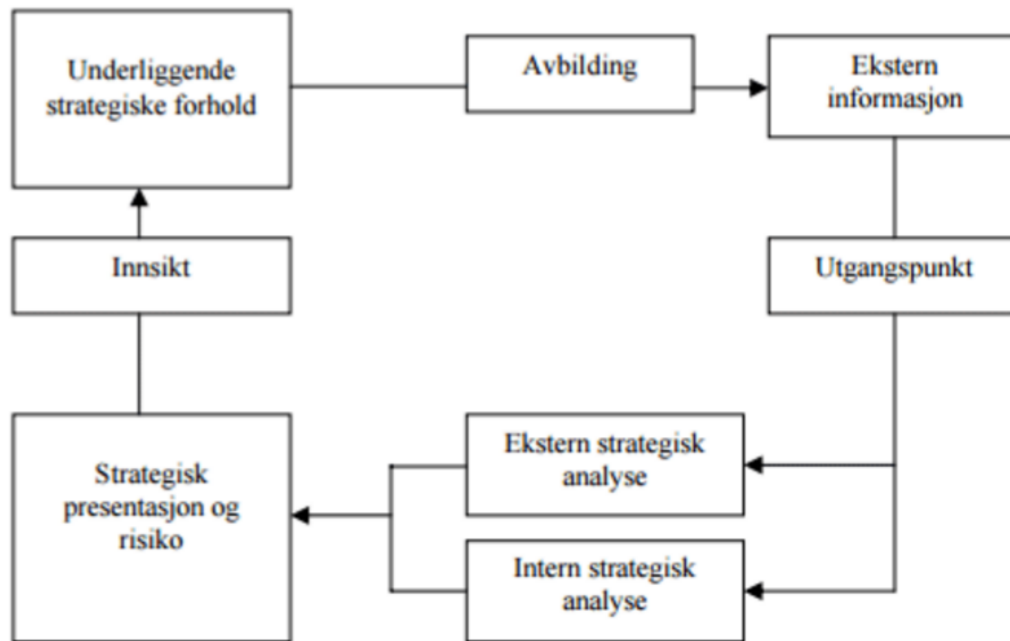
4.1 Rammeverk for strategisk analyse

«Strategisk analyse er en kontinuerlig prosess som skal gi bedrifter et grunnlag for bedre å kunne forholde seg til aktuelle strategiske utfordringer, og hele tiden forsøke å være i balanse med omgivelsene» (Roos, von Krogh & Roos, 2013, side 55).

Det finnes en rekke rammeverk som kan brukes i en strategisk analyse, både innenfor eksternorientert og internorientert analyse. I den eksterne bransjeorienterte analysen gjennomføres først en samfunns- og trendanalyse ved bruk av analyseverktøyet PESTEL. Her kartlegges bransjens makroforhold og fokuset er på ytre påvirkninger. Deretter gjennomføres en bransjeanalyse hvor analyseverktøyet Porters fem krefter tas i bruk. Faktorer som synes å påvirke konkurransesituasjonen innad i bransjen blir her kartlagt, og analyseverktøyet brukes for at selskapet skal kunne forstå bransjens dynamikk. Den eksterne analysen legger grunnlag for å vurdere hvorvidt selskapet har bransjefordeler. I den interne ressursorienterte analysen blir selskapets interne ressurser kartlagt og analysert. Målet er å avdekke eventuelle konkurransefortrinn, altså å identifisere forhold som kan gi opphav til ressursfordeler. Dette gjøres

ved bruk av analyseverktøyet VRIO. Samlet vil de tre analyseverktøyene som er presentert ovenfor gi oss en forståelse av selskapets strategiske posisjon. På bakgrunn av dette vil vi kunne komme med et anslag på selskapets strategiske fordel.

Det overordnede rammeverket for strategisk analyse kan oppsummeres i følgende figur:



Figur 4-1 Rammeverk for strategisk analyse (Aksjemarkedet.com, u.å.).

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Gjennom eksternanalysen skal man danne seg et bilde av de forholdene som omgir selskapet, både hva gjelder muligheter og trusler (Roos et al., 2013, side 57). Analyseverktøyene PESTEL og Porters fem krefter blir tatt i bruk for å kartlegge om det finnes forhold i omgivelsene som gir eller kan gi opphav til bransjefordeler. Det relevante bakgrunns materialet for denne delen ble presentert i kapittel 2, hovedsakelig i delkapittel 2.3 Makroforhold (side 6) og delkapittel 2.4 Oppdrettsnæringen i Norge (side 15). I dette delkapittelet blir bransjens makroforhold analysert, etterfulgt av en analyse av konkurransesituasjonen innad i bransjen, før vi tilslutt oppsummerer den eksterne bransjeorienterte analysen.

4.2.1 PESTEL-analyse

Formålet med PESTEL-analysen er å identifisere sentrale forhold i selskapets makroomgivelser (Roos et al., 2013, side 57). Ved å analysere de ytre påvirkningene vil vi være i bedre stand til å kunne avdekke sentral informasjon om SalMars strategiske posisjon. I det følgende gjøres en analyse av de politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) forholdene ved oppdrettsnæringen.

Politiske forhold

Med politiske forhold mener vi beslutninger og hendelser av politisk karakter som påvirker norsk oppdrettsnæring. Vi vil her gå nærmere inn på betydningen av konsesjonssystemet og handelspolitikken, som presentert i delkapittel 2.3.2 (side 9).

Konsesjonssystemet

Gjennom utviklingen av oppdrettsnæringen har statlige reguleringer spilt en viktig rolle. Myndighetene har siden starten hatt et sterkt fokus på at veksten skal være innenfor rammene av en bærekraftig utvikling. Som beskrevet i delkapittel 2.3.2 medførte dette at myndighetene så seg nødt til å innføre restriksjoner og adgangsreguleringer gjennom et konsesjonssystem. Systemet gjør myndighetene i stand til å regulere etableringene i næringen. Selv om systemet demper veksten i oppdrettsnæringen som helhet, stopper det ikke enkeltsekskapenes muligheter til å ekspandere. Oppkjøp av konsesjoner tilsier at selskaper likevel kan vokse raskt. En gjennomgang av de respektive årsrapportene viser også at oppdrettsselskapene i økende omfang søker mot utenlandsk oppdrettsaktivitet, hvilket bidrar til en ytterligere vekst for oppdrettsselskapene.

Dagens konsesjonssystem legger opp til at tildeling av konsesjoner gjøres gjennom konsesjonsrunder, hvor et bestemt antall konsesjoner deles ut. Det er interessant å vurdere hvorvidt dagens system vil bestå i fremtiden, da systemet blant annet hindrer nyetableringer i bransjen. Som følge av hindringene går mange lokalsamfunn langs kysten glipp av store næringsmuligheter. Dette taler for at konsesjonssystemet bør vurderes på nytt. Det faktum at Norge har en oljedominert økonomi taler også for at det bør gjøres en ny vurdering av systemet. Fremover vil Norge måtte gjøre strukturelle endringer for å tilpasse seg en fremtid uten avhengighet til oljen, og i den forbindelse vil oppdrettsnæringen trolig få større betydning. Følgelig kan det tenkes at myndighetene gradvis vil kunne lempe på dagens konsesjonssystem. Som nevnt i delkapittel 2.3.2

fører myndighetene en streng oppdrettspolitik, og utviklingen i det samlede antallet matfiskkonsesjoner for laks og ørret i Norge har de siste 20 årene vært moderat, som vist i figur 2-4 (side 10). Hensynet til miljøet og fokuset på en bærekraftig utvikling er prinsipper som fortsatt står sterkt, og konsesjonssystemet ser derfor ikke ut til å bli vesentlig forandret med det første. Det kan imidlertid tenkes at det vil kunne skje endringer i måten konsesjoner tildeles oppdrettsselskapene. Bytteordningen som fant sted i forbindelse med tildelingen av grønne konsesjoner i 2013 er et eksempel på dette. Her krevde 35 av de 45 grønne konsesjonene innløsning av én eksisterende konsesjon for tildeling av to nye grønne konsesjoner, samtidig som det ble stilt strenge krav til håndtering av miljøproblemer (Nærings- og fiskeridepartementet, 2012).

Norges forskningsaktivitet innen fiskeoppdrett er stor, særlig på grunn av næringens viktige posisjon i næringslivet som en av Norges største eksportnæringer. Den sterke etterspørselen etter norsk oppdrettlaks fører til at regjeringen ønsker ytterligere vekst i næringen. Innenfor de fastsatte rammene er imidlertid produksjonskapasiteten så å si fullt utnyttet, og vekst forutsetter enten økt kapasitet på de eksisterende konsesjonene eller tildeling av nye konsesjoner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015b). Samtidig er det helt nødvendig at de miljøutfordringene som næringen står overfor blir løst. I 2014 startet derfor regjeringen arbeidet med stortingsmeldingen *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett* (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014). I forbindelse med denne uttalte regjeringen følgende i en pressemelding: «Hovedmålet med meldingen er å drøfte hvordan Norge kan øke verdiskapingen ved å fremme en ny og forutsigbar politikk for kapasitetsvekst til erstatning for de tildelingsrundene med skjønsmessige kriterier som har vært praktisert med ujevne mellomrom» (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014). Regjeringens forslag til vekst bygger på et trafikklys-system, det vil si et system med en handlingsregel basert på miljøindikatorer og produksjonsområder (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015c). Systemet skal sørge for at det bare blir vekst i de områdene hvor naturen kan tåle det. Tidligere fiskeriminister Elisabeth Aspaker forklarer det slik: «Der det lyser grønt, vil det være mulig å vokse. Gult lys betyr vent, mens rødt lys betyr stans og reduksjon i mengden laks» (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015c). I regjeringens forslag fremkommer det videre at en vurdering av vekstmuligheter bør gjøres annethvert år, at kapasitetsjusteringen bør være på 6 prosent, og at en eventuell vekst må fordeles mellom nye konsesjoner og økt kapasitet på eksisterende konsesjoner. Stortingsmeldingen om forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst

i norsk lakse- og ørretoppdrett ble vedtatt av Stortinget i 2015, og arbeidet med inndeling i produksjonsområder har startet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015d).

Landbaserte oppdrettsanlegg ble også lagt inn som en del av stortingsmeldingen. Nærings- og fiskeridepartementet oppnevnte høsten 2014 en arbeidsgruppe som skulle vurdere denne typen oppdrett (Fiskeridirektoratet, 2015a). I begynnelsen av 2015 leverte gruppen en rapport hvor de kom med forslag om å gi vederlagsfrie konsesjoner for landbaserte matfiskanlegg uten antallsbegrensninger (Holm et al., 2015). Med dette forslaget får oppdrettsselskapene en mulighet til å vokse uten konsesjonsrunder. For å utnytte denne vekstmuligheten kreves det imidlertid store investeringer av aktørene, og næringen er selv skeptisk til anlegg på land. Skepsisen skyldes i hovedsak usikkerhet knyttet til lønnsomheten i anleggene, samt tekniske og biologiske utfordringer (Myrset, 2015). Per i dag synes usikkerheten å være for stor til at man vil se en snarlig overgang til landbaserte produksjonsanlegg hos de store aktørene. Forskning og utvikling av ny teknologi på området foregår kontinuerlig, og på lenger sikt kan det derfor tenkes at landbasert oppdrett vil få sitt gjennombrudd, særlig dersom tilgangen på tradisjonelle matfiskkonsesjoner begrenses (Myrset, 2015).

Som en forlengelse av trafikklys-systemet innførte regjeringen i november 2015 en prøveordning med såkalte utviklingskonsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2016c). Formålet med konsesjonene er å legge til rette for at oppdrettsselskapene skal få prøve ut ny teknologi som skal løse de miljø- og arealutfordringene som næringen i dag står overfor, da dette er et viktig premiss for vekst. Ordningen er imidlertid avgrenset til produksjonsteknologisk utstyr og installasjoner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016). Dessuten kreves det en betydelig innovasjon av prosjektet det søkes tillatelse for, vurdert ut fra en skjønnsmessig vurdering. I retningslinjene for behandling av søknadene opplyser Nærings- og fiskeridepartementet (2016) at utviklingskonsesjoner kan gis for inntil 15 år, men med mulighet for forlengelse i henhold til laksetildelingsforskriften § 23. Videre opplyses det at Fiskeridirektoratet etter søknad kan konvertere en utviklingskonsesjon til en ordinær konsesjon mot et vederlag på 10 millioner kroner, gitt at målkriteriene for prosjektet er oppfylt, jmfør laksetildelingsforskriften § 23c. På denne måten vil oppdrettsselskapene kunne utvide sin produksjonskapasitet uten nye konsesjonsrunder.

Handelspolitikk

Vi har tidligere sett at norsk oppdrettsnæring er veldig sårbar for handelspolitiske konflikter og restriksjoner fra andre land, siden næringen er veldig eksportrettet. Samtidig blir handelsboikotter i økende grad brukt som politisk virkemiddel, både i økonomiske krisetider og ved politiske motsetninger. Norsk lakseeksport har ved flere anledninger vært utsatt for bruk av virkemidler som straffetoll og andre straffetiltak. De seneste tilfellene av handelsboikott er fra Kina og Russland, som nevnt i delkapittel 2.3.2 (side 9) under handelspolitiske konflikter. Endringer i handelspolitiske rammevilkår er ofte vanskelig å forutse, og endringene skyldes dessuten ofte forhold som er utenfor oppdrettsnæringens kontroll. For oppdrettsselskapene er det derfor vanskelig å unngå å bli truffet av slike blokader. En diversifisert markedsportefølje vil følgelig være løsningen. På den måten kan oppdrettsselskapene være bedre rustet til å håndtere eventuelle handelspolitiske begrensninger i enkeltmarkeder. Arbeidet med å bygge opp en diversifisert markedsportefølje kan også forklare hvorfor selskapene ofte har stort fokus på å etablere nye markeder. En slik «føre-var»-tilpasning kan nemlig være kilde til et potensielt konkurransefortrinn for det enkelte selskap.

Den underliggende risikoen for handelskonflikter forsvinner trolig ikke med det første, og det forventes at denne risikoen fortsatt vil være en trussel for den norske oppdrettsnæringen. Slik det er i dag er særlig det russiske markedet usikkert, noe det også ser ut til å være i årene fremover. Regjeringen må jobbe for bedre markedsadgang samtidig som oppdrettsselskapene bør utforske alternative markeder. Siden etterspørselen etter laks er stor på verdensmarkedet gir dette muligheter for at den norske oppdrettsnæringen likevel skal kunne ha en sterk eksportposisjon i fremtiden.

Økonomiske forhold

Økonomiske forhold handler om hvordan generelle trekk i økonomien virker inn på utviklingen i oppdrettsnæringen. Oppdrettsnæringen har i flere år vært en bransje i økonomiske vekst, men det har også vært noen negative konjunktursvingninger i omsetningen opp gjennom årene, som vist i figur 2-1 (side 6). Svingningene kan forklares med utgangspunkt i makroøkonomiske forhold som har funnet sted i Norge og i verdensøkonomien. Ved å gå nærmere inn på betydningen av laksepriser, valutakurser, rentenivå og arbeidsledighet, som presentert i delkapittel 2.3.1 (side 7), skal vi her se hvordan økonomien har beveget seg.

Laksepriser

Prisen på norsk laks har svingt mye de siste årene, som vist i figur 2-2 (side 7). Lakseprisen beveger seg ofte i takt med næringens makroøkonomiske forhold, og man kan følgelig oppleve at prisen endrer seg drastisk på kort tid som følge av endringer i tilbud og etterspørsel. Tilbudet av oppdrettsfisk er vanligvis gitt, da myndighetene styrer produksjonsmengden gjennom konsesjoner. For de norske oppdrettsselskapene er det derfor svært vanskelig å øke tilbudet, særlig på kort sikt. Økt tilbud vil i stor grad avhenge av tilgangen på konsesjoner, mens redusert tilbud vil være en konsekvens av miljømessige utfordringer, som rømming, lakselus, sykdomsutbrudd eller lignende. Siden tilbudssiden mer eller mindre er gitt, er det etterspørselen i markedet som styrer prisen på laks. Økt etterspørsel vil gi positive utslag på prisen ved at den presses opp, mens redusert etterspørsel vil gi negative utslag. De rekordhøye prisene som har preget første del av 2016 er et resultat av dette, sammen med faktorer som kortsiktig knapphet og svak krone (Hvamstad, 2016).

Økonomisk vekst og bedring i levestandard er kjennetegn i flere deler av verden, og dette gjenspeiles også i etterspørselen etter sjømat. I flere asiatiske land ser man en voksende middelklasse, og det forventes en ytterligere etterspørselsvekst herfra i årene fremover (Soltveit, 2016). Utvikling av nye markeder og produkter kan forklare hvorfor etterspørselen etter sjømat har økt. Norges sjømatråds analytiker Paul T. Aandahl opplyser imidlertid at etterspørselsveksten i nye markeder, som for eksempel Asia, ikke har vært like stor som forventet i 2015 (Soltveit, 2016). Han forklarer dette med at mye av veksten som har funnet sted i de nye markedene har vært valutadrevet. Utviklingen av nye laksemarkeder har dermed tatt lenger tid enn forventet, men Bjørn-Erik Stabell, bransjeansvarlig for laks og ørret i Norges sjømatråd, mener likevel at det kun er snakk om et tidsspørsmål før det kommer til å ta av (Soltveit, 2016). Slik høy forventet vekst i etterspørselen, sammen med moderat forventet vekst i tilbudet gir en god indikasjon på at lakseprisen vil holde seg relativt høy i årene fremover. Prisen på laks er likevel svært volatil, og historisk sett har den vært svingende. Oppdrettsselskapene kan sikre seg mot prissvingninger ved å inngå kontrakter. I SalMar sitt tilfelle har de blant annet valgt å selge en del av fisken sin gjennom fastpriskontrakter, hvor formålet er å begrense eksponeringen for volatiliteten i lakseprisene (SalMar, 2015a). Dessuten kan selskapene også drive handel via Fish Pool for å sikre seg mot prissvingninger. Fish Pool er en internasjonal, regulert markeds plass for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter (Fish Pool, u.å.).

Valutakurser

«Valutakursen er prisen på et lands valuta målt mot andre lands valuta» (Norges Bank, 2016b). Ettersom norsk oppdrettsnæring er sterkt eksportrettet er næringen svært eksponert for valutarisiko gjennom svingninger i valutakurser. Dette har ført til at aktørene i oppdrettsnæringen ofte benytter seg av valutaderivater for å sikre seg mot slike kurssvingninger (Fish Pool, 2016). Bytteforholdet mellom norske kroner og eksportvaluta er viktig fordi oppdrettsselskapene har en stor andel av sine inntekter i utenlandsk valuta. Valutaderivatene blir dermed brukt som en sikkerhet, slik at selskapene skal kunne ha kontroll på sine fremtidige inntekter. Relatert til oppdrettsselskapenes kostnader er valutaeksponeringen begrenset, fordi kjøp av innsatsfaktorer og lønn hovedsakelig skjer i norske kroner (SalMar, 2015a).

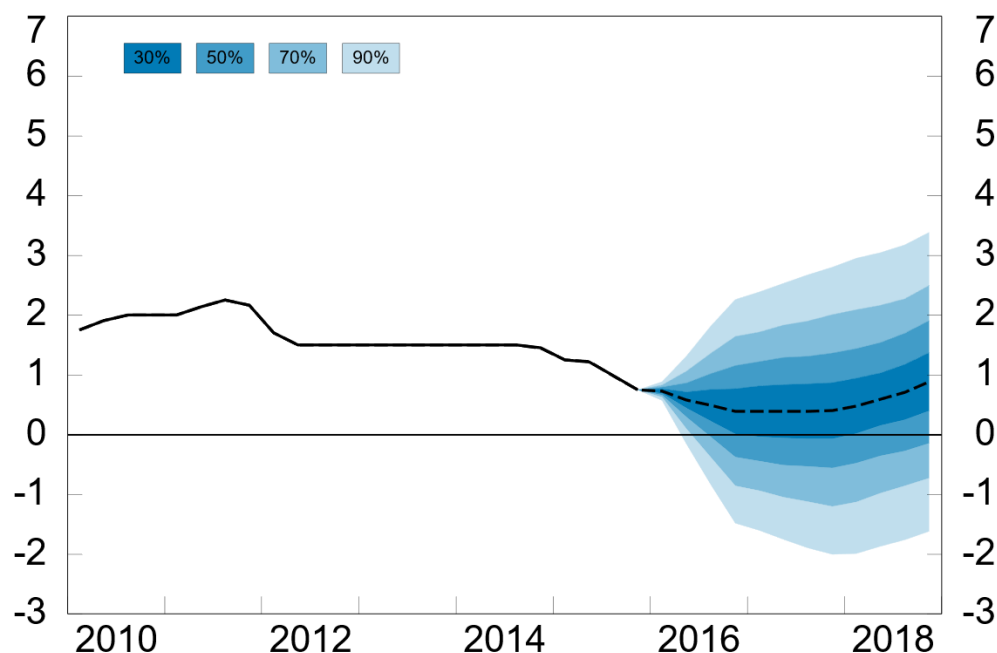
Sterk krone er en utfordring for eksportnæringer. Når den norske kronen er sterk vil det være dyrere for utenlandske markeder å importere norske varer, og eksporten påvirkes der etter. Figur 2-3 (side 8) viser utviklingen i den norske kronen relativt til euro, og i perioden 2011-2013 var den norske kronen på rekordsterke nivåer. Fra 2013 viser imidlertid figuren at kronen gjennomgående har svekket seg mot euro. Svak kronekurs resulterer i at norske lakseeksportører får økt oppgjør for fisken som selges. Sammen med forventet etterspørselsvekst vil en svekket krone virke stimulerende på økonomien. Frem mot 2018 anslår Statistisk sentralbyrå i sine prognoser at kronekursen vil styrke seg (Statistisk sentralbyrå, 2015c).

Rentenivå

Rentenivået i Norge fastsettes av Norges Bank basert på framtidsutsiktene og risikobildet i den norske økonomien (Norges Bank, 2016c). Det betyr at renten settes opp i tider med god økonomi, og at den reduseres i tider med svak økonomi. For Norges Bank er det viktig å forvalte den norske økonomien best mulig og samtidig opprettholde inflasjonsmålet.

Etter fallet i oljeprisen høsten 2014 har den norske økonomien blitt svekket. Rentenivået i Norge har blitt stadig svakere, og styringsrenten lå på rekordlave 0,75 prosent ved inngangen av 2016 (Norges Bank, 2015c). Det lave rentenivået er også en medvirkende årsak til at den norske kronen har svekket seg. I sentralbankens prognoser anslås det at styringsrenten fortsatt vil være lav i tiden fremover, men med en moderat økning mot slutten av prognoseperioden i 2018, som vist i

figur 4-2. Dette skyldes i hovedsak at konsekvensene av fallet i oljeprisen kommer til syne, samt forventninger om at husholdningenes konsum blir lavere fremover (Norges Bank, 2015c).



Figur 4-2 Styringsrenten i prosent de siste fem årene og anslag fremover til 2018 (Norges Bank, 2015b).

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring der aktørene påvirkes av rentenivået. De norske oppdrettsselskapene drar i dag nytte av det lave rentenivået, ved at blant annet finansieringskostnadene reduseres og eksportinntektene øker (SalMar, 2015a). Selskapene bærer likevel en renterisiko knyttet til sine langsiktige lån, og mange velger derfor å sikre seg mot svingninger gjennom rentebytteavtaler.

Arbeidsledighet

Arbeidsledighet kommer av at tilbudet av arbeidskraft er større enn etterspørselen. Ringvirkningene av oljekrisen har ført til en økning i arbeidsledigheten i Norge. Ifølge en pressemelding fra Norges Bank (2015c) er det ventet at arbeidsledigheten vil øke ytterligere i tiden fremover. Sentralbanken mener at en omstilling i norsk økonomi vil ta tid, men gjennom å redusere styringsrenten har de et ønske om å holde arbeidsledigheten nede (Lorentzen, 2015). Statistisk sentralbyrå (2015c) anslår i sine prognoser at arbeidsledigheten vil være høy gjennom hele 2016, men at det i 2017 og 2018 kan ventes en liten nedgang, som følge av reduserte negative impulser

fra oljenæringen, vekst i husholdningenes konsum, og fortsatt vekst i norske eksportmarkeder. Forhold som valutakurs, pengepolitikk, finanspolitikk, utviklingen i internasjonal økonomi og oljepris kan imidlertid utvikle seg annerledes enn ventet, og følgelig påvirke prognosene for arbeidsledigheten (Statistisk sentralbyrå, 2015c).

Oljekrisen har ikke hatt en like negativ påvirkning på oppdrettsnæringen. Den sterke kronen og det lave rentenivået har vært avgjørende for lønnsomheten ved at spot-prisen på eksportert laks har vært på sitt høyeste noensinne. Dette gjenspeiles også i de finansielle nøkkeltallene til de store aktørene i bransjen. Lønnsomheten har videre ført til økt sysselsetting hos oppdrettsselskapene.

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler om hvordan bransjen påvirkes av endringer i populasjonens moral og verdier (Sander, 2015). Vi vil her se nærmere på hvordan demografiske og sosiale trender kan påvirke etterspørselen etter de produktene oppdrettsnæringen tilbyr.

Demografiske faktorer

Verdensbefolkningen passerte 7 milliarder mennesker i 2011, og frem mot 2050 forventes det at befolkningstallet vil nå 9 milliarder (FN, 2016). Følgelig vil det globale matbehovet øke, samtidig som fokuset på sunn mat blir viktigere. Oppdrettsnæringen har i denne sammenheng en sentral posisjon siden vekstpotensialet til vanns er stort: «Om lag 70 prosent av jordkloden er dekket av vann, men under fem prosent av verdens matproduksjon skjer i havet» (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening & Eksportutvalget for fisk, 2011, side 6). Flere kilder opplyser at sjømat kommer til å bli viktigere enn mat fra landbruket i fremtiden. Hovedsakelig skyldes dette det store potensialet for vekst, men en forklaringsfaktor er også at næringens struktur er tilpasset det globale markedets krav (Broback, 2015).

En annen demografisk faktor som kan tenkes å påvirke oppdrettsnæringen, er at land som Russland, India og Kina har en fremvoksende middelklasse (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening & Eksportutvalget for fisk, 2011). Disse landene regnes for å ha et stort økonomisk potensial i fremtiden, og etterspørselen etter sjømatprodukter vil trolig være stor. Det forventes dermed at

norsk oppdrettsnæring vil bli en viktig bidragsyter for å dekke det fremtidige behovet for oppdrettslaks i disse markedene.

Sosiale trender

Sjømat er en viktig kilde til flere næringsstoffer som er nødvendige for kroppen vår, blant annet omega 3-fettstoffer og vitamin D (Laksefakta, 2016). Det er videre forbundet en rekke helsemessige gevinster med det å spise fisk. Verdens helseorganisasjon (WHO) anbefaler derfor økt inntak av sjømat for å bedre den globale folkehelsen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013b). Norges sjømatråd (2015b) har kartlagt utviklingstrender i norsk sjømatkonsum, og i en rapport med tall fra 2014 kommer det frem at nordmenn spiser mer sjømat nå enn tidligere. Fersk fisk samt fisk i porsjonspakninger, som fileter, er særlig populært blant forbrukerne. Den norske laksen er populær av flere grunner, den er god på smak, næringsrik, økonomisk, anvendelig og tilgjengelig for alt fra privatpersoner til gourmetkokker (Laks, u.å.). Dette gjør laksen til en etterspurt vare verden over. Den globale helsetrenden som vi i dag opplever kan også bidra til å forklare hvorfor den norske laksen har blitt så anerkjent. Trenden viser at laks er et populært produkt blant yngre generasjoner, og dette tyder på lyse framtidsutsikter for laksen (Norges sjømatråd, u.å.).

Teknologiske og miljømessige forhold

Vi har valgt å drøfte de teknologiske og miljømessige forholdene samlet siden det i oppdrettsnæringen er en tett kobling mellom dem. Når næringen står overfor miljømessige utfordringer vil løsningen ofte være teknologiske nyvinninger. Teknologiske forhold relaterer seg her til forskning og utvikling av ny teknologi. Med miljømessige forhold mener vi forhold av biologisk, økologisk og miljømessig karakter, herunder rømming, sykdom, lakselus, utslipp av næringsalter og bærekraftig oppdrett, som presentert i delkapittel 2.3.3 (side 12).

I årene fremover forventes en sterk vekst i etterspørselen etter laks, og forskning og innovasjon vil være helt avgjørende for at de norske oppdrettsselskapene skal kunne takle dette (Soltveit, 2016). Produksjonskapasiteten er så å si fullt utnyttet innenfor dagens fastsatte rammer, men potensialet for ytterligere vekst og utvikling er likevel tilstede. For å sikre en bærekraftig utvikling må næringen løse de miljømessige utfordringene den står overfor. Både rømming, sykdomsutbrudd, lakselus, utslipp av næringsalter, fôrspill og dårlig utnyttelse av restråstoff påvirker miljøet

negativt, og håpet er at innovasjon og teknologiske nyvinninger vil være løsningen på disse utfordringene. Løsningen må imidlertid finne sted innenfor gjeldende regelverk, og dette er noe næringen må ta hensyn til ved valg av teknologi. Tildelingen av grønne konsesjoner er et eksempel på dette. Denne tildelingsmetoden stilte som nevnt strenge krav til selskapenes håndtering av miljøproblemer, utover deres grunnleggende samfunnsansvar. Dersom praksisen med grønne konsesjoner videreføres, vil selskapene ha en egeninteresse i å prioritere miljøvennlig drift. Unnlattelse vil straffe selskapene direkte ved at de ikke vil få tildelt ønskelige konsesjoner, og følgelig vil innføring av grønne konsesjoner kunne gi opphav til strategiske ulemper for de selskapene som nedprioriterer miljøvennlig drift.

Trafikklys-systemet og utviklingskonsesjoner, som beskrevet i delkapittel 4.2.1 (side 42) om politiske forhold, er eksempler på andre tiltak som skal bidra til å gi en mer miljøvennlig og bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen. Utviklingskonsesjoner kan ses på som en forlengelse av trafikklys-systemet, og formålet med konsesjonene er som nevnt å legge til rette for at oppdrettsselskapene skal få prøve ut ny teknologi som skal løse de miljø- og arealutfordringene som næringen i dag står overfor (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016). «Gulroten» i dette systemet er at utviklingskonsesjonene kan konverteres til ordinære konsesjoner når gitte målkriterier er nådd. Med dette stimulerer myndighetene til mer forskning, utvikling og innovasjon i næringen, og systemet vil følgelig kunne gi opphav til strategiske fordeler. Det fremkommer imidlertid i forskriften at kunnskap fra et utviklingsprosjekt skal komme hele næringen til gode, og en eventuell strategisk fordel som enda ikke har gitt seg utslag i en ordinær konsesjon vil mest sannsynlig ha en begrenset varighet (Laksetildelingsforskriften, 2005).

Fokuset på miljøvennlig og bærekraftig drift har økt de siste årene, og det er ingenting som tyder på at dette kommer til å endre seg med det første, spesielt siden et slikt fokus er nødvendig for vekst i næringen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015b). Forskning på lakselus, førsammensetning og nye førkilder, tiltak rettet mot en mer effektiv arealutnyttelse, samt utvikling av anlegg eller merder som gir redusert rømmingsfare blir dermed viktig fremover (Borge, 2015). En utfordring for næringen er imidlertid tilstrekkelig tilgang på talenter med høyere utdanning (Asche, Roll & Tveterås, 2012). Sammenlignet med oljesektoren er det en generell oppfatning at oppdrettsnæringen er mindre attraktiv, og disse holdningene må endres. Med nedgangstider i

oljesektoren kan det likevel tenkes at tilgangen på kvalifisert arbeidskraft vil øke i årene fremover. Asche et al. (2012) konkluderer med at myndighetenes viktigste trekk vil være å la oppdrettsnæringen utvikle seg som en «normal» næring, uten mer innblanding fra myndighetene enn det som miljø og konkurranse krever. På den måten vil næringen kunne utvikle en attraktiv selskapsstruktur som vil tiltrekke seg talenter. Dette vil gi næringen bedre finansiering, og det vil bli lettere å gjennomføre forskning og utvikling.

Juridiske forhold

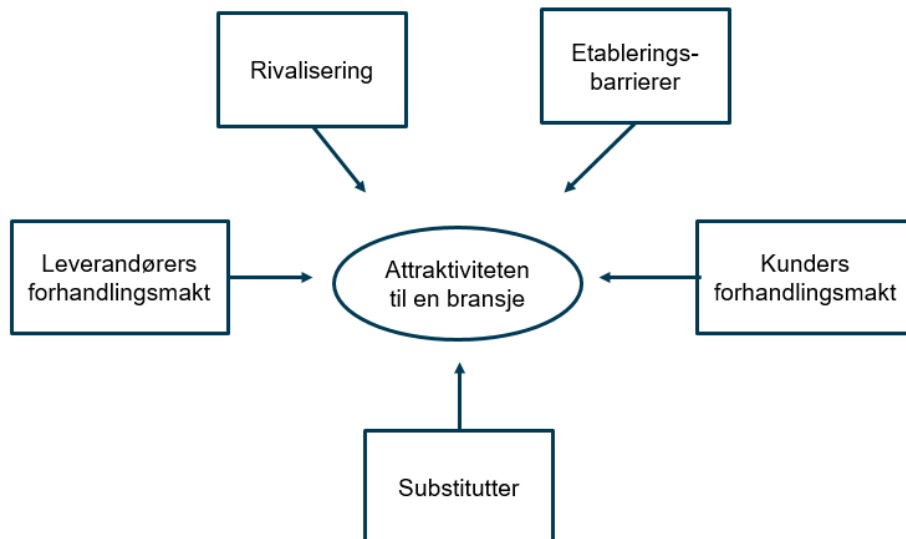
Det er en tett kobling mellom juridiske og politiske forhold. Med juridiske forhold mener vi lovmessige reguleringer som legger føringer for aktørene i oppdrettsnæringen.

Norsk oppdrettsnæring er underlagt en rekke lover og forskrifter. Lovgivende myndighet, herunder Nærings- og fiskeridepartementet, Klima- og miljødepartementet og Olje- og energidepartementet, sitter med den øverste myndighet og ansvar for fiskeri- og havbruksforvaltningen i Norge. Videre er det en rekke tilsynsorganer som skal sikre etterlevelse av regelverket, og de fungerer således som myndighetenes rådgivende og utøvende organ (Fiskeridirektoratet, 2014). Ved overtredelse av regelverket har tilsynsorganene ulike reaksjons- og sanksjonsmuligheter, jamfør akvakulturloven kapittel 7. Et eksempel er Fiskeridirektoratets mulighet til å ilegge selskaper overtredelsesgebyr dersom de ikke overholder akvakulturens krav om drift av akvakultur på en miljømessig forsvarlig måte, jamfør akvakulturloven § 10. Et annet eksempel er at Mattilsynet i medhold av forskrift om lakselusbekjempelse § 5 kan redusere tillatt biomasse ved et anlegg dersom anleggets konsentrasjon av lakselus er for høy. Reaksjoner som dette vil få store konsekvenser for oppdrettsselskapene, både med hensyn til lønnsomhet og omdømme. Et stramt regelverk som ivaretar miljøet og fiskens velferd er helt nødvendig, og det er i dag ingen grunn til å tro at det i fremtiden vil lempes på reaksjonene og sanksjonene mot de aktørene som strider mot regelverket.

4.2.2 Porters fem krefter

Formålet med Porters analyse av bransjestrukturen er å forstå dynamikken og attraktiviteten i en bransje (Roos et al., 2013, side 69). Meningen er at selskapene skal få en forståelse for hvordan de skal posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter. Vi skal her se nærmere på faktorer som synes

å påvirke lønnsomheten og konkurransesituasjonen innad i oppdrettsnæringen, for på den måten å kunne uttale oss om SalMars mulighet til å opparbeide og beholde konkurransefortrinn. Porter-analysen består av fem konkurransekrefter, som illustrert i figur 4-3.



Figur 4-3 Porters rammeverk for analyse av bransjestrukturen (fritt etter Porter, 1980). Etableringsbarrierer, kunders forhandlingsmakt, substitutter, leverandørers forhandlingsmakt og rivalisering er alle forhold som påvirker attraktiviteten til en bransje.

Etableringsbarrierer

I de fleste bransjer er det en kontinuerlig etableringstrussel fra nye aktører. En naturlig konsekvens ved nyetableringer er fallende lønnsomhet i bransjen. Nykommerne har et ønske om å vinne markedsandeler, konkurransesituasjonen blir følgelig presset, og resultatet er redusert lønnsomhet og fallende marginer for de resterende aktørene. Etableringstrusselen avhenger imidlertid av etableringsbarrierer, samt reaksjoner fra allerede etablerte aktører (Roos et al, 2013, side 70). For eksempel vil signifikante etableringshindringer og skarpe reaksjoner fra etablerte aktører ofte resultere i en lav etableringstrussel. Sentrale kilder til etableringsbarrierer som på generelt grunnlag kan hindre nyetableringer i en bransje er stordriftsfordeler, produkt differensiering, kapitalbehov, kostnadsfortrinn, adgang til distribusjonskanaler, merkeloyalitet og myndighetenes politikk (Roos et al., 2013, side 70-72). I det følgende vil vi se nærmere på de barrierene som gjør seg mest gjeldende for oppdrettsnæringen.

Konsesjonssystemet representerer en myndighetsregulert barriere, og dette er kanskje den viktigste etableringsbarrieren i oppdrettsnæringen. I henhold til akvakulturloven § 4 stilles det krav om at alle oppdrettsselskaper må ha tillatelse til å drive oppdrett i Norge (Akvakulturloven, 2005). Tildeling av konsesjoner foregår som tidligere nevnt gjennom konsesjonsrunder, hvor et begrenset antall konsesjoner deles ut. Konkurransen er stor og prisene er høye, særlig ved annenhåndssalg. Trusselen fra nyetableringer er dermed begrenset, spesielt siden konsesjonsbegrensningene i oppdrettsnæringen fører til at nye aktører ikke kan øke næringens samlede produksjonsmengde uten tillatelse fra myndighetene. Næringens lønnsomhet blir følgelig ikke påvirket i samme grad som i andre bransjer. I tillegg til kjøp av konsesjoner kreves det betydelige investeringer i oppdrettsanlegg, fabrikker og utstyr, samt at det går med utgifter til forskning og utvikling. Videre vil aktørene i bransjen også måtte tåle en investering i tid, da oppdrettsprosessen, fra produksjon av rogn til salg og distribusjon, kan ta rundt tre år (Laksefakta, 2015b). Dette gjør at nyetableringer i oppdrettsnæringen krever høye oppstartskostnader, hvilket utgjør en vesentlig etableringsbarriere.

Hvorvidt stordriftsfordeler utgjør et etableringshinder i oppdrettsnæringen kan diskuteres. «Stordriftsfordeler er til stede dersom enhetskostnadene for et produkt eller en tjeneste synker etter hvert som produksjonsvolumet (for en gitt periode) stiger» (Roos et al., 2013, side 70). Innenfor fiskeoppdrett står produksjonskostnader helt sentralt, og Fiskeridirektoratet overvåker kostnadsnivået nøye. I deres lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret for 2014 viste resultatet at det ikke var noen særlig forskjell mellom små selskaper (1-9 tillatelser), mellomstore selskaper (10-19 tillatelser) og store selskaper (20 eller flere tillatelser) (Fiskeridirektoratet, 2015b). Produksjonskostnad per kilo varierte dette året mellom 20,54 kroner på det laveste og 24,00 kroner på det høyeste. Det som imidlertid kan virke overraskende er at det var de store selskapene som hadde høyest produksjonskostnad per kilo, hvilket taler mot at oppdrettsnæringen har stordriftsfordeler. Til tross for de små forskjellene i produksjonskostnader er det likevel en vanlig oppfatning at det eksisterer stordriftsfordeler i næringen. Flere av de etablerte aktørene er store selskaper, ofte vertikalt integrerte oppdrettskonsern med god tilgang på kapital, noe som gjør dem svært konkurransedyktige. Dersom disse selskapene forvalter ressursene sine på riktig måte vil det kunne gi dem stordriftsfordeler. Stordriftsfordeler kan de også oppnå gjennom sine automatiserte anlegg, ved at omtrent hele fisken blir utnyttet. Det utelukkes derfor ikke at stordriftsfordeler kan representere en etableringsbarriere i oppdrettsnæringen.

Videre har etablerte aktører ofte et kostnadsfortrinn på nye aktører. De etablerte aktørene har vanligvis mer velutviklet teknologi og mer kunnskap om drift av oppdrettsanlegg. Det høye kunnskapsnivået som kreves for å produsere laks og kostnadene som er forbundet med dette, fungerer dermed som en barriere mot nyetableringer. Geografisk beliggenhet representerer også en etableringsbarriere som reduserer trusselen fra nye aktører. Oppdrettsselskapene er helt avhengige av gode lokaliteter med gunstige vekstforhold for å kunne drive lønnsomt, og det er derfor rimelig å anta at de etablerte aktørene allerede har kapret de beste lokalitetene. Dette utgjør således en ulempe for eventuelle nykommere.

Avslutningsvis kan det nevnes at landbaserte oppdrettsanlegg med vederlagsfrie konsesjoner uten antallsbegrensninger kan bli en realitet i fremtiden, som nevnt under konsesjonssystemet i delkapittel 4.2.1 (side 42). Dette vil kunne utgjøre en trussel fra nye aktører. Per i dag er imidlertid oppdrettsnæringen skeptisk til en slik utvikling, siden det er knyttet stor usikkerhet til lønnsomheten i anleggene, samt tekniske og biologiske utfordringer (Myrset, 2015).

Med utgangspunkt i de ovennevnte forholdene anser vi trusselen fra nyetableringer som lav på nåværende tidspunkt. På sikt kan imidlertid bildet endre seg, særlig dersom konsesjoner blir lettere tilgjengelige i tiden fremover.

Substitutter

Substitutt er et alternativ til de varer eller tjenester som en bransje allerede leverer (Barney, 2014, side 63). Gitt at substitutter kan dekke samme funksjon og samme behov som det opprinnelige produktet, vil konsumenten mest sannsynlig velge det rimeligste alternativet. Dette setter derfor begrensinger for prisnivået i bransjen, og reduserer således dens potensielle lønnsomhet. Når trusselen fra substitutter vurderes, vil forhold som byttekostnader, produkt differensiering og pris være av stor betydning.

Atlantisk laks er den mest dominerende og viktigste råvaren i norsk oppdrettsnæring (Laksefakta, 2016b). Dette er en næringsrik matkilde som det anbefales å spise mer av. Fiskens rike innhold av næringsstoffer som er nødvendige for kroppen vår, som blant annet omega 3-fettsyrer, proteiner, vitamin D og selen, gjør at helsemyndighetene anbefaler at man har fisk til middag to til tre ganger

i uken (Laksefakta, 2016a). Herunder anbefales det at rundt halvparten av fisken bør være fet fisk, som for eksempel laks og ørret.

Hva som er å anse som substitutter for oppdrettslaks vil avhenge av hvilke kriterier man vektlegger. Det kan for eksempel være mulig å se på andre proteinkilder som substitutter. Storfe, fjærkre, lam og svin, samt andre fisketyper som blant annet ørret, torsk, makrell og sild vil da kunne utgjøre en trussel for oppdrettslaksen (Helsedirektoratet, 2015). I utgangspunktet vil alle disse produktene kunne erstatte hverandre da de dekker menneskets behov for mat. Generelt har fisk likevel et næringsinnhold med en bedre helseforebyggende evne enn kjøtt fra pattedyr og fugl, og følgelig kan man si at storfe, fjærkre, lam og svin ikke kan karakteriseres som nære substitutter til oppdrettslaks. Det vil trolig kreves en vesentlig prisøkning på fisk før konsumentene bytter ut fisken med slike produkter. Vår oppfatning er derfor at norsk oppdrettslaks har en forholdsvis lav priselastisitet. På bakgrunn av dette vil det være mest naturlig å omtale andre fiskesorter som nære substitutter til oppdrettslaks, siden disse produktene dekker det samme næringsbehovet hos konsumentene. Økt produkt differensiering i oppdrettsnæringen, ved at det blir et bredere spekter av produkter kan også representere substitutter, siden ulike produktvarianter av laks vil kunne true hverandre.

Med utgangspunkt i de ovennevnte forholdene anser vi trusselen fra substitutter som relativt lav på nåværende tidspunkt. Oppdrettsnæringen opplever som nevnt en etterspørselsvekst, hvilket kan tolkes som at trusselen fra substitutter er lav. Konkurransen fra rimeligere fiskesorter representerer imidlertid en substitutt som kan true oppdrettslaksen.

Kunders forhandlingsmakt

Kunder er ofte interessert i å betale lavest mulig pris, oppnå høyest mulig kvalitet, samt å få mer og bedre service, og de utgjør dermed en trussel mot lønnsomheten i en bransje (Roos et al., 2013, side 74). Det som kjennetegner sterke kunder med makt er at de kan ta deler av verdiskapingen ved å påvirke priser og vilkår i forhandlinger med aktørene i bransjen (Barney, 2014, side 66). Kundernes forhandlingsmakt er særlig sterk når kundegruppen er konsentrert, bransjens produkter er standardiserte eller lite differensierte, produktene utgjør en vesentlig andel av kundens

kostnader, det er mange tilbydere og når trusselen om oppstrøms integrasjon er reell (Roos et al., 2013, side 74).

Den atlantiske laksen er en høyt verdsett eksportvare, og store deler av oppdrettslaksen eksporteres til utenlandske markeder. Mesteparten av fisken som selges og eksporteres er ikke videreforedlet. Oppdrettsnæringens produkter er først og fremst standardiserte, og graden av differensiering er lav. Å skille lakseprodukter fra hverandre og gjøre de annerledes enn bransjen er krevende for et selskap, og hvis de først klarer dette vil det være vanskelig å beskytte seg mot kopiering. Investeringer i produktdifferensiering er dermed ikke særlig utbredt i oppdrettsnæringen (Asche & Tveterås, 2011). På samme tid er oppdrettsnæringen en relativt gjennomiktig bransje, hvor kundene typisk er godt informert om faktorer som kvalitet og pris. Sammen med at selskapenes produkter er tilnærmet homogene og lite differensierte, tilsier dette at kundene har få kostnader ved bytte av leverandør og tilbøyeligheten til å skifte ut enkeltleverandører er stor. Inngåelse av langtidskontrakter og samarbeidsavtaler kan imidlertid redusere kundenes forhandlingsmakt på lengre sikt.

Oppdrettsselskapenes største kunder er dagligvarekjeder og grossister. Over tid har disse vist seg å være krevende og de stiller stadig tøffere krav til sine leverandører. Asche og Tveterås (2011) har identifisert følgende grupper av krav: pris, volum og timing, råstoff-attributter, produktspekter og -differensiering, produksjonsprosesser og transaksjonskostnader. Vi ser her at oppdrettsselskapene ofte må ha en verdikjede som er dyktig i flere ledd for å kunne hevde seg. Kundene har i dag en rekke leverandører å velge mellom, hvilket tilsier at leverandørene må føye seg etter kundens ønsker og behov. Følgelig kan kundenes forhandlingsmakt sies å være høy. På den annen side er etterspørselen etter atlantisk laks fra Norge stor, samtidig som tilbudet er begrenset, og dette taler for lav forhandlingsmakt hos kundene.

På bakgrunn av ovennevnte forhold mener vi at det er grunnlag for å hevde at kundenes forhandlingsmakt er moderat på nåværende tidspunkt. Trusselen for at kunder skal kunne ta deler av verdiskapingen og påvirke lønnsomheten i bransjen er tilstede.

Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører utgjør en trussel mot lønnsomheten i en bransje, siden de under visse betingelser kan presse overskuddet ned. Det som kjennetegner sterke leverandører er at de kan ta store deler av verdiskapningen ved å sette opp prisene, og slik redusere bransjens lønnsomhet (Barney, 2014, side 64). Sterke leverandører kan også true med å redusere kvaliteten på de produktene som leveres. Leverandørens forhandlingsmakt avhenger av hvor enkelt det er for aktørene i bransjen å bytte leverandør (Roos et al., 2013, side 75).

De viktigste leverandørene i oppdrettsnæringen er produsentene av fiskefôr. I det følgende skal vi derfor fokusere på disse. Foruten om Marine Harvest som relativt nylig har startet opp egen fôrproduksjon, kjøper alle de store aktørene alt sitt fiskefôr fra eksterne leverandører. Ifølge Marine Harvest (2015a) utgjør fiskefôr omtrent 50 prosent av kostnadene ved produksjon av laks, hvilket tyder på at leverandørene har stor forhandlingsmakt på dette området. Per i dag er det tre store produsenter av fiskefôr som dominerer på det norske markedet, BioMar, EWOS og Skretting.

Fiskefôr er et avansert produkt som ikke uten videre kan erstattes av andre typer fôr. Kvalitetsfiskefôr er helt essensielt for laksens utvikling og dermed oppdrettsselskapenes lønnsomhet. BioMar, EWOS og Skretting har en sterk posisjon i markedet, mye på grunn av at konkurransen er begrenset. Deres forhandlingsmakt har imidlertid blitt svekket de siste årene, spesielt i etterkant av at Marine Harvest har integrert fôrproduksjon i sin verdikjede. Marine Harvests tanke bak åpningen av fôrdivisjonen er at det på sikt skal redusere deres fôrkostnader (Marine Harvest, 2015a). Dersom flere andre store aktører velger å følge Marine Harvest vil det kunne utgjøre en reell trussel for leverandørene av fiskefôr. Fiskefôr er å anse som et homogent produkt, og bytte av leverandør er dermed forbundet med lave byttekostnader. Oppdrettsselskapene kan derfor bruke konkurransen mellom leverandørene til sin fordel.

På bakgrunn av ovennevnte forhold ser leverandørens forhandlingsmakt ut til å være moderat på nåværende tidspunkt, etter å ha blitt svekket som følge av Marine Harvests egen fiskefôrproduksjon.

Rivalisering

Høy rivalisering og sterk konkurranseintensitet blant etablerte aktører i en bransje vil typisk legge press på deres marginer, hvilket vil kunne resultere i en bransje med lav lønnsomhet. Trusselen fra eksisterende konkurrenter avhenger derfor av konkurranseintensiteten i bransjen (Roos et al., 2013, side 72). Ved høy rivalisering vil en stor del av verdiskapingen bli overført til kundene. Forhold som påvirker en bransjes konkurranseintensitet er blant annet bransjevekst, konsentrasjon og antall konkurrenter i markedet, grad av produkt differensiering og produksjonskapasitet (Barney, 2014, side 63).

Når konkurrentene i en bransje begrenser seg til å ta markedsandeler fra hverandre tyder det på lav bransjevekst (Roos et al., 2013, side 72). Lav vekst i markedet for en bransje kan gi ustabile forhold, og følgelig utgjøre trussel for bransjens lønnsomhet. Atlantisk laks er en råvare hvor prisen bestemmes av tilbud og etterspørsel. Dette tyder på at markedet tar unna all laks uansett volum, og innad i bransjen er det derfor ikke nødvendig å ta markedsandeler fra hverandre. Dagens vekstrate i oppdrettsnæringen viser til lav intern rivalisering blant de etablerte aktørene.

Graden av konsentrasjon og antall konkurrenter i markedet utgjør også en trussel for lønnsomheten i en bransje. Ifølge Barney (2014, side 62) er bransjer med mange selskaper av samme størrelse preget av sterk konkurranseintensitet og høy rivalisering blant aktørene. Innenfor oppdrettsnæringen finnes det en god del selskaper, men størrelsen varierer. Historisk sett har den norske oppdrettsnæringen gått fra å være en bransje med mange små selskaper, til å bli en næring som i dag preges av et fåtall store aktører. Dette har skjedd gjennom omstruktureringer, konsolideringer og oppkjøp. Utviklingen i retning av færre og større aktører antas å gi lavere intern rivalisering, og presset på næringens marginer synes å avta.

Konsesjonssystemet kan imidlertid gi opphav til økt rivalisering blant oppdrettsselskapene. Oppdrettsnæringen er underlagt strenge betingelser for etablering, og myndighetene er beskjedne med å dele ut konsesjoner og lokaliseringstillatelser (Liabø et al., 2007). Dette har ført til at de store aktørene stadig forsøker å finne nye måter å vokse på. De siste årene har selskapene i større grad enn tidligere fokusert på forskning og utvikling, i håp om å kunne oppnå konkurransefortrinn på sine konkurrenter. Forskningsområder som er sentrale i dag er utvikling av nye produkter og

markeder, samt å finne løsninger som kan gi en mer kostnadseffektiv og bærekraftig produksjon. Med dette ser vi at rivaliseringen blant oppdrettselskapene også kan ha positive sideeffekter.

Samlet mener vi at den interne rivaliseringen blant de etablerte aktørene i oppdrettsnæringen kan betraktes som moderat til lav.

4.2.3 Oppsummering – ekstern bransjeorientert analyse

I den eksterne bransjeorienterte analysen har vi sett nærmere på forhold som kan danne grunnlag for en eventuell bransjefordel. Ved å anvende analyseverktøyene PESTEL og Porters fem krefter har vi i de to foregående avsnittene kartlagt om det finnes slike forhold i SalMars omgivelser. Sammen med eventuelle ressursfordeler vil bransjefordelen danne grunnlag for anslag på SalMars strategiske fordel. En bransjefordel vil si at bransjen som helhet har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn netto driftskravet (Knivsflå, 2016f). Bransjefordelen ventes å øke dersom bransjen har muligheter, og den ventes å bli redusert dersom bransjen står overfor trusler.

Vi har sett at den norske oppdrettsnæringen påvirkes av flere makroforhold. De mest sentrale makroforholdene er konsesjonssystemet, lakseprisen, demografiske faktorer og miljø. Vi mener at disse forholdene vil være av stor betydning for oppdrettsnæringens framtidsutsikter. Konsesjonssystemet er myndighetenes verktøy for å regulere etableringene i næringen, hvilket gir dem store muligheter til å påvirke næringens fremtid. Systemet er avgjørende for oppdrettsnæringens videre utvikling, og endringer vil ha stor effekt på dens lønnsomhet. Stortingsmeldingen om forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett ble som nevnt vedtatt av Stortinget i 2015, og i tiden fremover vil det være spennende å se hvordan trafikklys-systemet og utviklingskonsesjonene vil påvirke næringens lønnsomhet. Myndighetenes strenge konsesjonspolitikk bidrar til å holde lakseprisen høy, ved at tilbudet er begrenset. Høye laksepriser vil ha en positiv effekt på næringens fremtidige lønnsomhet og lakseprisens utvikling står følgelig sentralt. Videre mener vi at det er viktig å merke seg hva demografiske faktorer har å si for fremtiden. Land som Russland, India og Kina vil være spennende å følge med på. Det er her en fremvoksende middelklasse, og det er ventet at disse landene vil bli viktige markeder for den norske oppdrettsnæringen fremover. Fokus på miljøvennlig og bærekraftig oppdrett er imidlertid helt nødvendig for næringens videre vekst og utvikling.

Innovasjon og teknologiske nyvinninger som løser de miljømessige utfordringene som oppdrettsnæringen i dag står overfor vil være avgjørende for dens framtidsutsikter.

Gjennom en analyse av bransjestrukturen har vi videre forsøkt å se på hvilke forhold som synes å påvirke lønnsomheten og konkurransesituasjonen innad i oppdrettsnæringen. Hvor intensiv konkurransen er, er avgjørende for aktørenes muligheter til å oppnå en rentabilitet over avkastningskravet. Etableringsbarrierer, homogene produkter og råvaretilgang er de mest sentrale bransjeforholdene. Krav om konsesjon og lokaliseringstillatelser, samt kapitalintensiv drift gjør at etableringsbarrierene er høye for oppdrettsnæringen, hvilket fører til at næringen skjermes for konkurranse, og trusselen fra nyetableringer antas å være lav. Produktene som tilbys er hovedsakelig standardiserte og lite differensierte. Mesteparten av fisken som selges og eksporteres er ikke videreforedlet, og dette har gjort det vanskeligere å differensiere produktene. Disse forholdene tilsier at kundene har få kostnader ved bytte av leverandør, og tilbøyeligheten til å skifte enkeltleverandører antas derfor å være stor. Råvaretilgang gjelder først og fremst tilgangen til fiskefôr. Fôrleverandørene har i dag en relativt sterk posisjon da flertallet av de store aktørene kjøper alt sitt fiskefôr fra eksterne leverandører. Trusselen fra leverandører skyldes følgelig oppdrettsselskapenes avhengighet av deres leveranser. Fôrleverandørenes forhandlingsmakt har imidlertid svekket seg de senere årene, spesielt i etterkant av at Marine Harvest åpnet sin egen fôrdivisjon.

Tabell 4-1 oppsummerer resultatet av bransjeanalysen ved bruk av Porters fem krefter:

	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer	X		
Trussel fra substitutter	X		
Kundenes forhandlingsmakt		X	
Leverandørenes forhandlingsmakt		X	
Intern rivalisering	(X)	X	

Tabell 4-1 Oppsummering av resultatet av bransjeanalysen ved bruk av Porters fem krefter.

Totalt sett mener vi at konkurranseintensiteten i oppdrettsnæringen kan sies å være moderat, hvilket gjør det mulig å kunne oppnå en bransjefordel.

4.3 Intern ressursorientert analyse


Gjennom internanalysen skal vi forsøke å kartlegge selskapets interne forhold, herunder selskapets strategiske ressurser. Ifølge Barney (2014, side 125) er et selskaps ressurser «alle eiendeler, evner, kompetanse, organisatoriske prosesser, attributter, informasjon, kunnskap og så videre som er kontrollert av selskapet, og muliggjør implementering av strategier som forbedrer effektiviteten». Målet med ressursanalysen er å kartlegge og kategorisere selskapets ressurser, for så å vurdere om ressursene gir eller kan gi opphav til midlertidige eller varige ressursfordeler. Selskapet har en ressursfordel dersom deres netto driftsrentabilitet er høyere enn den gjennomsnittlige netto driftsrentabiliteten i bransjen (Knivslå, 2016f). For å analysere SalMars interne ressurser skal vi ta i bruk analyseverktøyet VRIO. Kapitlet innledes derfor med en kort presentasjon av VRIO, etterfulgt av en analyse av SalMars viktigste interne ressurser, før vi tilslutt oppsummerer den interne ressursorienterte analysen.

4.3.1 VRIO-analyse

VRIO er et analyseverktøy som brukes for å avgjøre om et selskaps interne ressurser representerer styrker eller svakheter og gir opphav til konkurransemessige fordeler eller ulemper. For å identifisere mulige ressursfordeler tar VRIO-modellen for seg følgende spørsmål (Barney, 2014, side 140):

- Har selskapet ressurser som er verdifulle for kundene (V)?
- Har selskapet ressurser som er sjeldne i markedet eller mellom konkurrentene (R)?
- Har selskapet ressurser som er vanskelige å imitere for konkurrentene (I)?
- Har selskapet ressurser som er effektivt organisert (O)?

De konkurransemessige implikasjonene avhenger derfor av hvorvidt den enkelte ressurs er verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og effektivt organisert. Analyseverktøyet VRIO er oppsummert nedenfor i tabell 4-2.

Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Effektivt organisert?	Superrentabilitet	Konkurrensemessige implikasjoner	Styrke eller svakhet
Nei	-	-	 Nei	$ndr < ndr_b$	Konkurrensemessig ulempe	Svakhet
Ja	Nei	-		$ndr \approx ndr_b$	Konkurrensemessig paritet	Styrke
Ja	Ja	Nei		$ndr > ndr_b$	Midlertidig konkurransefortrinn	Styrke og særegen kompetanse
Ja	Ja	Ja		$ndr > ndr_b$	Varig konkurransefortrinn	Styrke og varig særegen kompetanse

Tabell 4-2 Analyseverktøyet VRIO. Basert på VRIO-analysen vil selskapets ressurser representere styrker eller svakheter og gi opphav til konkurrensemessige fordeler eller ulemper (Barney, 2014, side 140). Med ndr og ndr_b menes henholdsvis selskapets og bransjens netto rentabilitet.

Med utgangspunkt i SalMars årsrapporter anses følgende ressurser som viktige: deres evne til å være innovative, deres satsing på en sterk verdikjede og deres finansielle posisjon i bransjen som den tredje største lakseoppdretteren i Norge. I det følgende skal vi derfor kartlegge og analysere disse ressursene.

Innovasjon

Et av de viktigste momentene innenfor norsk oppdrettsnæring er innovasjon. Det forventes i dag en sterk etterspørselsvekst i årene fremover, og forskning og innovasjon vil være helt avgjørende for at de norske oppdrettsselskapene skal kunne takle dette (Soltveit, 2016). Dessuten har den senere tids uheldige miljømessige hendelser, herunder lakselus, sykdomsutbrudd og rømming, gjort det enda viktigere å utvikle nødvendig teknologi. På bakgrunn av dette, og med et ønske om å effektivisere prosessene i verdikjeden, har SalMar og en rekke andre selskaper økt sin satsing på forskning og utvikling de siste årene. Denne utviklingen har også vært viktig for å kunne bli mer konkurransedyktig i en tid med økende internasjonal konkurranse.

SalMar er i dag en av verdens største og mest effektive produsenter av oppdrettslaks, og investeringer i teknologi og utvikling av innovative løsninger for oppdrett har bidratt til dette (SalMar, 2015a). På samme tid fokuserer SalMar på å være en bærekraftig aktør som tar vare på forhold av både miljømessig, samfunnsmessig og økonomisk karakter (SalMar, 2015a). I sin bærekraftsrapport for 2014 innleder de med følgende slagord: «Bærekraft i alt vi gjør!» (SalMar, 2015i). Kjøpet av grønne konsesjoner i 2013, hvor selskapet fikk tildelt 8 stykker, underbygger deres ståsted. At SalMars utvikling er innenfor rammene av en bærekraftig utvikling er også i samsvar med regjeringens ønske om en forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse-

og ørretoppdrett, jamfør Stortingsmelding nr. 16 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015b). Med det sterke fokuset på bærekraft er innovasjonsevne utvilsomt en verdifull ressurs for SalMar.

SalMar er ikke det eneste selskapet som har økt sin satsing på forskning, utvikling og innovasjon de siste årene. Alle de store aktørene har betydelige investeringskostnader, og de legger ned mye arbeid for å holde følge med og bli bedre enn sine konkurrenter. For å avgjøre om SalMars evne til å være innovativ er en sjelden ressurs vil vi i det følgende trekke frem to av deres store prosjekter. Som en del av SalMars satsing på innovative og forbedrede løsninger innenfor oppdrett har det viktigste prosjektet i nyere tid vært utviklingen av anlegget InnovaMar, som ble tatt i bruk i 2011. På SalMars nettsider opplyser de at dette er et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for ilandføring, slakt- og bearbeiding av laks (SalMar, 2015f). Anlegget er av høy teknologisk stand med omfattende automatiseringsprosesser og flere nye tekniske løsninger som bidrar til å styrke SalMars konkurransekraft. Bruk av innovativ teknologi i produksjonen har bidratt til å redusere kostnadene samt ført til økt kvalitet på sluttproduktet. Disse forholdene taler for at InnovaMar er en verdifull ressurs for SalMar. Det faktum at InnovaMar er et fleksibelt anlegg som er godt egnet til å tilpasse seg eventuelle fremtidige produksjonsendringer, for eksempel som følge av endrede ønsker og krav fra kunder eller myndigheter, viser også at InnovaMar er effektivt organisert.

Det andre prosjektet knytter seg til SalMar-konsernets datterselskap Ocean Farming AS. Selskapet er etablert med en målsetting om å utvikle havbasert fiskeoppdrett. Prosjektets løsning er basert på det beste av teknologi hentet fra oppdrettsnæringen og oljeindustrien (SalMar, 2015a). Gjennom effektiviserte og automatiserte operasjoner er det et mål at prosjektet skal kunne bidra til konkurransedyktige produksjonskostnader for oppdrett av laks, særlig med tanke på konkurranse fra lavkostland (SalMar, 2015a). Reduserte produksjonskostnader vil resultere i mer konkurransedyktige priser sammenlignet med utenlandske aktører av atlantisk laks, hvilket taler for at Ocean Farmings anlegg er en verdifull ressurs for SalMar. Prosjektet er fortsatt under utvikling, men ved utgangen av februar 2016 fikk Ocean Farming tildelt de åtte første utviklingskonsesjonene for å utvikle en havmerd, og dette vil trolig sette fart på prosjektet (Fiskeridirektoratet, 2016d). En nærmere forklaring av hva utviklingskonsesjoner innebærer finnes i delkapittel 4.2.1 (side 42) under politiske forhold.

Begge prosjektene, både InnovaMar og Ocean Farming, viser at SalMar er innovasjonsdyktige. Til tross for at flere selskaper i senere tid har økt sin satsing på forskning, utvikling og innovasjon er det ikke mange som kan vise til lignende utvikling av bærekraftige løsninger som SalMar. På bakgrunn av at SalMar har utviklet et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for ilandføring, slakt- og bearbeiding av laks for å sikre produksjon av høy kvalitet, samt mottatt utviklingskonsesjoner for å utvikle havbasert oppdrett, mener vi at deres innovasjonsevne er sjelden. På sikt vil det imidlertid være mulig for konkurrentene å imitere SalMars prosjekter, da teknologien er tilgjengelig for alle. Likevel vil ikke prosjektene være imiterbare på kort sikt, siden oppføring av anlegg, automatisering av prosesser og utvikling av tekniske løsninger vil være tidkrevende. SalMars utvikling av både InnovaMar og Ocean Farming, samt det faktum at selskapet i dag er et av verdens ledende og mest effektive produsenter av laks, tilsier at de har utnyttet innovasjonsressursen sin på en godt organisert og effektiv måte.

Vår konklusjon er at SalMars innovasjonsevne er en verdifull ressurs som vil gi grunnlag for et midlertidig konkurransefortrinn. På lengre sikt vil nok hverken InnovaMar eller Ocean Farming være egnet til å gi konkurransefortrinn, siden det vil være mulig for andre aktører å kopiere anleggene. SalMar har derfor ikke en varig fordel.

Verdikjede

SalMars verdikjede er en helintegret og sporbar verdikjede, hvor aktivitetene strekker seg fra stamfisk og produksjon av rogn til salg og distribusjon av fisk (SalMar, 2015a). Dette innebærer at de kontrollerer råvaretilgangen for store deler av verdikjeden, samt at de har full oversikt over sine kostnader gjennom hele produksjonsprosessen. Følgelig kan de lettere nå målsetningen om å være kostnadsleder i bransjen. SalMar jobber målrettet for å sikre kvalifisert arbeidskraft i alle ledd (SalMar, 2015a). Stor vekt på bedriftens kultur, arbeidsmiljø, arbeidsoppgaver og konkurransedyktige betingelser skal legge grunnlag for at de rundt 1 000 ansatte i SalMar skal trekke i samme retning gjennom hele verdikjeden, slik at selskapet skal kunne lykkes med å bli verdens beste oppdrettsselskap (SalMar, 2015a). Fokuset i verdikjeden ligger på prestasjoner fremfor resultater, og på denne måten skal produksjonen bli fremragende i alle ledd.

Siden SalMar har kontroll over hele verdikjeden kan de bruke dette til sin fordel ved å ha et målrettet fokus på de utfordringene som gir opphav til størst kostnader for selskapet. Høye fiskefôrpriser og kostnader knyttet til biologiske utfordringer, særlig knyttet til det å holde lakselusnivåene nede, er i likhet med bransjen også SalMars viktigste årsaker til høye produksjonskostnader. Konsekvensene av slike høye kostnader forfølger laksen gjennom hele verdikjeden og kan slå uheldig ut på resultatet.

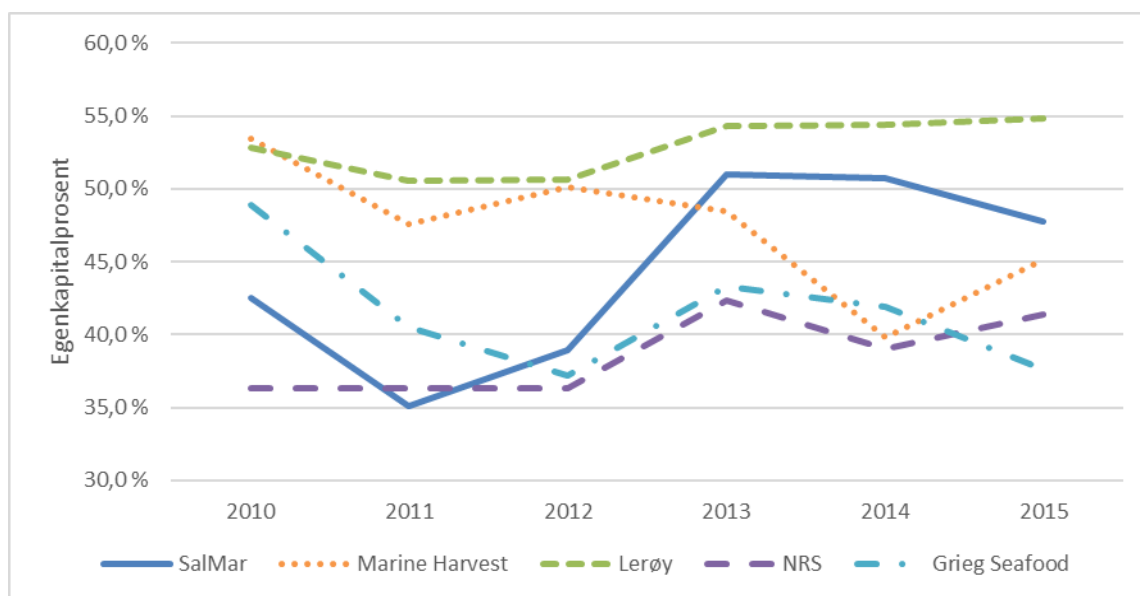
Vi vil påstå at SalMars verdikjede representerer en verdifull ressurs, da den gir dem en god oversikt over deres kostnader, hvilket gjør dem i bedre stand til å vite hvilke ledd de bør være oppmerksomme på. På den måten vil SalMar på sikt kunne redusere sine produksjonskostnader og opparbeide seg konkurransedyktige priser. SalMars verdikjede skiller seg likevel ikke mye fra konkurrentene, og således representerer den ikke en sjelden ressurs. Alle SalMars nærmeste konkurrenter er integrerte oppdrettskonsern med kontroll over store deler av produksjonsprosessen. Videre fremstår ikke verdikjeden som en ikke-imiterbar ressurs, siden nødvendig teknologi for å utvikle en helintegret og sporbar verdikjede er tilgjengelig for alle. SalMars verdikjede anses likevel som effektivt organisert. Selskapet har som nevnt jobbet målrettet for å sikre gode presentasjoner i alle ledd av verdikjeden slik at sluttproduktet som leveres til kunden skal være av høy kvalitet.

Vår konklusjon er at SalMars verdikjede er en ressurs som vil gi grunnlag for konkurransemessig paritet. Dette fordi ressursen ikke skiller seg fra standarden i bransjen.

Finansiell styrke

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv bransje hvor det å ha finansiell styrke er en viktig ressurs. De siste tre årene har SalMar hatt en god soliditet med en egenkapitalprosent som omtrent har utgjort halvparten av selskapets total kapital, som vist nedenfor i figur 4-4. Høy egenkapitalprosent antas å bidra til å gi finansiell stabilitet og fleksibilitet på lengre sikt, samt å legge grunnlag for fremtidige investeringsmuligheter. SalMars finansielle styrke har gitt dem muligheter til å vokse gjennom en rekke oppkjøp og investeringer (SalMar, 2015b). Samtidig har deres høye egenkapitalprosent fungert som en buffer i usikre og utfordrende tider. Det må i denne sammenhengen påpekes at balanseførte immaterielle eiendeler, herunder konsesjoner, utgjør en

betydelig del av SalMars samlede anleggsmidler (SalMar, 2016a). Hvis vi setter de immaterielle eiendelene opp mot egenkapitalen ser vi at de immaterielle eiendelene tilsvarer rundt 55 prosent av bokført egenkapital. I utfordrende tider eller ved en konkurslignende situasjon vil dette kunne slå uheldig ut, da eventuelle nedskrivninger av immaterielle eiendeler vil føre til et dramatisk fall i egenkapitalen. Å studere egenkapitalprosenten isolert vil derfor gi en indikasjon på at SalMars finansielle stilling er noe sterkere enn hva som er tilfellet. Høy egenkapitalprosent og stor andel immaterielle eiendeler er imidlertid vanlig blant de store aktørene, siden bransjen er kapitalintensiv og aktørene er avhengig av konsesjoner for å kunne drive. SalMar skiller seg derfor ikke særlig ut med sin finansielle stilling, som vist i figur 4-4.



Figur 4-4 Utvikling i egenkapitalprosent for de fem største aktørene i norsk oppdrettsnæring for perioden 2010-2015 (nødvendige data er hentet fra selskapenes respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Høy egenkapitalprosent gir lavere risiko samt det forventes å bidra til å gi finansiell stabilitet og fleksibilitet. Finansiell styrke kan også være vesentlig i forbindelse med et selskaps fremtidige vekst, for eksempel gjennom oppkjøp og investeringer. SalMars finansielle stilling representerer dermed en verdifull ressurs. SalMars solide finansiering er likevel ikke unik i oppdrettsnæringen, fordi alle de store oppdrettsaktørene i Norge kan skilte med omtrent tilsvarende høye egenkapitalandeler. Videre er finansiell styrke også en ressurs som det er mulig for andre aktører å oppnå, og derfor er ressursen imiterbar. SalMar har derimot organisert ressursen sin på en effektiv

måte. Økende omsetning, oppkjøp og viktige investeringer opp gjennom tidene underbygger at SalMar har anvendt ressursen på en god måte.

Vår konklusjon er at SalMars finansielle styrke er en ressurs som vil gi grunnlag for en konkurransemessig paritet. Dette begrunnes med at deres finansielle stilling er en verdifull, men ikke sjelden ressurs i den norske oppdrettsnæringen.

4.3.2 Oppsummering – intern ressursorientert analyse

I den interne ressursorienterte analysen har vi sett nærmere på interne forhold som kan danne grunnlag for en eventuell ressursfordel. Ved hjelp av analyseverktøyet VRIO har vi i de foregående avsnittene kartlagt SalMars interne strategiske ressurser, og i det følgende skal vi oppsummere våre funn. Sammen med bransjefordelen vil en eventuell ressursfordel som nevnt danne grunnlag for anslag på SalMars strategiske fordel. En ressursfordel vil si at selskapet har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn den gjennomsnittlige netto driftsrentabiliteten i bransjen (Knivsflå, 2016f). Ressursfordelen ventes å øke dersom selskapet har sterke sider internt, og den ventes å bli redusert dersom selskapet har svake sider internt.

Tabell 4-3 oppsummerer resultatet fra VRIO-analysen:

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Effektivt organisert?	Resultat
Innovasjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Finansiell styrke	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
= Totalt sett	Ja	Nei	Nei	Ja	ndr ≈ ndr_b

Tabell 4-3 Oppsummering av den interne ressursorienterte analysen ved bruk av analyseverktøyet VRIO. Totalt sett viser analysen at SalMars netto driftsrentabilitet er ventet å være tilnærmet lik bransjens ($ndr \approx ndr_b$), men med mulighet for å oppnå en høyere avkastning som følge av deres innovasjonsevne.

Resultatet fra VRIO-analysen viser at SalMar har flere verdifulle ressurser som blir utnyttet på en effektiv og godt organisert måte. De tre ressursene vi har valgt å analysere synes imidlertid å være imiterbare for aktørene i oppdrettsnæringen, samtidig som SalMars verdikjede og finansielle styrke ikke kan anses som sjeldne i bransjen. Vi mener at selskapets verdikjede og finansielle styrke ikke

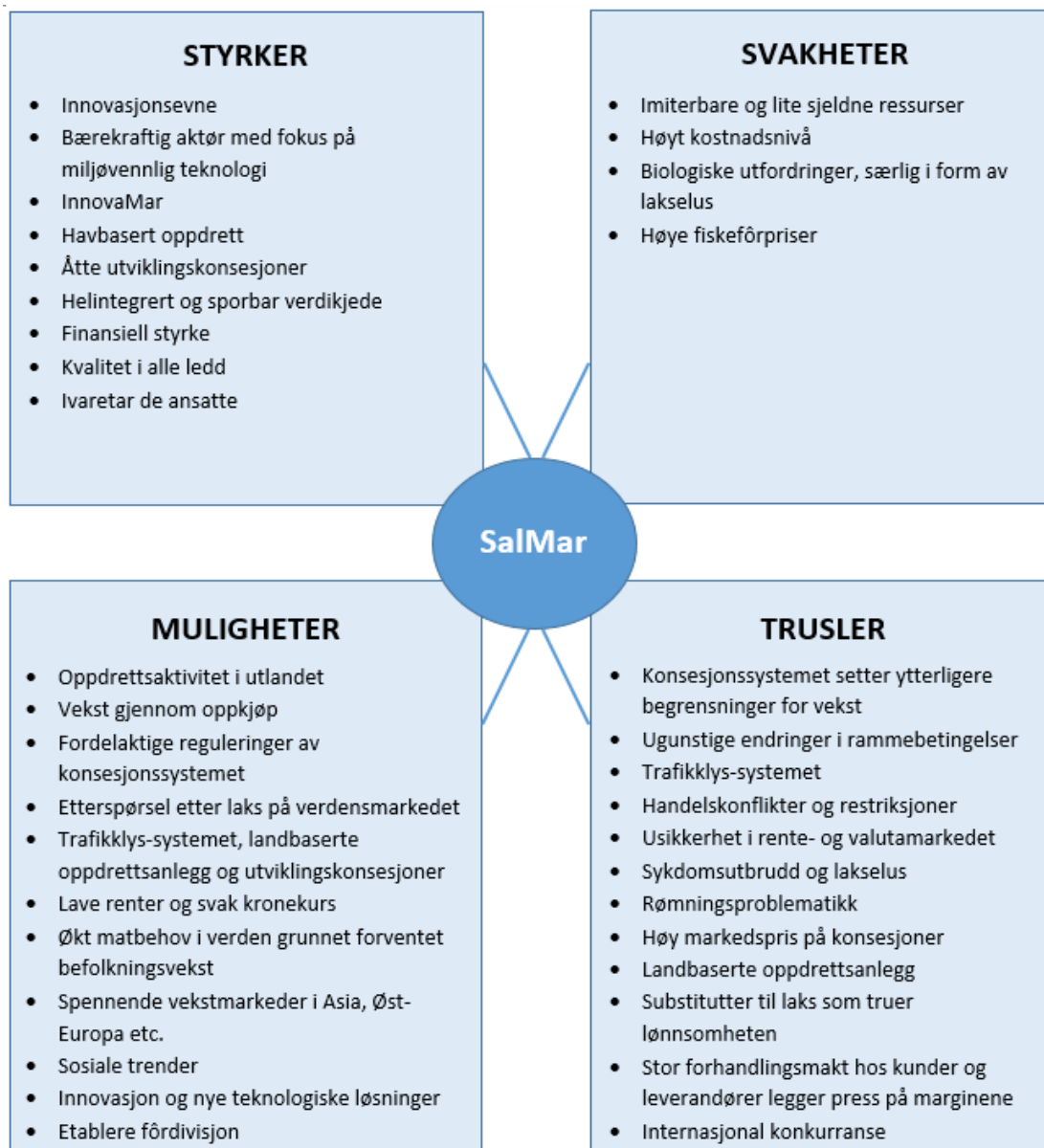
vil danne grunnlag for noe mer enn konkurransemessig paritet, hvor deres netto driftsrentabilitet vil være tilnærmet lik den gjennomsnittlige netto driftsrentabiliteten i bransjen. Av de utvalgte ressursene er det bare SalMars innovasjonsevne som representerer en sjelden ressurs, hvilket gjør at den danner grunnlag for et midlertidig konkurransefortrinn. Dette vil gi SalMar en netto driftsrentabilitet som vil være høyere enn gjennomsnittet i bransjen, da ressursen gir dem styrke og særegen kompetanse.

VRIO-analysen viser at SalMar har interne ressurser som samlet sett gir grunnlag for konkurransemessig paritet. Ifølge oppsummeringen av analyseverktøyet VRIO i tabell 4-2 representerer dette en styrke for selskapet. Gitt at SalMar utnytter sine ressurser på en god måte vil det likevel være mulig for dem å oppnå en liten konkurransemessig fordel, spesielt siden deres innovasjonsevne danner grunnlag for et midlertidig konkurransefortrinn. Hovedsakelig forventes det at SalMar oppnår en avkastning som er tilnærmet lik gjennomsnittet i bransjen, men på grunn av deres særegne kompetanse vil det være mulig å oppnå en høyere avkastning. På lengre sikt vil imidlertid en eventuell fremtidig lønnsomhet være tilbakevendende mot gjennomsnittet («mean reversion»), fordi ingen selskaper kan vokse raskere enn den samlede økonomien (Penman, 2013, side 507).

4.4 Oppsummering – strategisk fordel og risiko

SWOT-analyse er et strategisk analyseverktøy som brukes for å oppsummere interne og eksterne forhold som påvirker et selskaps konkurranseevne (Roos et al., 2013, side 128). SWOT-analysen fungerer derfor som et bindeledd mellom den interne ressursorienterte analysen og den eksterne bransjeorienterte analysen. I den interne ressursorienterte analysen har vi kartlagt SalMars interne forhold, hvilket reflekterer deres styrker og svakheter. I den eksterne bransjeorienterte analysen har vi derimot forsøkt å danne oss et bilde av de forholdene som omgir selskapet. Eksternanalysen reflekterer deres muligheter og trusler.

SWOT-analysen i figur 4-5 oppsummerer de viktigste funnene fra våre strategiske analyser. Fremstillingen gjør det lettere å se hvilke ressurser SalMar har som gjør dem i stand til å utnytte mulighetene og unngå truslene i bransjen. Et selskap som unnytter mulighetene bedre enn sine konkurrenter eller unngår truslene i større grad enn dem, kan sikre seg en mer gunstig posisjon i markedet og oppnå en strategisk fordel utover bransjegjennomsnittet.



Figur 4-5 Oppsummering av strategisk analyse gjennom SWOT, hvor styrker, svakheter muligheter og trusler trekkes frem.

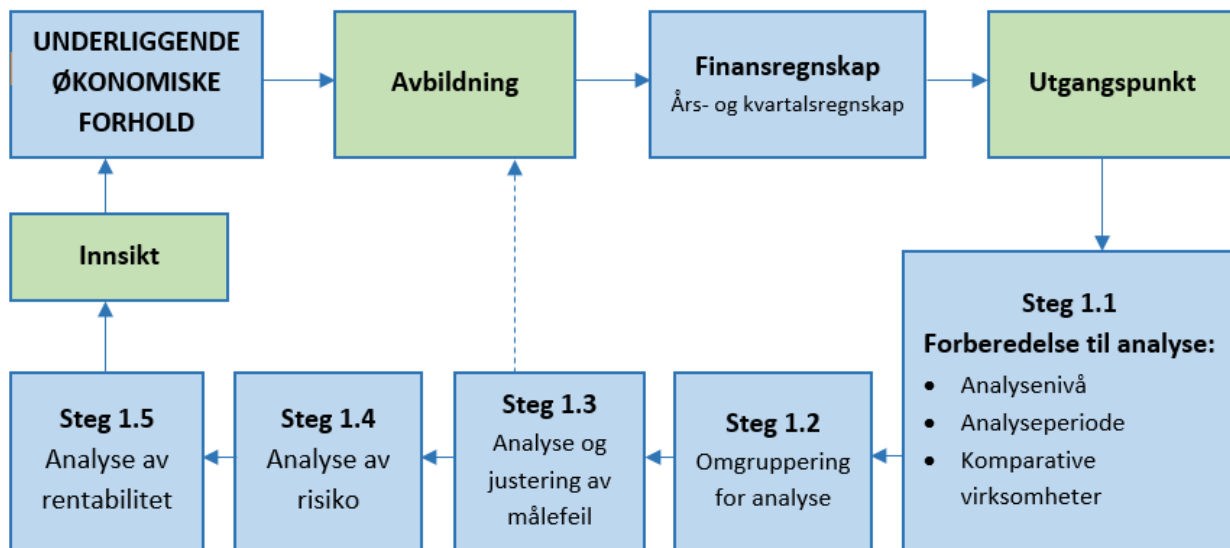
5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold i et selskap (Palepu et al, 2004, side 1-8). Formålet med regnskapsanalysen er å klargjøre og avdekke de underliggende økonomiske forholdene ved å studere selskapets finansregnskap. Den innsikt som vi opparbeider oss gjennom regnskapsanalysen vil danne grunnlag for våre senere utarbeidelser av fremtidsregnskap. Siden vi skal verdsette SalMars egenkapital vil vi i det følgende gjennomføre en investororientert regnskapsanalyse, hvor fokuset rettes mot egenkapitalinvestorene.

Kapittelet innledes med en presentasjon av rammeverket for regnskapsanalyse. Deretter gjør vi rede for våre forberedelser til regnskapsanalysen, herunder valg av analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter. Videre presenteres SalMars rapporterte tall, samt at vi omgrupperer tallene for analyse og foretar en analyse og justering av målefeil. Avslutningsvis presenteres rammeverket for forholdstallsanalyse.

5.1 Rammeverk

For å gjennomføre en oversiktlig regnskapsanalyse vil det være nyttig å følge et rammeverk. Vi har i denne sammenhengen valgt å ta utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå, som presentert i figur 5-1:



Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse (fritt etter Knivsflå, 2016g). Stegene 1.1 til 1.5 skal bidra til å gi innsikt i SalMars underliggende økonomiske forhold.

Det første steget går ut på at man må forberede seg til analysen og foreta visse praktiske avgrensninger, herunder valg av analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter. Det andre steget innebærer en omgruppering av de rapporterte regnskapstallene, slik at de klargjøres for bruk i en investororientert regnskapsanalyse. I det tredje steget gjennomføres en analyse av potensielle målefeil, samt at eventuelle nødvendige justeringer blir foretatt. Det fjerde og femte steget i regnskapsanalysen er forholdstallsanalyser, hvor risiko og rentabilitet analyseres og måles opp mot gjennomsnittet i bransjen. Rammeverket for forholdstallsanalyse blir presentert i delkapittel 5.6 (side 94).

5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Før regnskapsanalysen kan påbegynnes må vi som nevnt foreta noen praktiske avgrensninger. I det følgende redegjør vi for vårt valg av analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter.

5.2.1 Valg av analysenivå

Først må det tas stilling til valg av analysenivå. En virksomhet kan analyseres på ulike måter, enten samlet som en helhet eller inndelt i ulike forretningsområder (Kaldestad & Møller, 2011, side 53-54). Hvilket analysenivå man bør velge avhenger av antall forretningsområder, forskjellen mellom forretningsområdene, og tilgangen på regnskapsinformasjon for hvert forretningsområde. SalMars aktiviteter fordeler seg på flere virksomhetsområder, som smolt, oppdrett, slakting og foredling, og salg og distribusjon. I konsernets årsregnskap deler de imidlertid driften inn i to segment, et oppdrettssegment og et segment for salg og prosessering (SalMar, 2015a). En analyse av hvert enkelt virksomhetsområde ville følgelig vært vanskelig siden tilgangen på tilstrekkelig detaljert regnskapsinformasjon er begrenset. Selv om SalMars aktiviteter skiller seg fra hverandre når det gjelder utførelse, er de alle gjensidig avhengig av hverandre da de er en del av SalMars vertikalt integrerte verdikjede, og derfor er det naturlig å analysere dem under ett.

Siden vi velger å analysere SalMar som en helhet, må det videre tas stilling til om det er konsernregnskapet eller morselskapets selskapsregnskap som skal analyseres. I selskapsregnskapet blir investeringer i datterselskap regnskapsført som en balansepost og en resultatpost, mens mor og datter blir rapportert som ett selskap i konsernregnskapet. Konsernregnskapet gir et bedre bilde av

virksomhetens samlede omfang, og på bakgrunn av dette velger vi å basere analysen vår på konsernregnskapet til SalMar.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Med analyseperiode mener vi hvor mange år tilbake i tid vi skal analysere. Valget avhenger av om virksomheten er stabil eller om den endrer seg over tid. Samtidig avhenger det også av om virksomheten opererer i en syklisk bransje. Sykliske bransjer kjennetegnes ved at de er svært følsomme for skiftende konjunkturer. Ved analyse av virksomheter i slike bransjer bør analyseperioden derfor være så lang at den representerer både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur. Oppdrettsnæringen kan karakteriseres som en syklisk bransje (Pedersen, 2015). Næringen er syklisk siden det dreier seg om levende individer i sjøen som kan være utsatt for forhold som det kan være vanskelig for oppdrettsaktørene å ha kontroll over. En eventuell skade vil dermed kunne få svært uheldige økonomiske konsekvenser. Samtidig er svingningene i lakseprisen også en viktig forklaringsfaktor, da lønnsomheten i bransjen er sterkt avhengig av lakseprisens utvikling.

Den generelle trenden i oppdrettsnæringen viser at de store aktørene er preget av sterk vekst, både i form av flere konsesjoner, fabrikker og oppkjøp. Dette er også tilfellet for SalMar. Følgelig er eldre regnskapsinformasjon dårlig egnet til å projisere fremtidig lønnsomhet. Dette taler for at vi bør velge en relativt kort analyseperiode. Faren med å velge en kort analyseperiode er imidlertid at vi risikerer at bare en opp- eller nedgangskonjunktur blir inkludert, når vi baserer analysen på historisk regnskapsinformasjon, og konsekvensen er da at næringens framtidsutsikter enten vil bli over- eller undervurdert. På bakgrunn av nevnte forhold har vi derfor valgt en seksårig analyseperiode for SalMar. Etter vår vurdering er perioden representativ for utviklingen i oppdrettsnæringen, samtidig som at SalMars vekst de siste årene blir hensyntatt. Analyseperioden strekker seg dermed fra 2010 til 2015. I tillegg tar vi med 2009 i oversikten, siden dette året vil danne grunnlag for beregning av endring i forholdstall for 2010. Valgt analyseperiode gjør seg for øvrig også gjeldende for komparative virksomheter.

5.2.3 Valg av komparative virksomheter

Uten en målestokk er det vanskelig å vite hvordan et enkeltsekskap gjør det. Bransjegjennomsnittet fungerer derfor som en målestokk ved regnskapsanalyse. Utvalget av komparative selskaper vil altså utgjøre et viktig sammenligningsgrunnlag for våre analyser av SalMars risiko og lønnsomhet. Som diskutert i delkapittel 2.4.2 (side 17) har vi valgt å avgrense det komparative utvalget til selskaper som i størst mulig grad ligner på SalMar. De selskapene vi har valgt å ha med i bransjegjennomsnittet er Marine Harvest, Lerøy, NRS og Grieg Seafood. En nærmere begrunnelse for valget er presentert i delkapittel 2.4.2. Ettersom at man i strategisk regnskapsanalyse ønsker å sammenligne forholdstall mot bransjegjennomsnittet, tas også SalMar med i sammenligningsgrunnlaget. Hvorvidt det er korrekt å inkludere analyseobjektet i sammenligningsgrunnlaget kan diskuteres. I dette tilfellet kan det imidlertid forsvares, siden SalMar ikke utgjør en for stor del av bransjegjennomsnittet. Samtidig vil Marine Harvest representere en for stor del av bransjen dersom SalMar ikke er inkludert.

Flere av de komparative selskapene har deler av sin virksomhet i utlandet, mens SalMars virksomhet finner sted i Norge. Optimalt sett burde vi derfor bare benyttet de norske segmentene som sammenligningsgrunnlag, men manglende tilgang på tilstrekkelig regnskapsinformasjon gjør at vi velger å inkludere alle segmentene i bransjegjennomsnittet. En slik forenkling anses ikke å svekke sammenligningsgrunnlaget i betydelig grad.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall

I det følgende blir SalMars resultatregnskap, balanseoppstilling og endring i egenkapital presentert. Oppstillingene bygger på regnskapsdata hentet fra tilgjengelige årsrapporter for årene 2009-2014, samt foreløpige årstall fra kvartalsrapport for fjerdekvartal 2015. I denne sammenheng er det viktig å påpeke at kvartalsrapporter har et lavere detaljnivå enn årsrapporter. Følgelig har det vært nødvendig å splitte opp enkelte poster, siden færre regnskapsposter er spesifisert og noteinformasjonen er mindre detaljert. Oppsplittingen har hovedsakelig vært aktuell for poster som utgjør finansposter i resultatregnskapet, samt fordeling av finansielle eiendeler og varebeholdninger, og kortsiktige og langsiktige forpliktelser i balanseoppstillingen. Primært er størrelsen på de oppsplittede postene basert på historisk vekting. Tilsvarende splitting og vekting har også funnet sted for de komparative selskapene.

I oversiktstabellene nedenfor tar vi utgangspunkt i oppstillingsplanen etter den internasjonale regnskapsstandarden IAS 1, utgitt av International Accounting Standards Board (IASB) (IFRS, u.å.). Vi har imidlertid gjort noen nødvendige justeringer for å klargjøre skillet mellom driftsrelaterte/finansielle og normale/unnormale regnskapsposter, siden dette anses som formålstjenlig for vår videre investororienterte regnskapsanalyse.

Resultatregnskap for SalMar, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Salgsinntekt	2 376 262	3 399 868	3 800 204	4 180 414	6 228 305	7 160 010	7 300 000
+ Annen driftsinntekt	1 043	29 564	33 298	24 377	17 555	25 877	26 200
= Sum driftsinntekter	2 377 305	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
- Varekostnader + beholdningsendring	1 136 878	1 611 683	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 800
- Lønnskostnader	265 517	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 900
- Andre driftskostnader	311 973	402 452	705 889	885 983	1 086 298	1 142 953	1 272 200
- Avskrivninger	66 578	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	321 400
= Driftsresultat før unormale kostnader	596 359	1 008 045	626 600	341 213	1 264 494	1 881 447	1 403 900
- Nedskrivning av varige driftsmidler	11 600	1 668	543	547	5 000	2 399	0
+ Verdjustering av biologiske eiendeler	-4 624	181 023	-368 098	290 417	528 176	-232 349	39 900
- Merverdier varelager	0	33 587	20 259	0	0	0	0
+ Engangsgevinster knyttet til oppkjøp	0	0	0	62 390	161 755	0	0
+ Særskilte biologiske hendelser	0	0	-60 070	-54 614	0	0	0
- Andre unormale driftskostnader (netto)	0	0	0	0	0	0	0
= Driftsresultat	580 135	1 153 813	177 630	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 800
+ Nettoresultat tilknyttede selskaper - normalt	56 769	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 200
+ Nettoresultat tilknyttede selskaper - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansinntekt - normal	330	5 639	5 276	2 956	9 958	9 057	9 200
- Finanskostnad - normal	32 078	49 597	98 791	150 224	168 053	124 193	104 500
+ Unormalt finansresultat	28 947	3 565	-21 636	23 004	372 761	1 142	-5 000
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	634 103	1 260 785	160 478	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 700
- Skattekostnad - normal	163 217	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 900
- Skattekostnad - unormal	0	0	0	0	0	0	0
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	470 886	958 118	147 372	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 800
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
- Netto minoritetsresultat	17	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
= Årsresultatet til majoriteten	470 869	946 818	144 855	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 300
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-14 759	-33 872	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
+ Andre finansielle resultatelement	0	0	0	0	0	0	0
= Totalresultat til majoriteten	456 110	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 500
→ Foreslått utbytte	223 500	406 400	0	0	896 000	1 120 000	0

Tabell 5-1 Resultatregnskap for SalMar i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Balanseoppstilling for SalMar (eiendeler), 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sum immaterielle eiendeler	1 141 374	1 687 928	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 898 643	2 913 500
+ Sum varige driftsmidler	533 286	872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	2 017 575	2 412 000
+ Investeringer i tilknyttet selskap	268 508	866 809	918 868	948 575	402 338	523 711	616 000
+ Investeringer i aksjer og andeler	1 025	1 426	762	15 760	384	519	1 300
+ Pensjonsmidler	4 904	3 901	2 023	2 492	802	1 592	2 400
+ Andre langsiktige fordringer	12 720	12 276	4 609	4 029	5 225	13 403	16 500
= Sum anleggsmidler	1 961 817	3 444 375	3 969 807	4 375 159	4 732 131	5 455 443	5 961 700
Biologiske eiendeler	1 011 518	1 580 934	1 420 789	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 400 000
+ Andre varer	103 176	128 973	227 935	303 682	171 539	206 454	234 300
+ Kundefordringer	252 155	409 707	505 280	660 944	662 149	888 219	815 500
+ Andre kortsiktige fordringer	73 246	136 266	144 993	245 501	217 584	292 644	258 300
+ Bankinnskudd, kontanter og lignende	148 424	107 062	47 621	55 336	1 070 998	166 963	273 700
= Sum omløpsmidler	1 588 519	2 362 942	2 346 618	3 251 676	5 199 420	4 668 964	4 981 800
→ EIEDELER	3 550 336	5 807 317	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 500

Tabell 5-2 Balanseoppstilling for SalMar (eiendeler) i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Balanseoppstilling for SalMar (egenkapital og gjeld), 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Innskutt egenkapital, majoritet	158 734	163 965	176 641	493 243	476 109	478 120	501 100
+ Opptjent egenkapital, majoritet	1 540 158	2 187 391	1 915 741	2 338 170	4 246 867	4 598 535	4 646 200
+ Minoritetsinteresser	914	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 700
= Sum egenkapital konsernet	1 699 806	2 469 367	2 214 610	2 967 713	5 060 784	5 137 277	5 227 000
Pensjonsforpliktelser	5 784	1 714	1 213	528	0	0	0
+ Utsatt skatt	498 508	761 633	738 475	872 398	1 199 557	1 262 594	1 231 200
+ Gjeld til kredittinstitusjoner	746 071	1 760 567	2 028 537	2 098 240	1 974 521	1 780 174	2 130 000
+ Leasing gjeld og annen langsiktig gjeld	68 070	108 606	173 460	125 188	471 716	411 388	631 400
= Sum langsiktig gjeld	1 318 433	2 632 520	2 941 685	3 096 354	3 645 794	3 454 156	3 992 600
Gjeld til kredittinstitusjoner	118 073	51 431	501 754	596 288	397 186	276 667	140 400
+ Leverandørgjeld	204 394	351 042	412 802	762 765	515 856	409 485	370 000
+ Betalbar skatt	146 293	148 088	66 399	7 008	25 843	321 839	380 000
+ Skyldige offentlige avgifter	19 710	48 023	52 980	43 192	93 532	143 757	193 500
+ Annen kortsiktig gjeld	43 627	106 846	126 195	153 515	192 556	381 226	640 000
= Sum kortsiktig gjeld	532 097	705 430	1 160 130	1 562 768	1 224 973	1 532 974	1 723 900
→ EGENKAPITAL OG GJELD	3 550 336	5 807 317	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 500

Tabell 5-3 Balanseoppstilling for SalMar (egenkapital og gjeld) i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Endring i egenkapital for SalMar, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital 01.01 (Majoritet)	1 314 214	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 700
+ Totalresultat	456 110	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 500
- Betalt utbytte	40 960	223 520	409 740	2 940	0	896 000	1 120 000
+ Netto kapitalinnskudd	-30 472	-36 962	7 044	316 599	26 543	-4 375	24 200
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	-12	0	334	-509	-100
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Egenkapital 31.12 (Majoritet)	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 830 648	4 722 976	5 076 655	5 147 300

Tabell 5-4 Endring i egenkapital for SalMar i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

5.4 Omgruppering for analyse

Målet med omgruppering er å skreddersy regnskapsinformasjonen for bruk i den videre analysen (Knivsflå, 2016i). Regnskapsoppstillinger ført etter IFRS er i utgangspunktet mer kreditororienterte enn investororienterte. I vår vurdering av SalMars egenkapitalverdi er det som nevnt mest formålstjenlig med et investororientert perspektiv, og de rapporterte tallene må derfor omgrupperes.

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Ifølge Knivsflå (2016i) kan omgruppering av resultatregnskapet deles inn i fire steg som gjennomgås i det følgende:

Steg 1 – Identifisering av fullstendig nettoresultat

Steg 2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat

Steg 3 – Identifisering av normale og unormale poster

Steg 4 – Fordeling av skattekostnad

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) til egenkapitalen, det vil si majoritetens andel, er gitt ved følgende formel:

$$\text{Fullstendig nettoresultat til egenkapital} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Andre resultatelementer (OCI)} + \text{«dirty surplus»}$$

Formel 1 Formel for beregning av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen.

Majoritetens andel av det rapporterte årsresultatet kan hentes direkte fra SalMars resultatoppstilling. Siden SalMar rapporterer etter IFRS kan også andre resultatelementer (OCI) hentes direkte fra resultatet, under oppstillingen for totalresultat. «Dirty surplus» oppstår som følge av at inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen og ikke resultatført, hvilket er et brudd på kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3 (Regnskapsloven, 1998). Selskap som rapporterer etter IFRS skal i utgangspunktet ikke ha «dirty surplus», men det finnes likevel eksempler på inntekter og kostnader som bryter med kongruensprinsippet. Emisjonskostnader og

diverse justeringer er poster som vanligvis blir klassifisert som «dirty surplus». Identifikasjon av fullstendig nettoresultat for SalMar er gitt gjennom tabell 5-5.

Fullstendig nettoresultat til egenkapital, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Årsresultat (majoritet)	470 869	946 818	144 855	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 300
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-14 759	-33 872	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
+ Andre finansielle resultatelement	0	0	0	0	0	0	0
= Rapportert totalresultat	456 110	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 500
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	-12	0	334	-509	-100
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	456 110	912 946	143 722	424 607	1 865 020	1 254 054	1 166 400

Tabell 5-5 Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat kan deles opp i driftsrelaterte og finansrelaterte poster. Fordeling av fullstendig nettoresultat innebærer at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt (Knivsfå, 2016i). For å kunne fordele er det først nødvendig å kartlegge kildene til resultatet. Inntektskildene består av driftsresultat og finansinntekter. Deretter må det synliggjøres hvordan disse resultatene blir fordelt på finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapital. For mange av postene fremkommer det klart om de er driftsrelaterte eller finansrelaterte, men for noen poster kreves det en nærmere vurdering for å kunne fastslå dette. I det følgende vurderes det hvorvidt de aktuelle postene er driftsrelaterte eller finansrelaterte.

Resultat fra tilknyttede selskaper

I SalMar er investeringer i tilknyttede selskaper, hvor eierandelen ligger på mellom 20 og 50 prosent, nært knyttet til driften. Gjennom sitt eierskap har SalMar betydelig innflytelse i disse selskapene. Alle investeringer i tilknyttede selskaper regnskapsføres etter egenkapitalmetoden, i henhold til IFRS (SalMar, 2015a). SalMars prosentvise andel av resultatet i de tilknyttede selskapene resultatføres som finansposter (SalMar, 2016a). Majoriteten av SalMars tilknyttede selskaper har aktiviteter som inngår i deres verdikjede, og på bakgrunn av dette klassifiserer vi resultatdelen som en driftsrelatert post.

Andre resultatelementer (OCI)

Andre resultatelementer består ofte av en blanding av driftsrelaterte- og finansrelaterte elementer, og man må dermed splitte opp disse. Med utgangspunkt i den informasjonen vi har tilgjengelig, velger vi å klassifisere de postene som omhandler omregningsdifferanser, pensjoner, sikring og tilknyttede selskaper som driftsrelaterte, da vi tolker at disse er nært knyttet til SalMars driftsaktiviteter. Sikringsinstrumenter kunne også vært vurdert som en finansiell post, men vi antar at det er sikring av driften og derfor klassifiserer vi posten som driftsrelatert. Vi velger å ikke klassifisere noen andre resultatelementer som finansielle.

«Dirty surplus»

For SalMar består «dirty surplus» av et fåtall poster med gjennomgående lave beløp. Dette tilsier at posten «andre resultatelementer» fanger opp de fleste poster som er ført direkte mot egenkapitalen. Med utgangspunkt i SalMars årsrapport har vi valgt å klassifisere diverse justeringer som driftsrelatert «dirty surplus», siden justeringene har blitt ført direkte mot egenkapitalen og ikke via resultatet. Videre antar vi at justeringene knytter seg til selskapets drift.

Basert på de drøftede antakelsene kan SalMars fullstendige resultat fordeles ut fra om det enkelte resultatelement klassifiseres som driftsrelatert eller finansrelatert, som vist i tabell 5-6 og 5-7.

Fullstendig driftsresultat før skatt, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 377 305	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
- Driftskostnader	1 780 946	2 421 387	3 206 902	3 863 578	4 981 366	5 304 440	5 922 300
= Driftsresultat fra egen virksomhet	596 359	1 008 045	626 600	341 213	1 264 494	1 881 447	1 403 900
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	56 769	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 200
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-14 759	-33 872	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	-12	0	334	-509	-100
= Fullstendig driftsresultat før skatt	638 369	1 121 538	723 466	392 359	1 497 453	2 039 137	1 507 200

Tabell 5-6 Fullstendig driftsresultat før skatt i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Fullstendig finansresultat før skatt, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sum finansinntekt	30 396	24 134	8 050	53 133	384 315	11 101	11 700
- Sum finanskostnad	33 197	64 528	123 201	177 397	169 649	125 095	112 100
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelement	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-2 801	-40 394	-115 151	-124 264	214 666	-113 994	-100 400

Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat før skatt i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Fullstendig resultat kan deles inn i normale og unormale poster. Normale poster kjennetegnes ved at de er permanente og ventes å være tilbakevendende hvert år. Denne typen poster følger vanligvis en stabil trend. Unormale poster er poster som ikke ventes å være tilbakevendende og som derfor bare virker inn på et fåtall perioder. En ustabil trend vil følgelig være en indikator på at posten er unormal. Når man skal predikere fremtiden er det kun de normale postene som er relevante, og disse må derfor skilles fra de unormale.

Unormale driftsrelaterte poster:

- Verdijustering av biologiske eiendeler vurderes til å være en unormal post, spesielt siden posten påvirkes av de volatile lakseprisene. På realisasjonstidspunktet er det knyttet stor usikkerhet til hva faktisk pris vil være, hvilket gjør at det er vanskelig å predikere fremtiden.
- Nedskrivning av varige driftsmidler er en unormal post, siden nedskrivninger er kostnadsføring av uforutsette verdiforringelser. Posten har dessuten en ustabil trend, og følgelig gir den ikke noen god prediksjonsverdi.
- Merverdi varelager, engangsgevinster knyttet til oppkjøp og særskilte biologiske hendelser er poster som vi velgere å klassifisere som unormale. Disse postene opptrer sporadisk og det forventes ikke at de vil gjenta seg hvert år. Postene vil kunne opptre i regnskapet over flere perioder, men de følger ingen klar trend og er derfor vanskelige å predikere.
- Andre driftsrelaterte resultatelementer og driftsrelatert «dirty surplus» har vi valgt å klassifisere som unormale. Postene er forbundet med liten stabilitet og de varierer mye fra år til år, hvilket gjør dem vanskelige å predikere.

Unormalt driftsresultat, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	-4 624	181 023	-368 098	290 417	528 176	-232 349	39 900
- Nedskrivning av varige driftsmidler	11 600	1 668	543	547	5 000	2 399	0
- Merverdier varelager	0	33 587	20 259	0	0	0	0
+ Engangsgevinster knyttet til oppkjøp	0	0	0	62 390	161 755	0	0
+ Særskilte biologiske hendelser	0	0	-60 070	-54 614	0	0	0
- Andre unormale driftskostnader (netto)	0	0	0	0	0	0	0
= Unormalt driftsresultat før skatt	-16 224	145 768	-448 970	297 646	684 931	-234 748	39 900
+ Unormalt nettoresultat tilknyttede selskap	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-14 759	-33 872	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	-12	0	334	-509	-100
= Unormale driftsrelaterte poster	-30 983	111 896	-450 103	254 883	759 910	-173 194	103 000

Tabell 5-8 Unormalt driftsresultat for SalMar i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Unormale finansrelaterte poster:

- Unormale finansinntekter er en post som består av flere elementer, herunder verdiendring av finansielle eiendeler og diverse andre finansinntekter. Posten følger ikke en stabil trend, men varierer mye fra år til år. Med utgangspunkt i dette og på bakgrunn manglende spesifisering har vi valgt å klassifisere posten som unormal.
- Unormale finanskostnader er også en post som varierer fra år til år. Heller ikke denne følger en stabil trend, og spesifiseringen er dessuten mangelfull. Posten klassifiseres derfor som unormal.

Unormalt finansresultat, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Unormale finansinntekter	30 066	18 495	2 774	50 177	374 357	2 044	2 500
- Unormale finanskostnader	1 119	14 931	24 410	27 173	1 596	902	7 600
= Unormalt finansresultat før skatt	28 947	3 564	-21 636	23 004	372 761	1 142	-5 100
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelement	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Unormale finansrelaterte poster	28 947	3 564	-21 636	23 004	372 761	1 142	-5 100

Tabell 5-9 Unormalt finansresultat for SalMar i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Vi finner ingen informasjon som tilsier at SalMar har hatt unormale skattekostnader i løpet av analyseperioden, og derfor blir kun den normale skattekostnaden fordelt i dette steget.

Selskapsskattesatsen har de to siste årene av analyseperioden ligget på 27 prosent. For å sikre konsistens i beregningene har vi valgt å benytte denne skattesatsen som utgangspunkt for beregningene gjennom hele analyseperioden. Fra og med 2016 ble skattesatsen redusert til 25 prosent, og frem mot 2018 ventes satsen å bli ytterligere redusert ned mot 22 prosent (Finansdepartementet, 2016). Det påpekes at en slik reduksjon i skattesatsen vil kunne påvirke verdierstatet, men siden redusert skattesats først ble innført fra og med 2016 velger vi å holde oss til en sats på 27 prosent gjennom analyseperioden.

Selskapsskattesatsen i Norge er som nevnt 27 prosent, men som følge av at elementer som utbytte og aksjegevinst ikke blir skattlagt på selskapsnivå, vil den effektive skattesatsen på finansinntektene være noe lavere. Finansinntektsskattesatsen (fiss) kan beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{fiss} = \frac{\text{sss} * \text{renteinntekter og lignende} + 0 * \text{utbytte og lignende}}{\text{finansinntekter}}$$

fiss = finansinntektsskattesats sss = selskapsskattesats

Formel 2 Formel for beregning av finansinntektsskattesatsen (fiss).

Finansinntektsskattesatsen for SalMar i perioden 2009-2015 er beregnet i tabell 5-10:

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Renteinntekter og lignende	330	5 639	5 276	2 956	9 958	9 057	9 200	
Utbytteinntekter og lignende	30 066	18 495	2 774	50 177	374 357	2 044	2 500	
Finansinntekter	30 396	24 134	8 050	53 133	384 315	11 101	11 700	
Finansinntektsskattesats (fiss)	0,29 %	6,31 %	17,70 %	1,50 %	0,70 %	22,03 %	21,23 %	11,58 %

Tabell 5-10 Finansinntektsskattesats for SalMar i perioden 2009-2015, samt gjennomsnittlig finansinntektsskattesats over analyseperioden (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Over analyseperioden beregner vi SalMars gjennomsnittlige finansinntektsskattesats til å være 11,58 prosent. Denne satsen brukes videre i analysen for å beregne skatt på finansinntektene og på det unormale finansresultatet.

Fullstendig oversikt over den fordelte skattekostnaden fremgår av tabell 5-13:

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Normal driftsskattekostnad	143 825	243 113	151 119	82 291	304 961	453 753	338 582
+ Skatt på finansinntekter	38	653	611	342	1 153	1 049	1 065
- Skatt på finanskostnader (27%)	8 661	13 391	26 674	40 560	45 374	33 532	28 215
+ Skatt på unormalt driftsresultat	-4 712	39 795	-105 333	76 695	147 483	-63 540	7 811
+ Unormal skatt på normal driftsresultat	29 375	32 085	-4 112	5 630	-32 684	55 502	-63 764
+ Skatt på unormalt finansresultat	3 351	413	-2 505	2 663	43 157	132	-579
+ Unormal skatt	0	0	0	0	0	0	0
= Rapportert skattekostnad	163 217	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 900

Tabell 5-13 Oversikt over fordelingen av SalMars skattekostnad fra 2009 til 2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

5.4.2 Omgruppering av balansen

Regnskapsoppstillinger ført etter IFRS er i utgangspunktet mest kreditororienterte. Balansen er oppstilt med fokus på likviditet for eiendeler og forfallstidspunkt for gjeld. I vår vurdering av SalMars egenkapitalverdi er det som nevnt formålstjenlig med et investororientert perspektiv, med et klart skille mellom eiendeler knyttet til drift og kapital som finansierer driftseiendelene. Vi foretar derfor en omgruppering av de rapporterte tallene. Ifølge Knivsflå (2016j) kan omgruppering av balansen deles inn i fire steg som gjennomgås i det følgende:

Steg 1 – Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld

Steg 2 – Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen

Steg 3 – Fra totalkapital til sysselsatt kapital

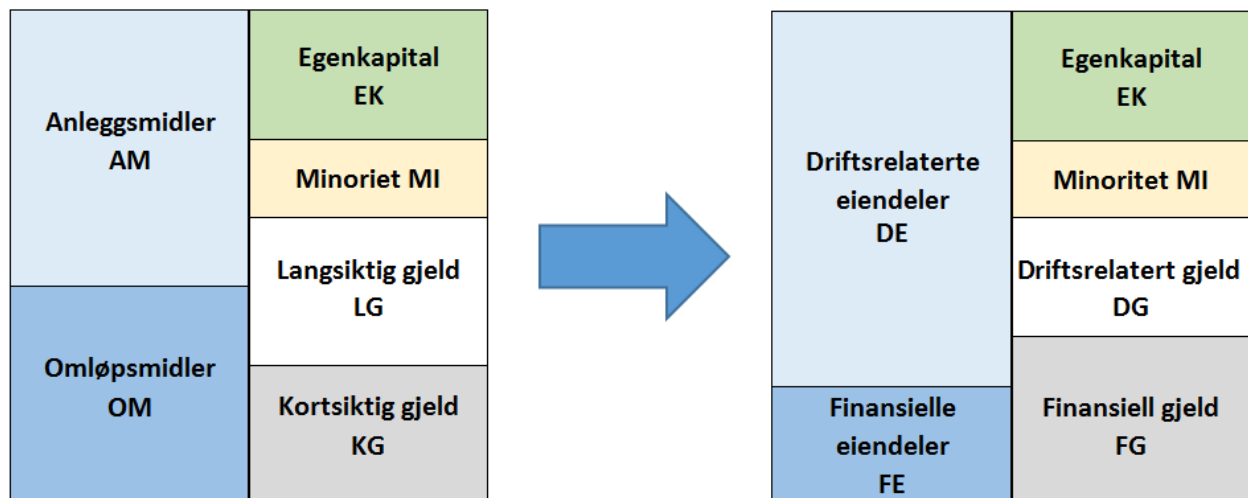
Steg 4 – Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Steg 1: Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld

I en investororientert regnskapsanalyse har man et «eiersyn» på virksomheten, hvilket innebærer at avsatt utbytte ikke blir ansett som gjeld, men som egenkapital som blir tilbakebetalt til eierne. (Knivsflå, 2016j). Dette betyr at et eventuelt utbytte vil tilfalle eierne av SalMar, og frem til utbetaling klassifiseres avsatt utbytte som egenkapital. Etter reglene i IFRS er imidlertid avsatt utbytte allerede klassifisert som egenkapital, fordi IFRS-rapportering ikke tillater å avsette for foreslått utbytte. Egenkapitalen er derfor allerede redusert med årets betalte utbytte, og det er dermed ikke nødvendig å foreta en omklassifisering av utbyttet for analyseformål.

Steg 2: Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen

I en investororienterte analyse er det som nevnt nødvendig å ha et klart skille mellom drift og finansiering, på samme måte som for resultatelementene. Dessuten skal det være konsistens mellom klassifiseringen av balanseposter og tilhørende resultatposter. Med dette mener vi at dersom en eiendels- eller gjeldspost er klassifisert under drift, skal tilhørende inntekter og kostnader inngå i driftsresultatet. Omgrupperingene i dette steget illustreres i figur 5-2:



Figur 5-2 Omgruppering av balanseoppstillingen, fra kreditororientert til investororientert balanse (fritt etter Knivsfå, 2016j).

I det følgende gjennomgås klassifiseringen av de enkelte postene i balansen:

- Immaterielle eiendeler består i hovedsak av konsesjoner, patenter og goodwill. Dette er eiendeler som er nært knyttet til driften, og posten klassifiseres derfor som drift.
- Varige driftsmidler klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler, siden det ikke fremkommer informasjon som tyder på at driftsmidlene er anskaffet for andre formål enn til bruk i den daglige driften.
- Investeringer i tilknyttede selskaper klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler, siden majoriteten av selskapene har aktiviteter som inngår i SalMars verdikjede. Dessuten ble resultatet fra tilknyttede selskaper klassifisert som drift, og balanseposten klassifiseres der etter.

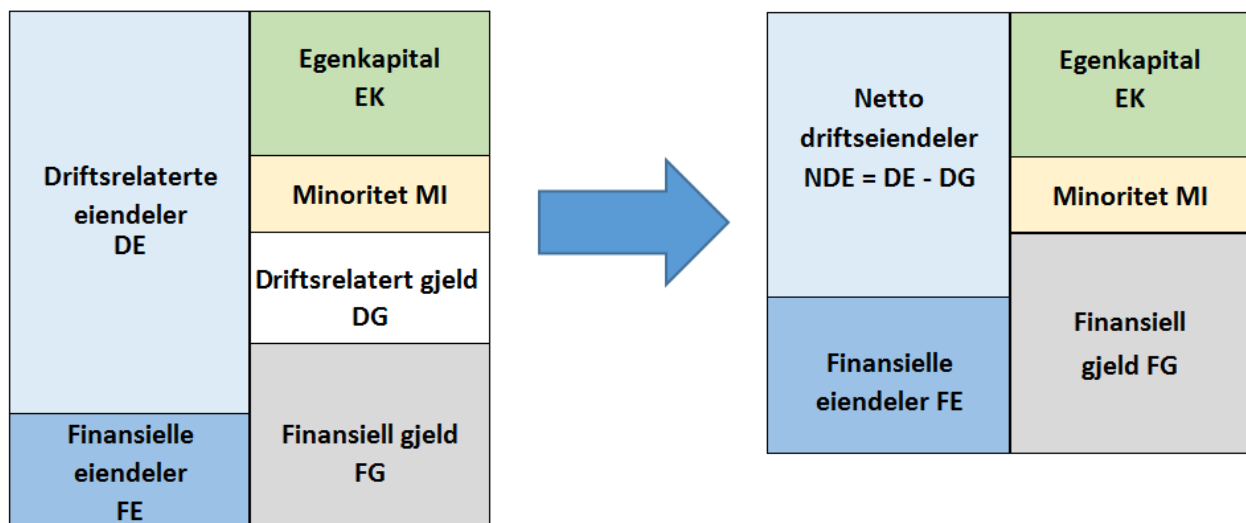
- SalMar klassifiserer investeringer i aksjer og andeler som tilgjengelig for salg, og aksjepostene blir derfor ikke regnet for å være knyttet til driften. Investeringer i aksjer og andeler klassifiseres som finansielle eiendeler.
- Pensjonsmidler har sitt opphav fra driftsrelaterte aktiviteter, ved at selskapet har ansatte i jobb. Dessuten inngår pensjonskostnaden som en del av lønnskostnaden som er klassifisert som drift. På bakgrunn av dette klassifiseres pensjonsmidler som en driftsrelatert eiendel.
- Andre langsiktige fordringer har mangelfull spesifikasjon i notene. Dersom fordringene er rentebærende skal de klassifiseres som finans, men på grunn av lite informasjon må vi her foreta et valg uten å være sikker på om det faktisk stemmer. Vi velger å klassifisere andre langsiktige fordringer som finansielle, fordi det er mest naturlig å anta at langsiktige fordringer er rentebærende.
- Biologiske eiendeler og andre varer er driftsrelaterte eiendeler som er knyttet til SalMars kjernevirksomhet.
- Kundefordringer knyttes til salg og er kortsiktige driftsrelaterte fordringer.
- Andre kortsiktige fordringer er til dels spesifisert i noteopplysningene. Posten består blant annet av forskuddsbetalte kostnader og til gode merverdiavgift, hvilket er driftsrelaterte elementer. Derivater inngår også i posten andre kortsiktige fordringer, og på bakgrunn av den informasjonen vi har tilgjengelig antar vi at de sikrer en driftsposisjon. Den resterende delen av andre kortsiktige fordringer er imidlertid ikke spesifisert i notene. Knivsfå (2016j) legger til grunn at man i tvilstilfeller ofte skal klassifisere andre fordringer som driftsrelaterte. Følgelig velger vi å klassifisere posten andre kortsiktige fordringer som en driftsrelatert eiendel.
- Bankinnskudd, kontanter og lignende er likvide midler som selskapet trenger for å opprettholde driften. I prinsippet er posten derfor en driftsrelatert eiendel. Eventuell overskuddslikviditet er imidlertid å anse som et finansielt element. Da det er vanskelig å skille mellom hva som er overskuddslikviditet og ikke, velger vi å foreta en praktisk forenkling hvor alle de likvide midlene klassifiseres som finansielle eiendeler.
- Pensjonsforpliktelser er knyttet til SalMars lønnskostnader, og posten klassifiseres derfor som langsiktig driftsrelatert gjeld.
- Utsatt skatt har sitt opphav fra driftsrelaterte aktiviteter og klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld.

- Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner, leasing gjeld og annen langsiktig gjeld, samt kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner er rentebærende gjeldsposter som klassifiseres som finansiell gjeld.
- Leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld er poster som anses å være nært knyttet til selskapets drift, og postene klassifiseres som driftsrelatert gjeld.

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Balansen er til nå inndelt i driftsrelaterte og finansielle eiendeler. For den videre analysen må balansen omgrupperes ytterligere fra totalkapital til sysselsatt kapital. Problemet med å studere totalkapitalen som begrep er at driftsrelatert gjeld ikke er sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er skutt inn av eiere og kreditorer, mens driftsrelatert gjeld oppstår gjennom driftssyklusen. Den driftsrelaterte gjelden er i liten grad rentebærende, og kostnaden ved den kommer vanligvis i form av høyere driftskostnader. Driftsrelatert gjeld bør derfor ses på som en korreksjon av driftsrelaterte eiendeler fremfor gjeld. Netto driftseiendeler representerer de sysselsatte driftseiendelene.

Figur 5-3 illustrerer overgangen fra totalkapital til sysselsatt kapital:



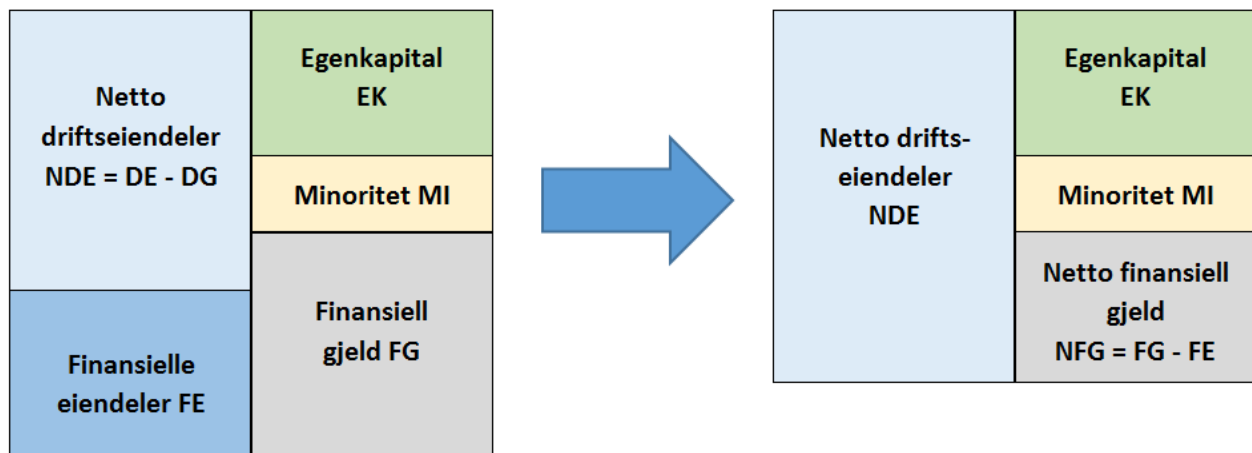
Figur 5-3 Overgang fra totalkapital til sysselsatt kapital (fritt etter Knivsflå, 2016j). Driftsrelatert gjeld flyttes over til eiendelssiden slik at netto driftseiendeler reflekteres i balansen.

Oppstillingen av SalMars sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital for perioden 2009-2015 vises nedenfor i tabell 5-15, under avsnitt 5.4.3.

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Balansen viser nå utelukkende sysselsatt kapital. For den videre analysen er det hensiktsmessig å omgruppere balansen ytterligere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital er den kapitalen som er direkte investert i selskapets driftsaktiviteter. Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler selskapet har utover det som er nødvendig for dets daglige drift. Dette er gjerne likvide midler som relativt raskt kan benyttes til å dekke selskapets finansielle gjeld. På bakgrunn av dette er det i den videre analysen naturlig å betrakte finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler som netto finansiell gjeld.

Figur 5-4 illustrerer overgangen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital:



Figur 5-4 Overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (fritt etter Knivsflå, 2016j).

Oppstillingen av SalMars netto driftseiendeler og netto driftskapital for perioden 2009-2015 er vist nedenfor i tabell 5-16, under avsnitt 5.4.3.

5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse

Omgruppert resultatregnskap for SalMar, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 377 305	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
- Varekostnader + beholdningsendring	1 136 878	1 611 683	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 800
- Lønnskostnader	265 517	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 900
- Andre driftskostnader	311 973	402 452	705 889	885 983	1 086 298	1 142 953	1 272 200
- Avskrivning	66 578	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	321 400
= Driftsresultat fra egen virksomhet	596 359	1 008 045	626 600	341 213	1 264 494	1 881 447	1 403 900
- Driftsrelatert skattekostnad	143 825	243 113	151 119	82 291	304 961	453 753	338 582
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	452 534	764 932	475 481	258 922	959 533	1 427 694	1 065 318
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper	56 769	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 200
= Netto driftsresultat	509 303	912 297	573 480	352 831	1 117 513	1 523 830	1 105 518
+ Netto finansinntekt	292	4 986	4 665	2 614	8 805	8 008	8 135
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	509 594	917 284	578 146	355 445	1 126 318	1 531 838	1 113 653
- Netto finanskostnad	23 417	36 206	72 117	109 664	122 679	90 661	76 285
- Netto minoritetsresultat	17	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
= Nettoresultat til egenkapital	486 161	869 778	503 511	231 709	890 304	1 418 200	1 011 868
+ Unormalt netto driftsresultat	-55 646	40 016	-340 658	172 557	645 111	-165 156	158 953
+ Unormalt netto finansresultat	25 596	3 151	-19 131	20 341	329 604	1 010	-4 521
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	456 110	912 945	143 722	424 607	1 865 020	1 254 054	1 166 300
- Netto betalt utbytte	71 432	260 482	402 696	-314 424	-26 543	900 375	1 095 800
= Endring i egenkapital	384 678	652 463	-258 974	739 031	1 891 563	353 679	70 500

Tabell 5-14 Omgruppert resultatregnskap for SalMar for perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerde-kvartalsrapport for 2015).

Omgruppert balanse for SalMar (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital), 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 443 780	2 667 326	3 224 748	3 482 444	3 526 965	4 178 927	4 712 700
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 026 071	1 601 881	1 640 621	2 229 860	3 300 635	3 245 694	3 124 600
= Netto driftseiendeler	2 469 851	4 269 207	4 865 369	5 712 304	6 827 600	7 424 621	7 837 300
+ Finansielle eiendeler	162 169	120 764	52 992	75 125	1 076 607	180 885	291 500
= Sysselsatte eiendeler	2 632 020	4 389 971	4 918 361	5 787 429	7 904 207	7 605 506	8 128 800
Egenkapital	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655	5 147 300
+ Minoritetsinteresser	914	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 700
+ Finansiell gjeld	932 214	1 920 604	2 703 751	2 819 716	2 843 423	2 468 229	2 901 800
= Sysselsatt kapital	2 632 020	4 389 971	4 918 361	5 787 429	7 904 207	7 605 506	8 128 800

Tabell 5-15 SalMars omgrupperte sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital for perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Omgruppert balanse for SalMar (netto driftseiendeler og netto driftskapital), 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 443 780	2 667 326	3 224 748	3 482 444	3 526 965	4 178 927	4 712 700
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 026 071	1 601 881	1 640 621	2 229 860	3 300 635	3 245 694	3 124 600
= Netto driftseiendeler	2 469 851	4 269 207	4 865 369	5 712 304	6 827 600	7 424 621	7 837 300
Egenkapital	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655	5 147 300
+ Minoritetsinteresser	914	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 700
+ Netto finansiell gjeld	770 045	1 799 840	2 650 759	2 744 591	1 766 816	2 287 344	2 610 300
= Netto driftskapital	2 469 851	4 269 207	4 865 369	5 712 304	6 827 600	7 424 621	7 837 300

Tabell 5-16 Omgrupperte netto driftseiendeler og netto driftskapital for SalMar for perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Endring i egenkapital (majoritet), 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inngående egenkapital	1 314 214	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 700
+ Fullstendig nettoresultat	456 110	912 946	143 722	424 607	1 865 020	1 254 054	1 166 400
- Netto utbetalt utbytte	71 432	260 482	402 696	-314 424	-26 543	900 375	1 095 800
= Utgående egenkapital	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655	5 147 300

Tabell 5-17 Endring i egenkapital, 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Tilsvarende omgruppering av resultatregnskap og balanse er også gjennomført for de komparative virksomhetene, for å sikre et konsistent datagrunnlag for den videre analysen.

5.5 Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet er et informasjonssystem som skal avbilde selskapets underliggende økonomiske forhold. Regnskapet utarbeides etter grunnleggende prinsipper innenfor gjeldende konseptuelle rammeverk for regnskapsføring. Til tross for at regnskapsføringen finner sted innenfor grensene av et konseptuelt rammeverk kan det forekomme avvik mellom rapporterte og virkelige forhold. Dette kalles målefeil, og det skilles vanligvis mellom tre typer (Knivsfå, 2016k):

- Målefeil av type 1: Målefeil på grunn av regnskapsføring til korrekt historisk kost. Målefeilen oppstår som følge av avvik mellom historisk kost og virkelig verdi, og differansen tilsvarer investeringens superrentabilitet.
- Målefeil av type 2: Målefeil som skyldes at man har lov til eller at det kreves at man rapporterer noe annet enn hovedidealet i god regnskapsskikk. Målefeilen oppstår vanligvis ved manglende balanseføring eller feilperiodisering.
- Målefeil av type 3: Målefeil som skyldes brudd på gjeldende regelverk, altså regnskapsmanipulering eller kreativ regnskapsføring.

Målefeil av type 1 gir et uttrykk for selskapets strategiske fordel og omtales som en «god» målefeil, gitt at man legger til grunn at historisk rentabilitet har noe å si for fremtidig rentabilitet (Knivsfå, 2016k). Vi vil derfor ikke justere målefeil av type 1. Målefeil av type 2 skaper støy i rentabilitetsmålingen, og påvirker således målt superrentabilitet og strategisk fordel. De største kildene til målefeil av type 2 er som nevnt manglende balanseføring og feilperiodisering. Konsekvensene av denne typen målefeil er at kapitalen og inntektene enten blir over- eller undervurdert, hvilket kan gi store utslag på selskapets rapporterte rentabilitet. Målefeil av type 3

innebærer at regnskapet ikke føres i samsvar med gjeldende regelverk, hvilket også skaper støy i rentabilitetsmålingen. Over tid kan en slik systematisk feilrapportering gi et fullstendig misvisende bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold. Etersom både SalMar og de komparative virksomhetene har fått regnskapene sine revidert av en statsautorisert revisor, mistenker vi ikke at de inneholder vesentlige målefeil av type 3. Justeringen vil følgelig være knyttet til målefeil av type 2.

Justering av målefeil innebærer at man bevisst går inn og endrer de rapporterte regnskapstallene slik at de skal gi et bedre bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2016). Hensikten med dette er å sikre en bedre rentabilitetsmåling. Det kan imidlertid diskuteres om vi som eksterne regnskapsbrukere og analytikere sitter på informasjon som bedre gjenspeiler selskapets faktiske forhold. Vi har ikke like detaljert informasjon som selskapet selv, og en overstyring av de rapporterte tallene kan gjøre at tallmaterialet tilføres mer støy. I enkelte tilfeller kan dessuten kostnaden ved å utføre justeringer være større enn nytten, spesielt dersom man har begrenset erfaring og kunnskap om selskapet og dets bransje. På bakgrunn av dette velger vi å begrense justeringer av målefeil til reversering av verdijustering av biologiske eiendeler.

5.5.1 Justering av målefeil

Biologiske eiendeler

Regnskapsføring av biologiske eiendeler under IFRS reguleres av IAS 41 Landbruk. Hovedregelen etter IAS 41 er at beholdninger av biologiske eiendeler, herunder levende fisk, skal måles til virkelig verdi slik at inntektsføringen skjer løpende over vekstfasen og uavhengig av transaksjonstidspunktet (Bernhoft & Fardal, 2007). Verdiendringer på usolgt fisk har følgelig innvirkning på resultatet. Vurderingen til virkelig verdi skiller seg fra løsningen etter norsk god regnskapsskikk. Etter god regnskapsskikk skal verdien av de biologiske eiendelene vurderes som ordinært varelager, det vil si til den laveste verdien av anskaffelseskost og virkelig verdi. Inntektsføringen skjer dermed først når transaksjonen er gjennomført. Virkelig verdi er det beløpet eiendelen kan omsettes for i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter (Stenheim, 2008).

Argumentet for å tilbakeføre verdijustering av biologiske eiendeler knytter seg i hovedsak til volatile laksepriser. Volatiliteten i lakseprisene tilsier at virkelig verdi på tidspunktet for verdivurdering ikke nødvendigvis gir en god indikasjon på hva laksen kan selges for i fremtiden. Dessuten er ikke verdijusteringens resultateffekt realisert, selv om den påvirker periodens resultat, hvilket skaper støy i rentabilitetsmålingen. Justering til kost antas å gi et mer rettviseende bilde av selskapets historiske lønnsomhet og dets underliggende internrente (Knivsflå, 2016). Samtidig mener vi at historisk kost i dette tilfellet vil kunne ha en høyere brukernytte, da innslaget av eksterne faktorer og subjektive vurderinger er mindre. På bakgrunn av dette velger vi å reversere verdijusteringene av biologiske eiendeler for SalMar og de komparative virksomhetene. De biologiske eiendelene verdsettes følgelig til historisk kost og inntektsføringen skjer på transaksjonstidspunktet. Posten verdijustering av biologiske eiendeler har vi tidligere klassifisert som en unormal driftsrelatert post, og reverseringen føres derfor mot unormalt driftsresultat. Ved å utføre denne justeringen vil deler av målefeil av type 2 bli eliminert.

Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	4624	-181023	368098	-290417	-528176	232349	-39900
- Skatteeffekt (ndss) 24,12 %	1 115	-43 658	88 775	-70 041	-127 381	56 036	-9 623
= Endring egenkapital	3 509	-137 365	279 323	-220 376	-400 795	176 313	-30 277
= Endring i unormalt netto driftsresultat	3 509	-140 874	416 688	-499 699	-180 418	577 107	-206 590
= Endring på fullstendig nettoresultat til EK	3 509	-140 874	416 688	-499 699	-180 418	577 107	-206 590

Tabell 5-18 Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet for perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Effekt av justeringer av målefeil i balansen, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftseiendeler før justering	2 469 851	4 269 207	4 865 369	5 712 304	6 827 600	7 424 621	7 837 300
+ Netto reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	3 509	-137 365	279 323	-220 376	-400 795	176 313	-30 277
= Netto driftseiendeler etter justering	2 473 360	4 131 842	5 144 692	5 491 928	6 426 805	7 600 934	7 807 023
Egenkapital før justering	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655	5 147 300
+ Netto reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	3 509	-137 365	279 323	-220 376	-400 795	176 313	-30 277
= Egenkapital etter justering	1 702 401	2 213 991	2 371 705	2 611 037	4 322 181	5 252 968	5 117 023
+ Minoritetsinteresser	914	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 700
+ Netto finansiell gjeld	770 045	1 799 840	2 650 759	2 744 591	1 766 816	2 287 344	2 610 300
= Netto driftskapital	2 473 360	4 131 842	5 144 692	5 491 928	6 426 805	7 600 934	7 807 023

Tabell 5-19 Effekt av justeringer av målefeil i balansen for perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Tilsvarende justeringer av målefeil er også gjennomført for de komparative virksomhetene, for å sikre et konsistent datagrunnlag for den videre analysen.

5.5.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Omgruppert og justert resultatregnskap for SalMar, 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 377 305	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
- Varekostnader + beholdningsendring	1 136 878	1 611 683	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 800
- Lønnskostnader	265 517	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 900
- Andre driftskostnader	311 973	402 452	705 889	885 983	1 086 298	1 142 953	1 272 200
- Avskrivning	66 578	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	321 400
= Driftsresultat fra egen virksomhet	596 359	1 008 045	626 600	341 213	1 264 494	1 881 447	1 403 900
- Driftsrelatert skattekostnad	143 825	243 113	151 119	82 291	304 961	453 753	338 582
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	452 534	764 932	475 481	258 922	959 533	1 427 694	1 065 318
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper	56 769	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 200
= Netto driftsresultat	509 303	912 297	573 480	352 831	1 117 513	1 523 830	1 105 518
+ Netto finansinntekt	292	4 986	4 665	2 614	8 805	8 008	8 135
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	509 594	917 284	578 146	355 445	1 126 318	1 531 838	1 113 653
- Netto finanskostnad	23 417	36 206	72 117	109 664	122 679	90 661	76 285
- Netto minoritetsresultat	17	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
= Nettoresultat til egenkapital	486 161	869 778	503 511	231 709	890 304	1 418 200	1 011 868
+ Unormalt netto driftsresultat	-52 137	-100 858	76 030	-327 142	464 693	411 951	-47 637
+ Unormalt netto finansresultat	25 596	3 151	-19 131	20 341	329 604	1 010	-4 521
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	459 619	772 071	560 410	-75 092	1 684 602	1 831 161	959 710
- Netto betalt utbytte	71 432	260 482	402 696	-314 424	-26 543	900 375	1 095 655
= Endring i egenkapital	388 187	511 590	157 714	239 332	1 711 145	930 786	-135 945

Tabell 5-20 Omgruppert og justert resultatregnskap for SalMar i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Omgruppert og justert balanse for SalMar (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital), 2009-2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 442 665	2 710 984	3 135 973	3 552 485	3 654 346	4 122 891	4 722 323
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 030 695	1 420 858	2 008 719	1 939 443	2 772 459	3 478 043	3 084 700
= Netto driftseiendeler	2 473 360	4 131 842	5 144 692	5 491 928	6 426 805	7 600 934	7 807 023
+ Finansielle eiendeler	162 169	120 764	52 992	75 125	1 076 607	180 885	291 500
= Sysselsatte eiendeler	2 635 529	4 252 606	5 197 684	5 567 053	7 503 412	7 781 819	8 098 523
Egenkapital	1 702 401	2 213 991	2 371 705	2 611 037	4 322 181	5 252 968	5 117 023
+ Minoritetsinteresser	914	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 700
+ Finansiell gjeld	932 214	1 920 604	2 703 751	2 819 716	2 843 423	2 468 229	2 901 800
= Sysselsatt kapital	2 635 529	4 252 606	5 197 684	5 567 053	7 503 412	7 781 819	8 098 523

Tabell 5-21 Omgruppert og justert balanse for SalMar (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital) i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Omgruppert og justert balanse for SalMar (netto driftseiendeler og netto driftskapital), 2009-2015

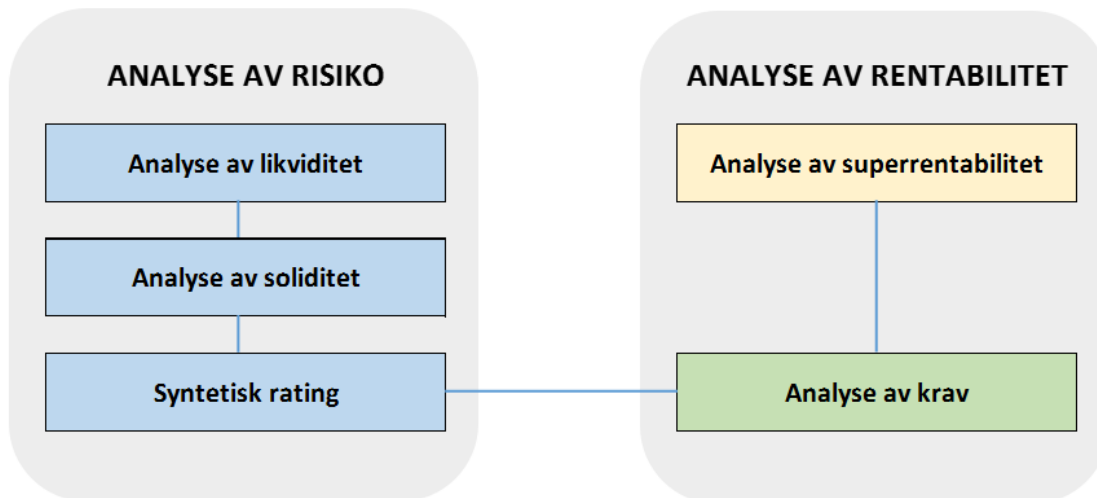
Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 442 665	2 710 984	3 135 973	3 552 485	3 654 346	4 122 891	4 722 323
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 030 695	1 420 858	2 008 719	1 939 443	2 772 459	3 478 043	3 084 700
= Netto driftseiendeler	2 473 360	4 131 842	5 144 692	5 491 928	6 426 805	7 600 934	7 807 023
Egenkapital	1 702 401	2 213 991	2 371 705	2 611 037	4 322 181	5 252 968	5 117 023
+ Minoritetsinteresser	914	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 700
+ Netto finansiell gjeld	770 045	1 799 840	2 650 759	2 744 591	1 766 816	2 287 344	2 610 300
= Netto driftskapital	2 473 360	4 131 842	5 144 692	5 491 928	6 426 805	7 600 934	7 807 023

Tabell 5-22 Omgruppert og justert balanse for SalMar (netto driftseiendeler og netto driftskapital) i perioden 2009-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Det omgrupperte og justerte finansregnskapet danner grunnlag for forholdstallsanalysen. I forholdstallsanalysen blir SalMars finansielle risiko og lønnsomhet målt opp mot det komparative utvalget. I kapittel 6 (side 96) foretas en analyse av selskapets risiko, ved at kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko blir undersøkt. Risikoanalysen oppsummeres gjennom en syntetisk rating, hvor SalMar gis en karakter som forteller noe om hvor stor kredittrisiko som forbindes med selskapet. Videre i kapittel 7 (side 111) utarbeides SalMars og bransjens historiske avkastningskrav. Innsikt fra økonomisk teori sammen med relevant regnskapsinformasjon brukes for å gjennomføre de nødvendige beregningene. I kapittel 8 (side 124) analyseres selskapets rentabilitet. Målet med lønnsomhetsanalysen er å kartlegge hvorvidt SalMar har en avkastning på investert kapital som overgår kravet, altså om de evner å generere superrentabilitet. Innsikten vi opparbeider oss i denne delen av oppgaven vil være nyttig for de senere utarbeidelsene av fremtidsregnskapet.

Rammeverket for forholdstallsanalyse kan oppsummeres med følgende figur:



Figur 5-5 Rammeverk for forholdstallsanalyse (fritt etter Knivsflå, 2016m).

I oppgaven benyttes historiske tall for å si noe om forventningene til fremtiden. Siden oppdrettsnæringen er en innovativ bransje i endring, hvor oppkjøp av mindre aktører er vanlig, velger vi å tidsvekte tallene i analyseperioden. Gjennom en vektning av tallene vil de siste periodene tillegges mer vekt, og dermed ha en større betydning for resultatet av analysen. Vi mener at de siste

periodene best reflekterer selskapets fremtidige stilling. For å ta hensyn til oppdrettsnæringens sykliske svingninger har vi valgt en moderat vektning som er avtakende bakover i tid. Vektene som benyttes er vist i tabell 5-23:

Periode	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25

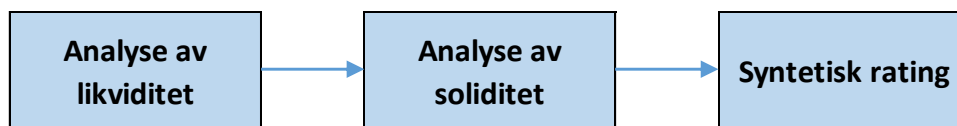
Tabell 5-23 Prosentvise vektorer for analyseperioden 2010-2015.

6 Analyse av risiko

I dette kapittelet skal vi kartlegge og analysere kredittrisikoen til selskapet og bransjen gjennom en likviditets- og soliditetsanalyse. Risikoanalysen gir oss et anslag på SalMars syntetiske kredittrating, hvilket har betydning for lånebetingelsene som långiverne kan tilby selskapet. Kredittrisiko er derfor en viktig del av avkastningskravet til selskapets finansielle gjeld, og skal benyttes i kapittel 7 (side 111) hvor avkastningskravet til de ulike kapitalene beregnes. Kredittrisiko tilsvarer långivers risiko for at utestående lån, inkludert renter, blir helt eller delvis misligholdt og følgelig påfører långiver et tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs (Penman, 2013, side 680-681). Kredittrisiko er en ensidig og systematisk risiko som ikke kan diversifiseres bort.

De store kredittvurderingsforetakene benytter ofte en organisert kredittrating for å gi uttrykk for et selskaps kredittrisiko. De setter da en karakter på selskapets risiko, som typisk strekker seg fra trippel A til enkel D. Selskap ratet mellom trippel A og trippel B regnes for å være trygge investeringsobjekt, mens rating på et lavere nivå uttrykker ulik grad av spekulasjon. I vår analyse av SalMars og bransjegjennomsnittets kortsiktige og langsiktige kredittrisiko vil imidlertid resultatet være en syntetisk rating, altså en simulert rating. Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet er de fire forholdstallene som legger grunnlaget for den syntetiske ratingen. På bakgrunn av disse plasseres selskapene i en passende ratingklasse som indikerer hvilken risiko som er forbundet med dem.

Rammeverket for analyse av risiko kan oppsummeres med følgende figur:



Figur 6-1 Rammeverk for analyse av risiko (fritt etter Knivsflå, 2016m).

6.1 Likviditetsanalyse

Fokuset i likviditetsanalysen er på kortsiktig kredittrisiko, som vil si selskapets evne til å dekke sine krav før de forfaller til betaling (Hoff, Voldsund & Hansen, 2007, side 225). Likviditetsrisiko er faren for at selskapet kommer i en presset likviditetssituasjon på kort sikt med fare for konkurs. Jo mer likvide midler selskapet besitter i forhold til sine kortsiktige krav, desto lavere er

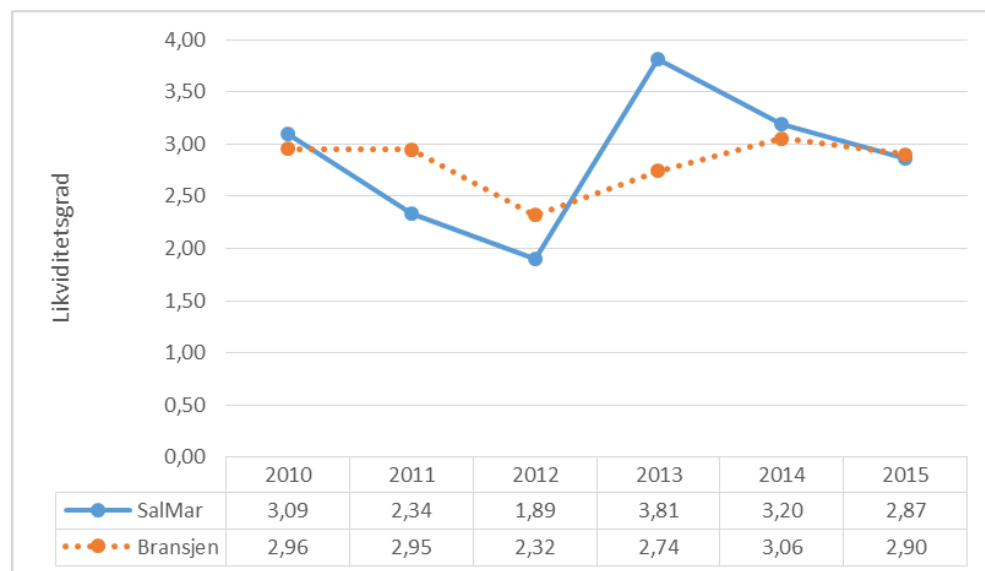
likviditetsrisikoen. SalMars likviditetsrisiko analyseres gjennom å studere likviditetsgrad 1 og 2, finansiell gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad. Deretter analyseres SalMars evne til å dekke sin gjeld ved å estimere selskapets frie kontantstrøm til egenkapitalen. Samlet gir disse forholdstallene innsikt i SalMars gjeldsdekning.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 kan defineres som selskapets omløpsmidler sett i forhold til dets kortsiktige gjeld, som vist i formel 4 (Hoff et al., 2007, side 228). Kortsiktig gjeld er typisk den gjelden som forfaller til betaling innen ett år etter låneopptaket. Forholdstallet uttrykker således selskapets evne til å dekke sine krav på kort sikt. Målestokken for en «god» likviditetsgrad 1 vanskelig å definere generelt. En tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være minst to, altså at omløpsmidlene bør være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden (Hoff et al., 2007, side 228). Trekk ved selskapet og bransjen har også betydning for hva som bør regnes som bra, og følgelig er bransjegjennomsnittet å anse som den mest foretrukne målestokken. I det følgende bruker vi derfor bransjen som målestokk for likviditetsgrad 1.

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

Formel 4 Likviditetsgrad 1.



Figur 6-2 Utvikling i likviditetsgrad 1 for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015.

Figur 6-2 viser utviklingen i likviditetsgrad 1 for SalMar og bransjen over analyseperioden. Over analyseperioden har SalMars likviditetsgrad 1 variert en god del. I 2010, 2013 og 2014 opplevde selskapet å ha en høyere likviditetsgrad enn bransjegjennomsnittet, og i etterkant av bunnivået i 2012 hadde dessuten SalMar en sterkere positiv utvikling enn bransjen. SalMar nådde imidlertid en topp i 2013, før en nedgang i likviditetsgraden nok en gang observeres. I 2015 ser vi at SalMar har hatt en likviditetsgrad 1 som ligger marginalt under bransjegjennomsnittet. At forholdstallet ligger under bransjesnittet kan i seg selv hevdes å være et faresignal. Sett i forhold til tommelfingerregelen som sier at en god likviditetsgrad 1 minst må være to, kan både SalMar og bransjens likviditet likevel ses på som betryggende siden deres forholdstall stort sett har ligget mellom to og tre. Legger vi til grunn en målestokk på to for likviditetsgrad 1, synes hverken SalMar eller bransjen å være i en presset likviditetssituasjon på nåværende tidspunkt.

Det er viktig å merke seg at likviditetsgrad 1 bare gir en indikasjon på hvordan situasjonen er på balansedagen, og at forholdstallet ikke tar hensyn til hvor stor arbeidskapital som kreves av selskapets drift. I SalMars tilfelle, og for oppdrettsnæringen for øvrig, kreves det en forholdsvis stor arbeidskapital siden produksjonsprosessen strekker seg over flere år. Følgelig er omløpsmidlenes omløpshastighet lav. Produksjonskostnadene forfaller derimot oftere, og den kortsiktige gjelden har derfor en høyere omløpshastighet. Siden forskjellen mellom omløpshastigheten til omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden er stor, vil det kunne kreves en mer langsiktig finansiering av omløpsmidlene. På grunn dette er det naturlig at likviditetsgrad 1 er høy, men det betyr ikke nødvendigvis at kortsiktig likviditetsrisiko er lav. Å bedømme likviditetsrisikoen basert på absolutte størrelser kan medføre store feilkilder. Det faktum at SalMars likviditetsgrad 1 i de fleste år ligger tett opptil bransjesnittet gir likevel en god indikasjon på at den kortsiktige likviditetssituasjonen er betryggende.

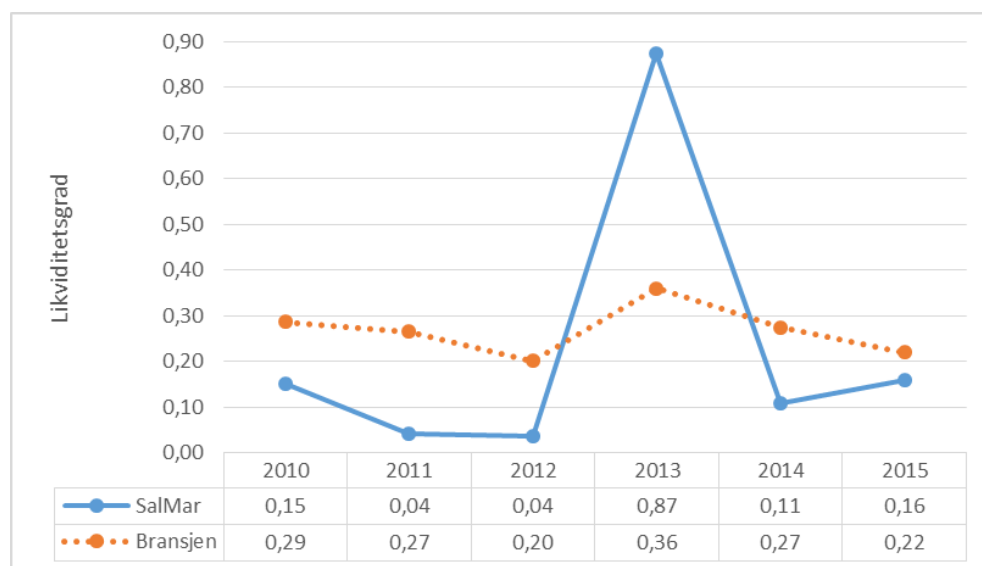
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 kan noe utradisjonelt defineres som selskapets finansielle omløpsmidler sett i forhold til dets kortsiktige gjeld (Knivsflå, 2016m). Med finansielle omløpsmidler menes de mest likvide omløpsmidlene. En mer vanlig definisjon for likviditetsgrad 2 er omløpsmidler fratrukket varelager, sett i forhold til kortsiktig gjeld (Hoff et al., 2007, side 228). Vi tar imidlertid utgangspunkt i Knivsflås definisjon, som vist i formel 5.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Formel 5 Likviditetsgrad 2.

Det er vanskelig å definere generelt hva som er målestokken for en «god» likviditetsgrad 2. Tommelfingerregelen sier at likviditetsgrad 2 minst bør være én, slik at finansielle omløpsmidler dekker kortsiktig gjeld (Hoff et al., 2007, side 228). Trekk ved selskapet og bransjen har også betydning for hva som bør regnes som bra, og bransjegjennomsnittet anses derfor som den beste målestokken. I det følgende bruker vi bransjen som målestokk for likviditetsgrad 2.



Figur 6-3 Utvikling i likviditetsgrad 2 for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015.

Figur 6-3 viser utviklingen i likviditetsgrad 2 for SalMar og bransjen over analyseperioden. Bortsett fra i 2013, har SalMar hatt en likviditetsgrad 2 som er lavere enn bransjen. Dette må ses på som negativt, spesielt siden de absolutte størrelsene også er lave. Det høye nivået i 2013 er imidlertid positivt, men den raske stigningen fra året før og den kraftige tilbakegangen året etter er uheldig. Sammenlignet med de andre årene er posten bankinnskudd, kontanter og lignende vesentlig høyere i 2013 og dette forklarer det store hoppet.

At SalMars likviditetsgrad 2 for det meste ligger under bransjesnittet må ses på som et faresignal. Det faktum at både SalMar og bransjens forholdstall også er en god del lavere enn

tommelfingerregelens anbefaling er videre bekymringsverdig. Det som derimot er positivt er at SalMars likviditetsgrad er stigende mot slutten av analyseperioden, mens bransjens forholdstall har en fallende trend. Dessuten ligger SalMar tett opptil bransjegjennomsnittet i 2015, og forskjellen mellom SalMars likviditetsgrad 2 og bransjesnittet er her på sitt laveste.

En mulig forklaring på det gjennomgående lave nivået til likviditetsgrad 2 i oppdrettsnæringen kan være den såkalte konsolideringstrenden. Oppdrettsselskapene holder sjeldent på store overskuddsreserver over lengre perioder, og overskuddslikviditeten brukes hovedsakelig til oppkjøp av mindre aktører og kjøp av konsesjoner. Dette påvirker likviditeten ved at selskapenes finansielle omløpsmidler reduseres. Slaktevolumet har vist seg å øke over tid, og det er derfor nærliggende å tro at aktørene likevel genererer tilstrekkelig med likvide midler til å dekke sine løpende forpliktelser.

Samlet sett mener vi at hverken SalMar eller bransjen befinner seg i en kritisk likviditetssituasjon på nåværende tidspunkt. SalMar har hatt en positiv utvikling mot slutten av analyseperioden, og i 2015 ligger forholdstallet tett opptil snittet for bransjen. Sannsynligheten for en kritisk likviditetssituasjon på kort sikt vurderes derfor som lav.

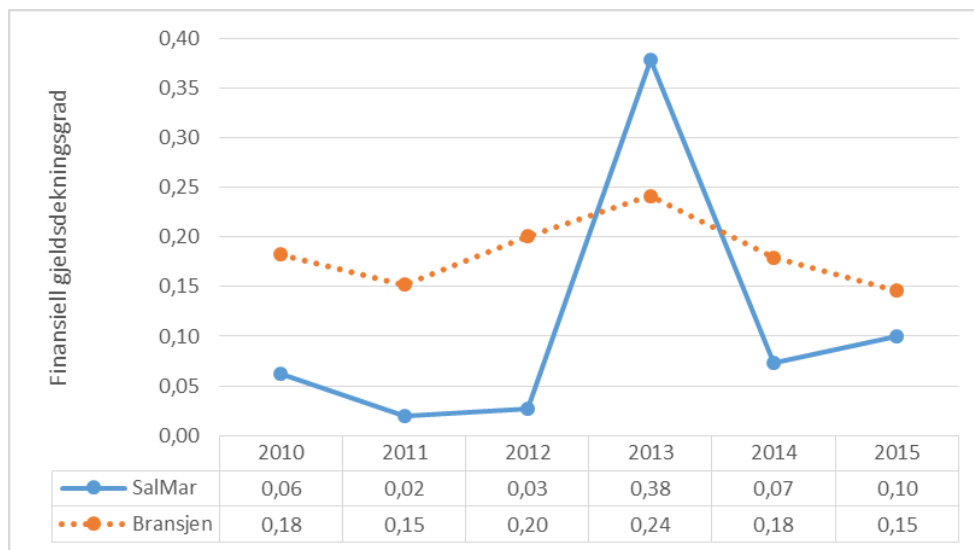
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad kan defineres som selskapets finansielle eiendeler sett i forhold til finansiell gjeld, som vist i formel 6 (Knivsflå, 2016m). Dette forholdstallet skal gi svar på om selskapet har tilstrekkelig med finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden. Jo flere finansielle eiendeler selskapet har relativt til gjelden, desto mindre er faren for en likviditetskrise.

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

Formel 6 Finansiell gjeldsdekningsgrad.

Vi velger å bruke bransjegjennomsnittet som målestokk for SalMars prestasjoner. Dette fordi oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv bransje, hvilket kan gi seg utslag i form av lav finansiell gjeldsdekning sammenlignet med aktører i andre bransjer.



Figur 6-4 Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015.

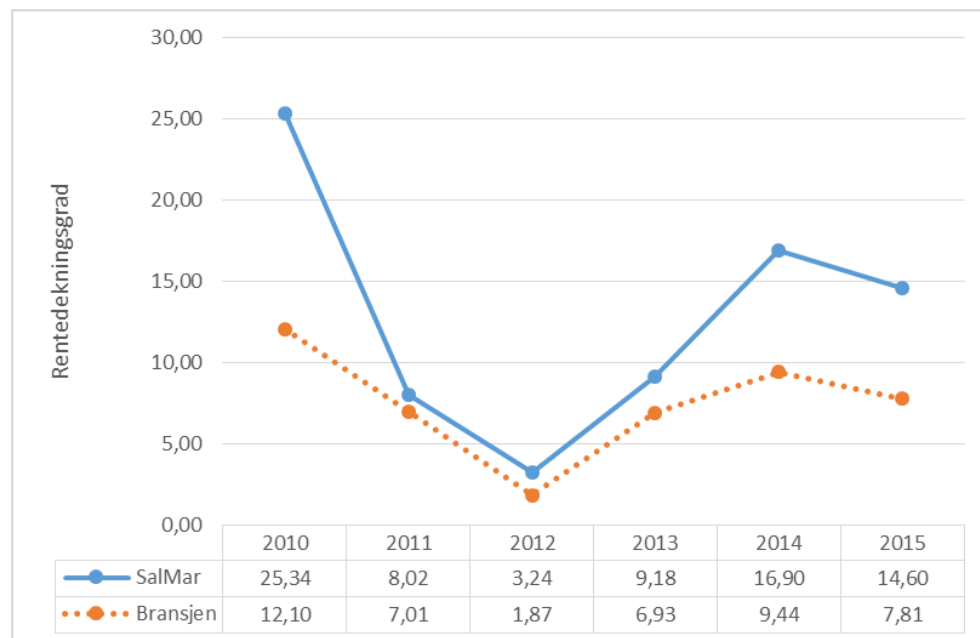
Figur 6-4 viser utviklingen i finansiell gjeldsdekningsgrad for SalMar og bransjen over analyseperioden. Utformingen til denne figuren samsvarer i stor grad med figuren for likviditetsgrad 2, og posten bankinnskudd, kontanter og lignende forklarer også her det store hoppet i 2013. SalMar har for de fleste årene en lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen, og en mulig forklaring kan være at de jevnt over foretar større eller flere investeringer enn bransjeutvalget. Likviditetsrisikoen regnes derfor for å være noe høyere for SalMar enn for bransjen for øvrig. Et positivt tegn er imidlertid at selskapets gjeldsdekningsgrad er stigende mot slutten av analyseperioden, mens bransjen har en fallende trend. Videre er det nærliggende å tro at SalMar justerer sin finansielle gjeldsdekning etter behov, og lave forholdstall er derfor ikke nødvendigvis et tegn på umiddelbare likviditetsproblemer. Majoriteten av selskapets finansielle eiendeler er dessuten finansielle omløpsmidler, hvilket også bidrar til å redusere risikoen for en likviditetskrise.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad kan defineres som selskapets nettoresultat fra sysselsatt kapital sett i forhold til netto finanskostnad, som vist i formel 7 (Hoff et al., 2007, side 270). Rentedekningsgraden ser på selskapets evne til å dekke netto finanskostnader eksklusivt avdrag på gjelden, ved hjelp av nettoresultatet. I våre beregninger benytter vi det normaliserte nettoresultatet, siden disse tallene gir en bedre konkursprediksjon.

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

Formel 7 Rentedekningsgrad.



Figur 6-5 Utvikling i rentedekningsgrad for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015.

Figur 6-5 viser utviklingen til SalMar og bransjens rentedekningsgrad over analyseperioden. SalMar har over hele perioden hatt en rentedekningsgrad over bransjegjennomsnittet, hvilket er positivt. Forholdstallets absolutte størrelser er også høye, noe som indikerer at SalMar har en god evne til å dekke sine finanskostnader gjennom nettoresultater fra sysselsatt kapital. Selv om både SalMar og bransjens rentedekningsgrad anses som tilfredsstillende på nåværende tidspunkt, kan det ikke utelukkes store endringer på kort tid. Rentedekningsgraden synes å følge konjunktorene i næringen, og dersom lakseprisene for eksempel endrer seg negativt vil dette dra ned resultatet, slik som i 2012.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Forholdstallet gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm kan defineres som selskapets frie kontantstrøm fra sysselsatt kapital sett i forhold til fri kontantstrøm til finansielle långivere (Knivsflå, 2016m). Forholdstallet vurderer om selskapet er i stand til å generere tilstrekkelig mengde kontanter til å dekke sine løpende gjeldsforpliktelser.

Tabell 6-1 viser SalMars kontantstrøm over analyseperioden:

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	912 297	573 480	352 831	1 117 513	1 523 830	1 105 518
+ Unormalt netto driftsresultat	-100 858	76 030	-327 142	464 693	411 951	-47 637
- Endring i netto driftseiendeler	1 658 482	1 012 850	347 236	934 878	1 174 128	206 089
= Fri kontantstrøm fra drift	-847 043	-363 340	-321 547	647 328	761 653	851 792
+ Netto finansinntekter	4 986	4 665	2 614	8 805	8 008	8 135
+ Unormale netto finansinntekter	16 354	2 453	44 368	331 015	1 807	2 211
- Endring i finansielle eiendeler	-41 405	-67 772	22 133	1 001 482	-895 722	110 615
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-784 298	-288 450	-296 698	-14 333	1 667 190	751 523
- Netto finanskostnad	36 206	72 117	109 664	122 679	90 661	76 285
- Unormale netto finanskostnader	13 202	21 584	24 027	1 411	798	6 720
+ Endring i finansiell gjeld	988 390	783 147	115 965	23 707	-375 194	433 571
- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
+ Endring i minoritetsinteresser	117 097	4 217	14 072	201 508	-277 186	19 078
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	260 481	402 696	-314 424	-26 543	900 375	1 095 667

Tabell 6-1 SalMars frie kontantstrøm for perioden 2010-2015 (tall hentet fra SalMars respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2015).

Tabellen viser at SalMar i store deler av analyseperioden har evnet å generere kontanter til å dekke sine løpende gjeldsforpliktelse. Dette er positivt og bidrar til å redusere faren for at selskapet havner i en likviditetskrise i nær fremtid. Forholdstallet gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm har imidlertid ikke noen selvstendig informasjonsverdi for SalMar, siden endring i finansiell gjeld er større enn netto finanskostnader i fire av analyseperiodens seks år. Selskapet har over analyseperioden foretatt flere betydelige gjeldsfinansierte investeringer, hvilket gjør at betingelsen om at netto finanskostnad må være større enn null ikke er oppfylt for flere år. Vi velger derfor å ikke gå videre med denne forholdstallsanalysen.

6.2 Soliditetsanalyse

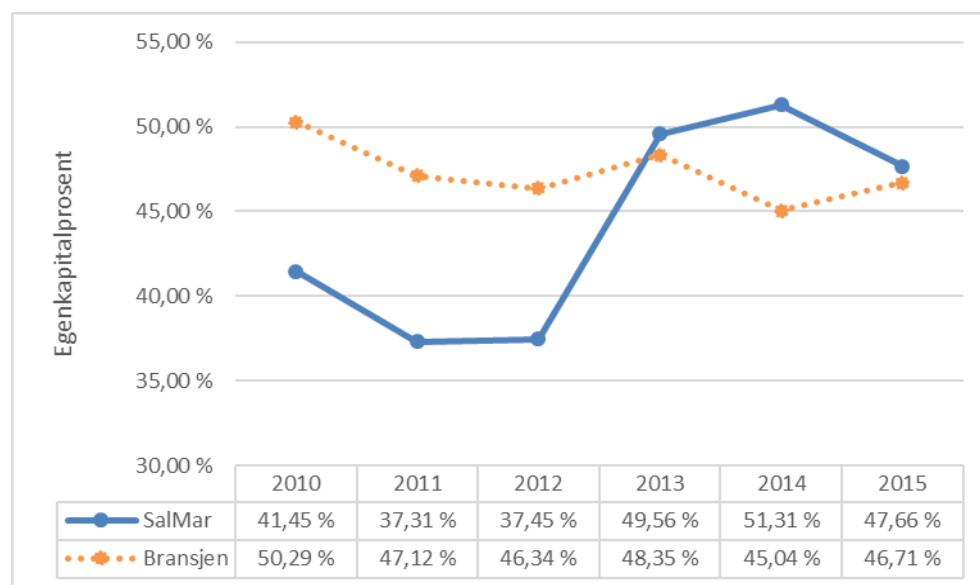
Fokuset i soliditetsanalysen er på langsiktig risiko. Det kartlegges her om selskapet har tilstrekkelig med økonomiske ressurser til å stå imot eventuelle fremtidige tap (Hoff et al., 2007, side 263). Soliditetsrisiko er dermed faren for at selskapet ikke har nok finansiering til å overleve en lengre periode med tap. Egenkapitalen vil i denne sammenhengen fungere som en buffer mot fremtidige tap og konkurs. Gjennom analyse av egenkapitalprosent, kapitalstruktur og netto driftsrentabilitet skal vi i det følgende vurdere SalMars soliditetsrisiko.

6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent regnes for å være det fremste forholdstallet ved analyse av soliditet, og defineres som selskapets egenkapital sett i forhold til dets total kapital, som vist i formel 8 (Hoff et al., 2007, side 266). Høy egenkapitalandel er bra, og jo høyere egenkapital selskapet har relativt til total kapital, desto mer skjermet er långiverne for tap. Dette gjør at selskapet er i god stand til å tåle en periode med fallende lønnsomhet, og bidrar følgelig til å redusere dets kredittrisiko. Egenkapitalprosent blir også ofte brukt som et spesielt lånevilkår («covenants»). Dersom et selskap på noe tidspunkt opererer i strid med sine lånevilkår kan långiverne kreve forsert forfall.

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

Formel 8 Egenkapitalprosent.



Figur 6-6 Utvikling i egenkapitalprosent for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015.

Figur 6-6 viser egenkapitalprosenten til SalMar og bransjen over analyseperioden. SalMar har i løpet av denne perioden hatt en varierende egenkapitalprosent, fra 37,31 prosent på det laveste til 51,31 prosent på det høyeste. Selskapets svakeste år var i 2011 og 2012, men oppdrettsnæringen var også preget av vanskelige tider. Til tross for dette gjennomførte SalMar flere investeringer disse årene. De tre siste årene viser at selskapet har klart å holde seg på et relativt stabilt nivå med en egenkapitalprosent over bransjegjennomsnittet. Fra 2015 er imidlertid trenden for SalMars

egenkapitalprosent fallende, hvilket må ses på som negativt. Per i dag mener vi likevel at det ikke er noen grunn til bekymring. Selskapet har fortsatt en egenkapitalprosent over bransjesnittet, samt at nesten halvparten av selskapets total kapital er finansiert med egenkapital. SalMars egenkapitalprosent vurderes som solid, og selskapets långivere synes å være skjermet for eventuelle tap i nær fremtid.

6.2.2 Analyse av kapitalstruktur

Analyse av kapitalstrukturen uttrykkes gjennom finansieringsmatriser, som vist i tabellene nedenfor. Målet er å kartlegge hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt samt risikoen knyttet til dette. Egenkapital er den minst risikable finansieringskilden, og bør derfor finansiere de langsiktige eiendelene. Videre foretrekkes langsiktig rentefri driftsgjeld fremfor langsiktig rentebærende finansiell gjeld, siden rentefri gjeld er en billigere finansieringskilde. Kortsiktig gjeld regnes for å være den mest risikable finansieringskilden, i tillegg til den dyreste, og man bør derfor begrense bruken av kortsiktig gjeld. Selskapets finansiering vurderes etter hvor raskt «kurven» når bunnen av matrisen. Jo snarere «kurven» går til bunns, desto mindre risikabel er finansieringen. Analysen skjer på et bestemt tidspunkt, og siden SalMars siste tilgjengelige tall er per 31.12.2015 velger vi å studere dette tidspunktet.

Finansieringsmatriser for SalMar:

SalMar 31.12.2015 (absolutte tallverdier)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 117 023	79 700	747 177				5 943 900
Finansielle anleggsmidler			17 800				17 800
Driftsrelaterte omløpsmidler			456 600	2 761 400	1 450 200		4 668 200
Finansielle omløpsmidler					133 300	140 400	273 700
Totalkapital	5 117 023	79 700	1 221 577	2 761 400	1 583 500	140 400	10 903 600

Tabell 6-2 Finansieringsmatrise for SalMar per 31.12.2015 (tall i 1 000 NOK).

SalMar 31.12.2015 (prosent)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	86,09 %	1,34 %	12,57 %				54,51 %
Finansielle anleggsmidler			100,00 %				0,16 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			9,78 %	59,15 %	31,07 %		42,81 %
Finansielle omløpsmidler					48,70 %	51,30 %	2,51 %
Totalkapital	46,93 %	0,73 %	11,20 %	25,33 %	14,52 %	1,29 %	100,00 %

Tabell 6-3 Finansieringsmatrise for SalMar per 31.12.2015 (prosent).

SalMars anleggsmidler er i sin helhet langsiktig finansiert gjennom egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld. Videre er 69 prosent av selskapets driftsrelaterte omløpsmidler også langsiktig finansiert gjennom langsiktig gjeld. De resterende 31 prosentene av driftsrelaterte omløpsmidler finansieres av kortsiktig driftsrelatert gjeld. SalMar unngår dermed å finansiere driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig finansiell gjeld. Finansieringsstrukturen fremstår på nåværende tidspunkt som tilfredsstillende, og vi mener at det ikke er noen fare for at SalMar havner i en umiddelbar likviditetskrise i nærmeste fremtid.

Finansieringsmatriser for bransjen:

Bransjen 31.12.2015 (absolutte tallverdier)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	34 264 327	1 070 036	2 967 654				38 302 017
Finansielle anleggsmidler			112 884				112 884
Driftsrelaterte omløpsmidler			6 483 553	17 920 838	10 005 411		34 409 802
Finansielle omløpsmidler					666 049	2 154 724	2 820 773
Totalkapital	34 264 327	1 070 036	9 564 091	17 920 838	10 671 460	2 154 724	75 645 476

Tabell 6-4 Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2015 (tall i 1 000 NOK).

Bransjen 31.12.2015 (prosent)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	89,46 %	2,79 %	7,75 %				50,63 %
Finansielle anleggsmidler			100,00 %				0,15 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			18,84 %	52,08 %	29,08 %		45,49 %
Finansielle omløpsmidler					23,61 %	76,39 %	3,73 %
Totalkapital	45,30 %	1,41 %	12,64 %	23,69 %	14,11 %	2,85 %	100,00 %

Tabell 6-5 Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2015 (prosent).

Bransjen er i stor grad finansiert på samme måte som SalMar, og anleggsmidlene er også her utelukkende langsiktig finansiert gjennom egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld. Det kan likevel bemerkes at bransjeutvalget har en lavere andel av sine finansielle omløpsmidler finansiert gjennom kortsiktig driftsrelatert gjeld sammenlignet med SalMar, hvilket kan ses på som negativt. Samlet fremstår bransjens finansieringsstruktur likevel som betryggende på nåværende tidspunkt, og det finnes ingen utpregede faresignaler.

6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet

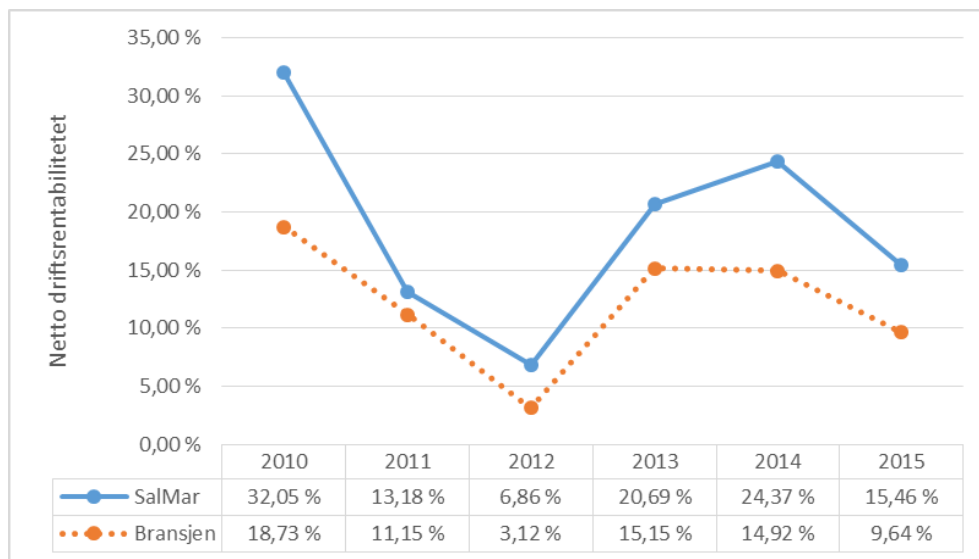
Netto driftsrentabilitet kan defineres som selskapets netto driftsresultat sett i forhold til gjennomsnittlig netto driftskapital (Penman, 2013, side 318). Forholdstallet viser hvor mye

selskapets netto driftseiendeler kaster av seg i prosent. En slik analyse av lønnsomhet inngår som en del av soliditetsanalysen siden svak lønnsomhet over tid vil tære på egenkapitalen. I våre beregninger har vi valgt å ta utgangspunkt i normalisert netto driftsresultat, da vi anser normaliserte tall som best egnet for prediksjon av fremtidige konkurranssynligheter. Formel 9 viser hvordan man beregner netto driftsrentabilitet.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat UB}}{\text{Netto driftseiendeler IB} + \frac{\Delta \text{Netto driftseiendeler} - \text{Netto driftsresultat UB}}{2}}$$

Formel 9 Netto driftsrentabilitet.

Bransjegjennomsnittet gir den beste indikasjonen på om SalMars prestasjoner er tilfredsstillende. Følgelig benytter vi bransjen som målestokk ved analyse av selskapets netto driftsrentabilitet. Utviklingen i årlig netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjeutvalget vises i figur 6-7.



Figur 6-7 Utvikling i netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen i perioden 2010-2015.

Figuren viser at SalMar har ligget over bransjegjennomsnittet gjennom hele analyseperioden, hvilket gir en god indikasjon på at SalMars netto driftsrentabilitet er tilfredsstillende. Både SalMar og bransjen har imidlertid hatt store svingninger i rentabiliteten, men dette må ses i sammenheng med den sterke avhengigheten til laksepriser, biologiske utfordringer og politiske forhold. Et noe bekymringsverdig tegn er likevel at grafen peker nedover mot slutten av analyseperioden. Tatt de

konjunkturrelle svingningene i betraktning må SalMar og bransjens lønnsomhet uansett anses som tilfredsstillende. SalMar kan vise til en høy avkastning og vi mener derfor at deres netto driftsrentabilitet ikke representerer noen stor risikofaktor for fremtidig soliditet. Nærmere analyser av selskapets lønnsomhet gjennomføres i kapittel 8 (side 124).

6.3 Syntetisk rating

Analysen av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko oppsummeres gjennom et anslag på SalMars syntetiske rating. Vi benytter Knivsflås (2016m) rammeverk for å anslå selskapets risiko, hvilket bygger på Standard & Poors karaktersystem. Fire av de beregnede forholdstallene vil i denne sammenheng legge grunnlaget for den syntetiske ratingen. Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet er de tallene som er av betydning. På bakgrunn av disse plasseres SalMar og bransjen i en passende ratingklasse mellom trippel A og enkel D, som indikerer hvilken risiko som er forbundet med dem. Forholdstallene blir målt opp mot grenseverdiene i tabell 6-6, og gjennomsnittskarakteren tidsvektes basert på vektene som er presentert i delkapittel 5.6 (side 94).

Rating	Likviditets- grad 1	Rentedekningsgrad (etter 27 % skatt)	Egenkapital- andel	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600 8,900	16,900 11,600	0,940 0,895	0,350 0,308
AA	6,200 4,600	6,300 4,825	0,850 0,755	0,266 0,216
A	3,000 2,350	3,350 2,755	0,660 0,550	0,166 0,131
BBB	1,700 1,450	2,160 1,690	0,440 0,380	0,096 0,082
BB	1,200 1,050	1,220 1,060	0,320 0,270	0,068 0,054
B	0,900 0,750	0,900 0,485	0,220 0,175	0,040 0,026
CCC	0,600 0,550	0,070 -0,345	0,130 0,105	0,012 -0,002
CC	0,500 0,450	-0,760 -1,170	0,080 0,030	-0,016 -0,030
C	0,400 0,350	-1,580 -1,995	-0,020 -0,100	-0,044 -0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6-6 Knivsflås (2016m) forslag til syntetisk rating basert på fire forholdstall.

Ratingen uttrykkes med bokstaver, og hver bokstav reflekterer sannsynligheten for å gå konkurs innen ett år. Selskapets tidsvektede gjennomsnittlige karakter er utgangspunktet for karaktersettingen, men for å komme frem til den endelige ratingen må også de øvrige forholdstallene tas i betraktning. Tabellen gir et grovt anslag på SalMar og bransjens kredittrisiko, og vi har derfor valgt å ikke øke detaljnivået ved å sette sterke (+) og svake (-) karakterer. Det tidsvektede gjennomsnittet er basert på de tallmessige observasjonene, ikke bokstavkarakteren for det enkelte år. Første utkast til syntetisk rating er presentert i tabell 6-7.

SalMar	2010		2011		2012		2013		2014		2015		Tidsvektet gjennomsnitt	
Likviditetsgrad 1	3,093	A	2,340	BBB	1,895	BBB	3,813	A	3,197	A	2,867	A	2,952	A
Rentedekningsgrad	25,335	AAA	8,017	AA	3,241	A	9,181	AA	16,896	AAA	14,599	AAA	12,265	AAA
Egenkapitalandel	0,414	BBB	0,373	BB	0,374	BB	0,496	BBB	0,513	BBB	0,477	BBB	0,461	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,321	B	0,132	A	0,069	BB	0,207	A	0,244	AA	0,155	A	0,180	A
Gjennomsnittsrating	A		A		BBB		A		AA		A		A	
Bransjen	2010		2011		2012		2013		2014		2015		Tidsvektet gjennomsnitt	
Likviditetsgrad 1	2,955	A	2,947	A	2,321	A	2,742	A	3,056	A	2,903	A	2,828	A
Rentedekningsgrad	12,099	AAA	7,007	AA	1,873	BBB	6,932	AA	9,441	AA	7,811	AA	7,286	AA
Egenkapitalandel	0,503	BBB	0,471	BBB	0,463	BBB	0,484	BBB	0,450	BBB	0,467	BBB	0,468	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,187	A	0,112	BBB	0,031	B	0,151	A	0,149	A	0,096	BBB	0,117	BBB
Gjennomsnittsrating	A		A		BBB		A		A		A		A	

Tabell 6-7 Første utkast til syntetisk rating for SalMar og bransjen over analyseperioden.

Samlet oppnår SalMar karakteren A, hvilket reflekterer en konkurssannsynlighet på 0,8 prosent i løpet av det neste året (Knivsflå, 2016m). Det samme gjelder også for bransjen. SalMars gjennomsnittlige tidsvektede rating antas imidlertid å ligge i det øvre sjiktet for en A-klassifisering, mens bransjens gjennomsnitt antas å ligge i det nedre. Følgelig synes SalMar å ha en gjennomsnittsrating over analyseperioden som er marginalt bedre enn gjennomsnittet for bransjen. Særlig SalMars likviditetssituasjon virker betryggende, med en likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad rangert til A og AAA. Med karakterene BBB og A for henholdsvis egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet er det heller ikke noe alarmerende med selskapets soliditet på nåværende tidspunkt. En potensiell fare kan være dersom selskapet oppnår lav netto driftsrentabilitet, som tilfellet var i 2012, over tid, og dermed også redusert rentedekningsgrad. Kombinert med lav likviditetsgrad 2 vil dette kunne medføre en likviditetskrise på kort sikt. Tabell 6-7 viser imidlertid at SalMar har hatt en relativt høy og stabil rating over analyseperioden, foruten om nedgangen i 2012. Samlet mener vi at risikoanalysen bekrefter våre antakelser fra den

strategiske analysen, om at SalMar og bransjen for øvrig virker å være solide selskaper med stabile framtidsutsikter, gitt at de biologiske utfordringene løses.

Det er videre av interesse å vurdere hvorvidt en syntetisk rating på A virker rimelig ut fra den samlede risikoanalysen. Vi tar her hensyn til andre forholdstall enn de fire som legger grunnlaget for den syntetiske ratingen. Fra likviditetsanalysen kom det frem at SalMar hadde noe svake forholdstall hva gjelder likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekningsgrad. Begge disse forholdstallene var for det meste også lavere bransjesnittet, hvilket ble sett på som negativt. Vi argumenterte imidlertid for at de svake forholdstallene kunne ha sammenheng med konsolideringstrenden i oppdrettsnæringen. Konsekvensene av dette er nemlig at selskapenes mange oppkjøp legger beslag på deres finansielle omløpsmidler, hvilket igjen gir utslag i form av lave forholdstall. Vi mener derfor at de nevnte forholdstallene ikke vil svekke vår opprinnelige vurdering av SalMars kredittrisiko i utpreget grad. Finansieringsmatrisen underbygger videre den syntetiske ratingen. Analysen av SalMars kapitalstruktur viste at selskapet så ut til å ha en betryggende finansiering på nåværende tidspunkt. Etter å ha inkludert øvrige risikomål mener vi fortsatt at en syntetisk rating på A kan forsvares. Vi tror at både SalMar og bransjen for øvrig er godt rustet til å tåle perioder med endringer i omgivelsene og nedgang i lakseprisen.

Syntetisk rating gir som nevnt en indikasjon på kredittrisikoen, men vi vil påpeke noen svakheter med metoden som får konsekvenser i den videre analysen. Rammeverket for syntetisk rating tar ikke hensyn til bransjespesifikke forhold, hvilket fører til at grenseverdiene ikke nødvendigvis gir riktig indikasjon på kredittrisiko basert på de observerte forholdstallene. Oppdrettsnæringen er kapitalintensiv som følge av blant annet lang produksjonsprosess, og omløpsmidlene har derfor lav omløpshastighet. Dette fører til at likviditetsgrad 1 er naturlig høy på grunn av biologiske eiendeler som utgjør store deler av selskapenes driftsrelaterte omløpsmidler. Videre kan det påpekes at metoden baserer seg på et fåtall forholdstall, hvilket gjør at forholdstall med store feilkilder kan gi feil indikasjon på SalMar og bransjens kredittrisiko. Kombinasjonen av tallmessige observasjoner og bokstavkarakterer kan også skape problemer, særlig ved beregning av gjennomsnittlige karakterer. Metoden er imidlertid enkel å bruke og gir en tilfredsstillende indikasjon på selskapenes kredittrisiko, og vi velger derfor å basere den videre analysen på den syntetiske ratingen.

7 Historisk avkastningskrav

Avkastningskrav reflekterer hvilken avkastning investorer kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med tilsvarende risiko (Kaldestad & Møller, 2011, side 105). Kravet fungerer som en målestokk for rentabilitet, og investeringen er bare lønnsom dersom avkastningen er større enn avkastningskravet (Knivsflå, 2016). I dette kapitlet gjøres det anslag på historiske avkastningskrav for SalMar, herunder kommer krav relatert til egenkapital inkludert minoritetsinteresser, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. Våre anslag på historiske avkastningskrav vil så utgjøre målestokker for den videre analysen av lønnsomhet i kapittel 8 (side 124). Avkastningskravene kan også brukes som diskonteringsrente for fremtidig verdi, hvilket vi kommer tilbake til i kapittel 10 (side 170). For å oppnå konsistens med rentabilitetsmål er avkastningskravene vektet basert på gjennomsnittlige balanseverdier.

7.1 Teori for avkastningskrav

Kravet til avkastning på netto driftskapital er et gjennomsnittlig vektet kapitalavkastningskrav av kravene knyttet til henholdsvis egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld, som vist i formel 10 (Damodaran, 2012, side 13-14). Vektingen vil skje på grunnlag av balanseførte verdier.

$$\text{Netto driftskrav (ndk)} = \text{ekk} * \left(\frac{EK}{NDK}\right) + \text{mik} * \left(\frac{MI}{NDK}\right) + \text{nfgk} * \left(\frac{NFG}{NDK}\right)$$

ekk = egenkapitalkrav

MI = minoritet

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

EK = egenkapital

mik = minoritetskrav

NFG = netto finansiell gjeld

NDK = netto driftskapital

Formel 10 Netto driftskrav (ndk).

I det følgende blir de kapitalkravene som er aktuelle for beregningen av SalMars netto driftskrav presentert.

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

For å beregne netto driftskravet må vi først beregne kravet til egenkapital og minoritet. I den forbindelse har vi valgt å ta i bruk kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM), som er den mest anvendte modellen i praksis.

Totalrisikoen til en investering består av både systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko omfatter generell markedsrisiko som påvirker alle investeringer, mens usystematisk risiko er en selskapsspesifikk risiko som bare inkluderer forhold som påvirker det enkelte selskap (Kaldestad & Møller, 2011, side 107). Ved å spre investeringer på flere investeringsobjekt, vil den usystematiske risikoen i en portefølje reduseres. Kapitalverdimodellen forutsetter at alle investorer er nyttemaksimerende individer med veldiversifiserte porteføljer som kun inkluderer systematisk risiko (Schølberg, 2009). Andre sentrale forutsetninger bak kapitalverdimodellen er antakelsen om et perfekt kapitalmarked og fravær av skatter (Schølberg, 2009). Kapitalverdimodellen beregner kravet til egenkapitalen ut i fra risikofri rente, markedets risikopremie og selskapets beta, som vist i formel 11. I tilfeller der det er risiko for markedssvikt tillegges kravet også en illikviditetspremie (Kaldestad & Møller, 2011, side 122).

$$\text{Egenkapitalkrav (ekk)} = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * (r_m - r_f * (1 - s)) + \text{ilp}$$

r_f = risikofri rente β_{EK} = mål på systematisk risiko s = skattesats
 $r_m - r_f$ = markedspremien ilp = illikviditetspremie

Formel 11 Egenkapitalkrav (ekk).

Kravet til minoritet tar utgangspunkt i egenkapitalkravet som justeres for en eventuell ekstra illikviditetspremie, som vist i formel 12. Den ekstra illikviditetspremien avhenger av risikoen for at investor blir låst inne i en illikvid aksje (Kaldestad & Møller, 2011, side 122).

$$\text{Minoritetskrav (mik)} = \text{ekk} + \text{ilp}_{MI}$$

ekk = egenkapitalkrav ilp_{MI} = illikviditetspremie til minoritet

Formel 12 Minoritetskrav (mik).

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente utgjør «(...) en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2011, s. 108).

Følgelig inngår risikofri rente som en del av avkastningskravet, siden enhver investering som innebærer risiko må gi en avkastning høyere enn risikofri rente etter skatt. Senere vil egenkapitalrentabiliteten bli beregnet som en nominell rente etter skatt, og derfor må sammenligningsgrunnlaget, her den nominelle risikofrie renten, også utgjøre en nominell rente etter skatt.

Det finnes flere mål på risikofri rente, der NIBOR og norske statsobligasjoner er de vanligste. NIBOR er en kortsiktig lånerente mellom bankene, og ved bruk av denne må det gjøres fradrag for bankenes konkurrisiko basert på deres rating (Knivsflå, 2016o). Det samme gjelder for øvrig også ved bruk av norske statsobligasjoner, men her baseres fradraget på ratingen til den norske stat. Konkursrisikoen knyttet til den norske stat er lavere enn for bankene og risikopremien antas å være marginal. Vi har valgt å benytte renten på tiårige statsobligasjoner som mål på risikofri rente. Denne varierer mindre enn en kortsiktig rente, og gir følgelig et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011, side 110). Ulempen med en slik langsiktig rente er at den teoretisk sett er litt for høy, da den innbefatter risikopremie i form av inflasjonsrisiko og illikviditet. En undersøkelse utført av PwC (2015) viser at renten på tiårige statsobligasjoner likevel er det mest brukte målet på risikofri rente i det norske markedet.

Tabell 7-1 viser gjennomsnittlig årlig risikofri rente etter skatt basert på daglige observasjoner av tiårige statsobligasjoner over analyseperioden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Risikofri rente før skatt	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025	0,016	0,026
- Skatt (27 %)	0,010	0,008	0,006	0,007	0,007	0,004	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,011	0,019

Tabell 7-1 Gjennomsnittlig årlig risikofri rente etter skatt over analyseperioden, fra 2010 til 2015 (Norges Bank, 2016d).

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie utgjør forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente etter skatt (Kaldestad & Møller, 2011, side 117). Dette er altså den meravkastningen som investor forventer å få ved å investere i et objekt som er mer risikabelt enn den risikofrie renten. Markedsrisikopremien kan tolkes som en kompensasjon for å påta seg markedsrisiko. For å finne markedets estimerte risikopremie for det enkelte år i analyseperioden bruker vi historisk observert

risikopremie. Knivsflå (2016o) benytter historiske data med en kombinasjon av kortsiktig og langsiktig perspektiv, og vi har valgt å følge dette. Årlig risikopremie er vektet med 1/3 for perioden 1995-2015 (kortsiktig perspektiv) og med 2/3 for perioden 1958-2015 (langsiktig perspektiv). Den beregnede markedsrisikopremien for analyseperioden er vist i tabell 7-2.

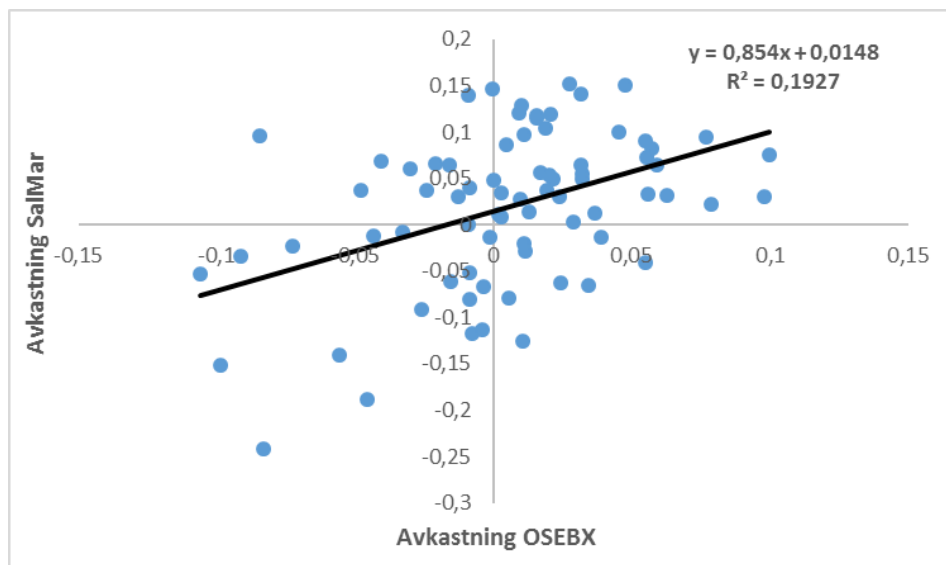
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Årlig risikopremie 1995-2015	0,039	0,036	0,038	0,040	0,040	0,040	0,039
* Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
+ Årlig risikopremie 1958-2015	0,048	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,049
* Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
= Markedets risikopremie	0,046	0,046	0,046	0,047	0,048	0,048	0,047

Tabell 7-2 Markedets risikopremie over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt (Knivsflå, 2016o).

En markedsrisikopremie på 4,7 prosent harmonerer med Kaldestad og Møllers (2011, side 122) oppfatning av en «normal» risikopremie. Videre kan denne også forsvares ut fra PwCs (2015) årlige spørreundersøkelse blant norske finansanalytikere, som viser at markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5 prosent. Avviket er marginalt og kan neppe anses som signifikant. Historisk risikopremie synes følgelig å være konsistent med premien man finner i spørreundersøkelser.

7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Beta er et mål på en aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og betaverdien forteller oss hvor mye aksjen svinger i forhold til markedet (Oslo Børs, u.å.). Aksjens risiko kan deles opp i systematisk og usystematisk risiko, og beta er en del av den systematiske risikoen som ikke kan diversifiseres bort (Oslo Børs, u.å.). Vi velger å estimere egenkapitalbetaen til SalMar og de komparative selskapene ved å utføre en regresjonsanalyse mot hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX). På den måten får vi kontroll med metoden som brukes, i motsetning til om vi hadde brukt en beta estimert av andre, som for eksempel Dagens Næringsliv. Videre benytter vi en tidshorisont på seks år med månedlige avkastningsrater. Med dette får vi et tilstrekkelig antall observasjoner, uten å gå for langt tilbake i tid slik at dataenes relevans reduseres. Regresjonsanalysen til SalMar er vist nedenfor i figur 7-1.



Figur 7-1 Regresjonsanalyse til SalMar, historisk avkastning SalMar versus hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX (E24, 2016a og E24, 2016b).

Regresjonsanalysen av den månedlige avkastningen til SalMar og hovedindeksen på Oslo Børs gir et betaestimat på 0,854. Dette antyder at SalMar er mindre utsatt for svingninger enn markedet ellers. Forklaringskraften (R^2), det vil si hvor mye av risikoen som kan forklares av generell markedsrisiko, er 19,27 prosent. Den resterende delen, på 80,73 prosent, relaterer seg følgelig til usystematisk selskappspesifikk risiko som i motsetning til markedsrisikoen er diversifiserbar. Forklaringskraften er relativt lav, hvilket kan komme av at SalMars kursutvikling i større grad kan henføres til volatiliteten i lakseprisen enn generelle markedskonjunkturer.

Egenkapitalbetaene til SalMar og de komparative virksomhetene justeres for å gjøre estimatene mindre ekstreme, og for å ta høyde for antakelsen om at betaene over tid drives mot én (Kaldestad & Møller, 2011, side 115). Justeringen gjøres ved å tillegge de beregnede betaverdiene en vekt på 2/3, samt legge til en normalbeta på én vektet med resterende 1/3. SalMars justerte egenkapitalbeta er 0,903. Tabell 7-3 viser beregnet og justert egenkapitalbeta for SalMar og det komparative utvalget.

	SalMar	Marine Harvest	Lerøy	NRS	Grieg Seafood
Egenkapitalbeta	0,854	0,641	0,842	0,834	0,955
Justert betaestimat	0,903	0,761	0,895	0,890	0,970

Tabell 7-3 Beregnet og justert egenkapitalbeta for SalMar og de komparative virksomhetene (E24, 2016a og E24, 2016b).

Sammenlignet med de komparative selskapene virker i utgangspunktet vårt anslag på SalMars justerte egenkapitalbeta å være fornuftig. En alternativ rimelighetssjekk er å sammenligne betaestimatet med anslag hentet fra økonomiske tidsskrifter. Vi baserer oss på estimer fra Dagens Næringsliv, som per 6. januar 2016 anslår en egenkapitalbeta på 0,74 for SalMar (Dagens Næringsliv, 2016). Avisens anslag er dog basert på en kort analyseperiode, 24 måneder, samt at det benyttes ukentlige fremfor månedlige avkastningsdata. Vi velger derfor å beholde vårt anslag på SalMars egenkapitalbeta og bruke de justerte betaestimatene i den videre analysen. Minoritetsbeta settes lik justert egenkapitalbeta.

7.2.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremie er et prosentvis påslag som kan tillegges egenkapitalkravet på bakgrunn av kostnader som er forbundet med det å eie aksjen, som vist ovenfor i formel 11. Ved markedssvikt er det fare for at aksjer ikke kan selges eller at de må selges til redusert pris, og investorer og kreditorer vil derfor kunne kreve en ekstra risikopremie for å bære denne risikoen (Kaldestad & Møller, 2011, side 122). De stiller da høyere krav til aksjens avkastning enn hva tilfellet er dersom aksjen kan omsettes fritt i markedet uten kostnader. Det finnes ingen enkel teori for å fastsette illikviditetspremier, og vi benytter en skjønnsbasert tilnærming. Størrelsen på illikviditetspremien avhenger likevel av graden av markedssvikt, innlåsing i aksjen og selskapsspesifikk risiko (Knivsflå, 2016o).

Både SalMar og de komparative selskapene er notert på Oslo Børs, hvilket tilsier at aksjene er lett omsettelige. Eierspredningen i SalMar er imidlertid relativt lav, og den største aksjonæren, Kverva AS, eier 53,4 prosent av aksjene i selskapet (SalMar, 2016a). Følgelig har småinvestorer liten innflytelse hva angår utbyttespørsmål og lignende. SalMar er ikke blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs, men handelen foregår likevel i et såpass høyt volum at vi velger å ikke tillegge en illikviditetspremie for majoritet. For minoritet er risikoen for innlåsing i en illikvid aksje større, og vi velger derfor å legge til en illikviditetspremie på 2 prosent for minoritet.

7.2.5 Årlig egenkapitalbeta

Den beregnede egenkapitalbetaen på 0,903 fra delkapittel 7.2.3, utgjør et gjennomsnitt for analyseperioden. Egenkapitalbetaen forventes å endre seg over tid, hvilket tilsier at det bør gjøres

et anslag på årlige egenkapitalbetaer. Dette forutsetter at man har kjennskap til størrelsen på selskapets netto driftsbeta. I denne sammenheng støtter vi oss til Miller-Modiglianis første proposisjon, som slår fast at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert, gitt at selskapet ikke har finansielle krisekostnader (Modigliani & Miller, 1958, side 261-297). Dette innebærer at netto driftsbeta er konstant.

Betaverdier relatert til SalMars netto finansielle gjeld blir beregnet i delkapittel 7.3. Årlig egenkapitalbeta er derfor eneste ukjente faktor, og denne kan beregnes residualt for det enkelte år. SalMars årlige egenkapitalbeta over analyseperioden, samt periodens gjennomsnitt, fremgår av tabell 7-4.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	0,943	1,051	1,071	0,882	0,768	0,791	0,903
* Egenkapitalvekt	0,535	0,469	0,462	0,559	0,652	0,654	0,555
+ Egenkapitalbeta	0,943	1,051	1,071	0,882	0,768	0,791	0,903
* Minoritetsvekt	0,019	0,027	0,024	0,033	0,030	0,008	0,024
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,015	0,014	0,017	0,014	0,014	0,014	0,015
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,446	0,504	0,514	0,407	0,318	0,338	0,421
= Netto driftsbeta	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529

Tabell 7-4 SalMars egenkapitalbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

7.2.6 Krav til egenkapital og minoritet

I henhold til Miller-Modiglianis første proposisjon er verdien av selskapet som nevnt ikke avhengig av hvordan det er finansiert, og dermed er det kapitalkostnaden for de ulike kapitalene som vil variere basert på finansieringen, jamfør Miller-Modiglianis andre proposisjon (Modigliani & Miller, 1958, side 261-297). Et selskap som utelukkende er finansiert gjennom egenkapital vil ha et lavere avkastningskrav til egenkapitalen enn om selskapet er høyt gearet. Egenkapitalens risiko øker med gjeldsgraden, og jo høyere gjeldsgrad selskapet har, desto høyere er selskapets egenkapitalbeta og -krav. Nedenfor i tabell 7-5 er SalMars endelige egenkapital- og minoritetskrav beregnet for hvert av årene i analyseperioden.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Risikofri rente før skatt	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025	0,016	0,026
- Skatt (27%)	0,010	0,008	0,006	0,007	0,007	0,004	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,011	0,019
+ Justert beta	0,943	1,051	1,071	0,882	0,768	0,791	0,903
* Markedets risikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,047	0,048	0,048	0,047
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,069	0,071	0,065	0,060	0,055	0,049	0,061
+ Ekstra illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,089	0,091	0,085	0,080	0,075	0,069	0,081

Tabell 7-5 SalMars egenkapital- og minoritetskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

Tabellen viser at SalMars krav til egenkapital og minoritet er fallende over analyseperioden. Dette utviklingstrekket må primært ses i sammenheng med variasjoner i risikofri rente gjennom perioden. Utviklingen i justert egenkapitalbeta og markedets risikopremie er for øvrig også av betydning.

7.3 Finansielle krav

Kreditor er opptatt av selskapsspesifikk risiko i forbindelse med utlån. Med utlån følger det en potensiell tapsrisiko, og kreditor krever derfor en ekstra kredittrisikopremie som et tillegg til den risikofrie renten. Størrelsen på risikopremien vil variere med selskapets kredittrisiko. I det følgende skal vi beregne finansielle krav samt betaverdier for SalMars finansielle gjeld og eiendeler.

7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Kravet til finansiell gjeld beregnes etter formel 13:

$$\text{Finansielt gjeldskrav (fgk)} = \text{risikofri rente } (r_f) * (1 - \text{skattesats}) + \text{kredittrisikopremie (krp)}$$

Formel 13 Finansielt gjeldskrav (fgk).

For å beregne netto driftskravet må vi videre fastsette kredittrisikopremien på SalMars gjeld. Vi har valgt å ta i bruk Knivsflås (2016o) metodikk, hvor kredittrisikopremien anslås basert på selskapets syntetiske rating og gjeldens gjenværende levetid. Kredittrisikopremien fremgår da direkte av tabell 7-6 på neste side.

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

Tabell 7-6 Kredittrisikopremie (krp) basert på syntetisk rating (Knivsfå, 2016a).

Det meste av SalMars finansielle gjeld består av langsiktige kreditter, og vi benytter derfor den langsiktige kredittrisikopremien i den videre beregningen. Tabell 7-7 viser det finansielle gjeldskravet for hvert av årene i analyseperioden:

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	A	A	BBB	A	AA	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,011	0,019
+ Kredittrisikopremie (lang)	0,010	0,010	0,014	0,010	0,008	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,036	0,033	0,029	0,029	0,026	0,021	0,029

Tabell 7-7 SalMars finansielle gjeldskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

Videre beregner vi finansiell gjeldsbeta, da denne brukes i forbindelse med beregning av netto finansielt gjeldskrav i delkapittel 7.3.3 (side 121). Beregningene er vist nedenfor i tabell 7-8.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	A	A	BBB	A	AA	A	A
Lang kredittrisikopremie (krp)	0,010	0,010	0,014	0,010	0,008	0,010	0,010
/ Markedspremie etter skatt (mrp)	0,046	0,046	0,046	0,047	0,048	0,048	0,047
= Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,219	0,219	0,303	0,214	0,168	0,211	0,222
Markedsrisikodel egenkapital	0,193	0,193	0,193	0,193	0,193	0,193	0,193
* Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064
= Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,014	0,019	0,014	0,011	0,014	0,014

Tabell 7-8 SalMars finansielle gjeldsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

Markedsrisikodel egenkapital tilsvarer forklaringskraften (R^2) som ble observert i regresjonsanalysen. Markedsrisikodel finansiell gjeld tar også utgangspunkt i den observerte

forklaringskraften, men justeres med en justeringsfaktor til gjeldsavkastning på 1/3, etter forelest metodikk (Knivsflå, 2016o).

7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

For å anslå kravet til SalMars finansielle eiendeler må vi ha inputs i form av risikofri rente, kredittrisikopremie og markedsrisikopremie. Selskapets finansielle eiendelskrav anslås som et vektet snitt tilknyttet undergruppene kontanter, finansielle fordringer og finansielle investeringer (Knivsflå, 2016o). De tre undergruppene av finansielle eiendeler er forbundet med ulik risiko, og følgelig har de også ulike avkastningskrav. Kontanter utgjør risikofrie likvider og kontantbetaen forutsettes å være lik null. Kontantkravet settes derfor lik den risikofrie renten etter skatt. Videre settes kravet til finansielle fordringer lik den risikofrie renten tillagt en kredittrisikopremie hentet fra tabell 7-6. Fordringsbetaen anslås basert på en antakelse om at fordringene i all hovedsak er kortsiktige, og følgelig tar vi utgangspunkt i kolonnen for kort KRP i tabellen. Samtidig forutsetter vi at fordringene gjennomsnittlig er kredittrtet til BBB. Når det gjelder selskapets finansielle investeringer forutsettes disse å være veldiversifiserte, hvilket gir opphav til en betaverdi nært én. Investeringskravet settes derfor til risikofri rente tillagt en markedsrisikopremie på én. Med utgangspunkt i de ovennevnte forutsetningene kan vi beregne selskapets finansielle eiendelskrav samt dets finansielle eiendelsbeta, som vist i tabell 7-9 og 7-11.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,011	0,019
* Kontantvekt	0,903	0,890	0,804	0,978	0,984	0,933	0,915
+ Fordringskrav	0,036	0,033	0,025	0,029	0,028	0,021	0,029
* Fordringsvekt	0,088	0,097	0,067	0,008	0,015	0,063	0,057
+ Investeringskrav	0,071	0,069	0,062	0,066	0,066	0,059	0,065
* Investeringsvekt	0,009	0,013	0,129	0,014	0,001	0,004	0,028
= Finansielt eiendelskrav	0,027	0,025	0,022	0,020	0,019	0,012	0,021

Tabell 7-9 SalMars finansielle eiendelskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

For å kunne beregne selskapets finansielle eiendelsbeta må først fordringsbetaen beregnes, som vist i tabell 7-10.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	A	A	BBB	A	AA	A	A
Kort kredittrisikopremie (krp)	0,006	0,006	0,010	0,006	0,004	0,006	0,006
/ Markedspremie etter skatt (mrp)	0,046	0,046	0,046	0,047	0,048	0,048	0,047
= Implisitt fordringsbeta	0,131	0,131	0,216	0,128	0,084	0,126	0,136
* Markedsrisikodel (mrd)	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064
= Fordringsbeta	0,008	0,008	0,014	0,008	0,005	0,008	0,009

Tabell 7-10 SalMars fordringsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

Vi har nå all nødvendig input som trengs for å beregne den totale finansielle eiendelsbetaen, som vist i tabell 7-11.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,903	0,890	0,804	0,978	0,984	0,933	0,915
+ Fordringsbeta	0,008	0,008	0,014	0,008	0,005	0,008	0,009
* Fordringsvekt	0,088	0,097	0,067	0,008	0,015	0,063	0,057
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,009	0,013	0,129	0,014	0,001	0,004	0,028
= Finansiell eiendelsbeta	0,010	0,014	0,133	0,014	0,001	0,004	0,029

Tabell 7-11 SalMars finansielle eiendelsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Etter å ha beregnet avkastningskrav for SalMars finansielle gjeld og eiendeler, har vi de dataene som trengs for å estimere selskapets netto finansielle gjeldskrav. Beregninger og endelig krav til netto finansiell gjeld fremgår av tabell 7-12.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,036	0,033	0,029	0,029	0,026	0,021	0,029
* Finansiell gjeldsvekt	1,109	1,039	1,024	1,260	1,315	1,096	1,140
- Krav til finansielle eiendeler	0,027	0,025	0,022	0,020	0,019	0,012	0,021
* Finansiell eiendelsvekt	0,109	0,039	0,024	0,260	0,315	0,096	0,140
= Netto finansielt gjeldskrav	0,037	0,033	0,029	0,031	0,029	0,022	0,030

Tabell 7-12 SalMars netto finansielle gjeldskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

Videre gis det i tabell 7-13 et anslag på SalMars netto finansielle gjeldsbeta. Denne var nødvendig for å anslå selskapets netto driftsbeta og dermed også dets årlig justerte egenkapitalbeta i delkapittel 7.2.5.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,014	0,019	0,014	0,011	0,014	0,014
* Finansiell gjeldsvekt	1,109	1,039	1,024	1,260	1,315	1,096	1,140
- Finansiell eiendelsbeta	0,010	0,014	0,133	0,014	0,001	0,004	0,029
* Finansiell eiendelsvekt	0,109	0,039	0,024	0,260	0,315	0,096	0,140
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,015	0,014	0,017	0,014	0,014	0,014	0,015

Tabell 7-13 SalMars netto finansielle gjeldsbeta over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

7.4 Krav til netto driftskapital

Kravet til netto driftskapital beregnes som nevnt ved å vekte kravene til henholdsvis egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld med gjennomsnittlige balanseverdier. Beregningene fremgår av tabell 7-14.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,069	0,071	0,065	0,060	0,055	0,049	0,061
* Egenkapitalvekt	0,535	0,469	0,462	0,559	0,652	0,654	0,555
+ Minoritetsinteressekrav	0,089	0,091	0,085	0,080	0,075	0,069	0,081
* Minoritetsvekt	0,019	0,027	0,024	0,033	0,030	0,008	0,024
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,037	0,033	0,029	0,031	0,029	0,022	0,030
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,446	0,504	0,514	0,407	0,318	0,338	0,421
= Netto driftskrav	0,055	0,052	0,047	0,049	0,047	0,040	0,048

Tabell 7-14 SalMars netto driftskrav over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

Tabellen viser at SalMars netto driftskrav har hatt en svak nedadgående trend gjennom analyseperioden. Totalt sett er netto driftskravet redusert, hvilket i stor grad skyldes lavere risikofri rente, som igjen gir seg utslag i kravet til samtlige kapitaler.

7.5 Oppsummering – avkastningskrav

SalMars netto driftskrav har over analyseperioden ligget jevnt under tilsvarende krav i bransjen. Differansen er imidlertid liten, hvilket også er å vente med tanke på at de forskjellige selskapenes drift og dermed også driftsrisiko antas å være relativt lik. En bedre forståelse av den påviste forskjellen mellom SalMar og bransjens netto driftskrav oppnås ved å dekomponere kravet i henholdsvis krav til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld, som vist i tabell 7-15.

Salmar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,069	0,071	0,065	0,060	0,055	0,049	0,061
Minoritetskrav	0,089	0,091	0,085	0,080	0,075	0,069	0,081
Netto finansielt gjeldskrav	0,037	0,033	0,029	0,031	0,029	0,022	0,030
Netto driftskrav	0,055	0,052	0,047	0,049	0,047	0,040	0,048
Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,066	0,063	0,057	0,061	0,060	0,053	0,060
Minoritetskrav	0,086	0,083	0,077	0,081	0,080	0,073	0,080
Netto finansielt gjeldskrav	0,037	0,034	0,030	0,030	0,031	0,023	0,031
Netto driftskrav	0,056	0,054	0,048	0,051	0,051	0,043	0,051

Tabell 7-15 Oppsummering – egenkapitalkrav, minoritetskrav, netto finansielt gjeldskrav og netto driftskrav for SalMar og bransjen over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens gjennomsnitt.

Avkastningskravene til egenkapital og minoritet er i stor grad sammenfallende for SalMar og bransjen. Forskjellene som fremkommer skyldes ulik egenkapitalbeta. Fra 2010 til 2012 er SalMars estimerte egenkapitalbeta noe høyere enn bransjen for øvrig, mens den fra 2013 til 2015 er marginalt lavere enn bransjegjennomsnittet. At SalMar har en høyere egenkapitalbeta enn bransjen de tre første årene av analyseperioden tyder på at selskapets avkastning disse årene har vært utsatt for større svingninger enn bransjen, sammenlignet med avkastningen til markedet. Situasjonen er snudd for de tre siste årene av analyseperioden.

Netto finansielt gjeldskrav er for de fleste årene noe lavere for SalMar enn for bransjen. En forklaring kan være at de øvrige aktørene i bransjen har en større finansiell eiendelspost enn SalMar. Dette medfører at bransjens finansielle eiendels- og gjeldsvekt øker, og siden finansielt gjeldskrav er høyere enn finansielt eiendelskrav øker kravet til netto finansiell gjeld.

SalMar er finansiert med mindre egenkapital og minoritetsinteresser, og mer netto finansiell gjeld, enn bransjen for øvrig. Dette gjør at SalMars netto driftskrav er noe lavere enn bransjegjennomsnittet. Mengden av finansielle eiendeler som bidro til å redusere SalMars netto finansielle gjeldskrav bidrar her til å øke andelen netto finansiell gjeld, og dermed redusere SalMars netto driftskrav.

8 Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

Rentabilitet er et mål på prosentvis avkastning i forhold til investert kapital (Damodaran, 2012, side 44). Rentabilitetsmåling gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom ulike selskaper. Vi skal i dette kapittelet gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse av SalMar, hvor fokuset rettes mot det å avdekke avvik mellom rentabilitet og avkastningskrav for selskapet og bransjen. Å fokusere på avvik i større grad enn absolutt nivå gjør oss i bedre stand til å vurdere SalMars rentabilitet fordi analysen skjer relativt til bransjen. På denne måten vil vi også lettere kunne avdekke kildene til en eventuell strategisk fordel.

Rentabilitetsanalysen danner grunnlaget for fremtidsregnskapet som utarbeides i kapittel 9 (side 148). Vi bruker derfor normalisert rentabilitet i dette kapittelet, siden normaliserte tall er mest relevant for framskriving og verdivurdering, og følgelig utelukkes de unormale postene fra analysen. Ved beregning av rentabilitet benytter vi etterskuddsrente for å sikre konsistens med utarbeidelsen av avkastningskrav i kapittel 7 (side 111).

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et mål på hvor mye selskapets egenkapital kaster av seg i prosent (Hoff et al., 2007, side 204). Den årlige egenkapitalrentabiliteten beregnes med utgangspunkt i selskapets normaliserte og justerte resultat til egenkapitalen, og gjennomsnittlig egenkapital, som vist i formel 14.

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

ekr = Egenkapitalrentabilitet

EK_{t-1} = Egenkapital i inngående balanse

NRE = Normalisert nettoresultat til EK

ΔEK_t = Årets endring i egenkapitalen

Formel 14 Egenkapitalrentabilitet.

Relevant målestokk for egenkapitalrentabiliteten vil både være egenkapitalkravet, som vi fant i kapittel 7, og rentabiliteten i bransjen. Tabell 8-1 viser utviklingen i SalMars egenkapitalrentabilitet over analyseperioden.

Tidsvekt	2010 0,05	2011 0,1	2012 0,15	2013 0,2	2014 0,25	2015 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Nettoreultat til egenkapital	869 778	503 511	231 709	890 304	1 418 200	1 011 868	914 174
/ Egenkapital	1 523 307	2 041 092	2 375 516	3 021 457	4 078 474	4 679 061	3 430 277
= Egenkapitalrentabilitet	0,571	0,247	0,098	0,295	0,348	0,216	0,268

Tabell 8-1 SalMars egenkapitalrentabilitet over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

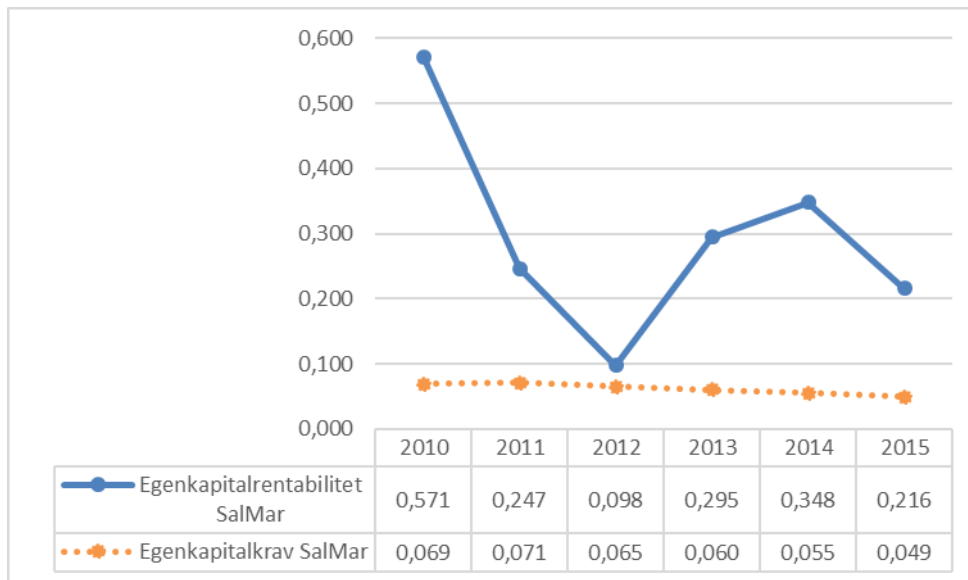
Tabellen viser at egenkapitalrentabiliteten har vært utsatt for store svingninger over analyseperioden, hvilket er godt illustrert av endringen på over 80 prosentpoeng fra 2010 til 2012. Dette er i tillegg normalisert rentabilitet, og det er derfor nærliggende å tro at svingningene i realiteten er enda større. Utover dette viser tabellen at rentabiliteten i stor grad svinger i takt med lakseprisen, som over analyseperioden har variert stort. I perioder med høy laksepris observeres en høy egenkapitalrentabilitet, mens i nedgangstider observeres en lav egenkapitalrentabilitet. Dette viser at selskapets resultat er sterkt avhengig av prisen på laks.

8.1.1 Superrentabilitet til egenkapital

Et selskap anses som lønnsomt dersom selskapets egenkapitalrentabilitet overgår egenkapitalkravet. Hvis dette er tilfellet sies det at selskapet oppnår superrentabilitet, ved at de evner å generere strategiske fordeler (Knivsflå, 2016p). Egenkapitalens superrentabilitet er følgelig den avkastningen som overstiger avkastningskravet. Utviklingen i SalMars superrentabilitet over analyseperioden er vist i tabell 8-2 og i figur 8-1.

Tidsvekt	2010 0,05	2011 0,1	2012 0,15	2013 0,2	2014 0,25	2015 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	0,571	0,247	0,098	0,295	0,348	0,216	0,268
- Egenkapitalkrav	0,069	0,071	0,065	0,060	0,055	0,049	0,058
= Strategisk fordel (Superrentabilitet SalMar)	0,502	0,176	0,033	0,235	0,293	0,167	0,210

Tabell 8-2 SalMars superrentabilitet over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.



Figur 8-1 Utviklingen i SalMars egenkapitalrentabilitet og -krav over analyseperioden, fra 2010 til 2015.

SalMar har i årene over analyseperioden evnet å generere strategiske fordeler, og eierne oppnår dermed en avkastning som overstiger avkastningskravet. Dette skyldes mest sannsynlig den gode perioden oppdrettsnæringen har vært gjennom, med blant annet sterk etterspørsel og høye laksepriser, kombinert med økt fokus på kostnadseffektiv drift. Tidsvektet gjennomsnitt over analyseperioden gir en superrentabilitet på hele 21 prosent. Gjennom en grundigere analyse av SalMars egenkapitalrentabilitet skal vi i det følgende forsøke å avdekke kildene til selskapets superrentabilitet. Superrentabiliteten blir dekomponert for å finne ut om den kan relateres til forhold internt i selskapet, eller om den må tilskrives forhold som er generelle for bransjen. SalMars beregnede superrentabilitet dekomponeres etter følgende formel:

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

$ekr_B - ekk_B$ = Superrentabilitet felles for bransjen (Bransjefordel)
 $ekr - ekr_B$ = Superrentabilitet hos SalMar relativt til bransjen (Intern ressursfordel 1)
 $ekk_B - ekk$ = Kravfordel i SalMar relativt til bransjen (Intern ressursfordel 2)

Formel 15 Superrentabilitet.

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Ekstern bransjefordel er differansen mellom bransjens egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet i bransjen. Bransjefordelen relaterer seg til forhold som er felles for alle aktørene i bransjen, hvilket

også er en naturlig antakelse siden bransjeutvalget er valgt med sikte på å finne sammenlignbare aktører. Utviklingen til bransjens superrentabilitet over analyseperioden er vist i tabell 8-3.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Egenkapitalrentabilitet	0,261	0,152	0,022	0,191	0,206	0,129	0,154
- Egenkapitalkrav	0,066	0,063	0,057	0,061	0,060	0,053	0,059
= Strategisk fordel (Superrentabilitet Bransje)	0,195	0,089	-0,035	0,131	0,146	0,076	0,095

Tabell 8-3 Bransjens superrentabilitet over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

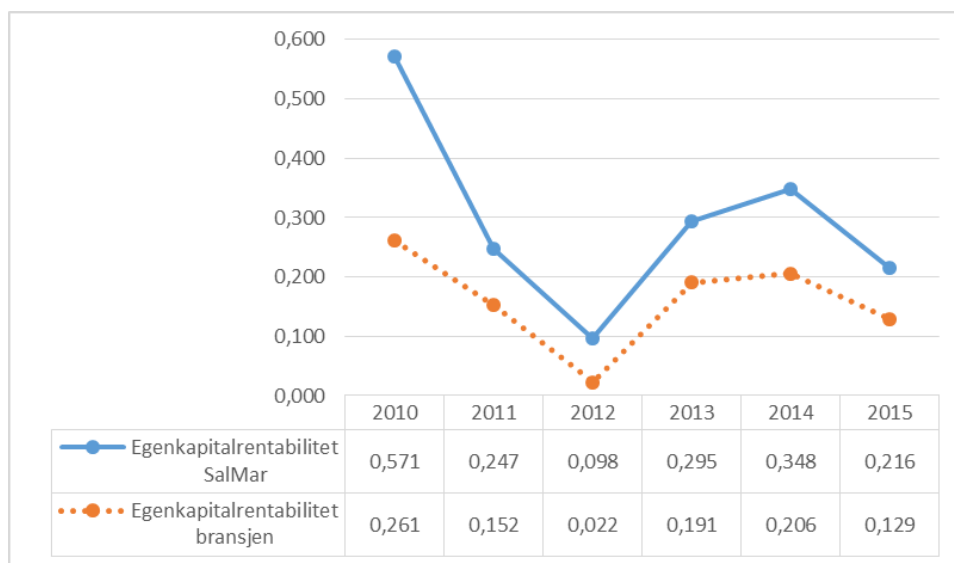
I likhet med SalMar har også bransjen hatt et nokså stabilt avkastningskrav over analyseperioden, samtidig som egenkapitalrentabiliteten har vært utsatt for relativt store svingninger. På bakgrunn av dette har bransjen evnet å generere strategiske fordeler i alle årene over analyseperioden, foruten om i 2012. Det er videre verdt å merke seg at 9,5 prosent av den beregnede strategiske fordelen til SalMar, på 21 prosent, kan henføres til forhold som er felles for bransjen. Årlig utvikling i superrentabilitet viser at SalMar og bransjeutvalget er utsatt for de samme markedssvingningene, der utviklingen i lakseprisen spiller den mest avgjørende rollen for den årlige egenkapitalrentabiliteten. Følgelig ser bransjen ut til å være representativ.

8.1.3 Intern ressursfordel

Intern ressursfordel er differansen mellom SalMar og bransjens egenkapitalrentabilitet, som vist nedenfor i tabell 8-4 og figur 8-2. Ressursfordelen forteller noe om hvilke ressurser SalMar besitter i forhold til bransjen, og det er dermed særegne interne ressurser i SalMar som legger grunnlaget for ressursfordelen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Egenkapitalrentabilitet SaMar	0,571	0,247	0,098	0,295	0,348	0,216	0,268
- Egenkapitalrentabilitet bransjen	0,261	0,152	0,022	0,191	0,206	0,129	0,154
= Intern ressursfordel 1	0,310	0,095	0,075	0,104	0,142	0,087	0,114

Tabell 8-4 Utviklingen i SalMars intern ressursfordel 1 over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.



Figur 8-2 Utvikling i SalMar og bransjens egenkapitalrentabilitet over analyseperioden, fra 2010 til 2015.

SalMar har over analyseperioden hatt en egenkapitalrentabilitet som er betydelig høyere enn bransjen. Dette er et positivt, og den høye egenkapitalrentabiliteten til SalMar må settes i sammenheng med interne ressursforhold i selskapet som gjør at SalMars egenkapital kaster av seg en høyere avkastning enn bransjegjennomsnittet. Ved senere dekomponeringer av denne påviste rentabilitetsfordelen skal vi drøfte nærmere hvilke interne ressurser som synes å skille SalMar fra deres konkurrenter.

Intern ressursfordel kan også beregnes som differansen mellom bransjen og SalMars egenkapitalkrav, som vist i tabell 8-5.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Egenkapitalkrav bransjen	0,066	0,063	0,057	0,061	0,060	0,053	0,059
- Egenkapitalkrav SalMar	0,069	0,071	0,065	0,060	0,055	0,049	0,058
= Intern ressursfordel 2	-0,003	-0,008	-0,008	0,000	0,005	0,004	0,000

Tabell 8-5 Utviklingen i SalMars intern ressursfordel 2 over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

SalMar har over analyseperioden hatt et egenkapitalkrav som er marginalt lavere enn bransjen, og de oppnår følgelig en kravfordel. Differansen mellom SalMar og bransjens tidsvektede gjennomsnitt over analyseperioden er på 0,03 prosent. På grunn av avrunding til tre desimaler er denne differansen skjult i tabellen. Det at SalMars egenkapitalkrav er lavere enn snittet for bransjen

innebærer at egenkapitalinvestorer anser risikoen ved å plassere midler i SalMar som noe lavere enn i komparative selskaper, og de er derfor villige til å akseptere en lavere avkastning på investeringer i SalMar. Som nevnt er det kun 0,03 prosent som skiller egenkapitalkravet til SalMar og bransjen, og dette viser at SalMar og de komparative selskapene representerer omtrent samme investeringsrisiko for investorer. I fremtiden forventes det at egenkapitalkravet til SalMar og bransjen vil fortsette å være tilnærmet like.

8.1.4 Strategisk fordel

Som en avrundning på drøftelsen vedrørende SalMars superrentabilitet oppsummeres her kildene til selskapets antatte strategiske fordel, se tabell 8-6. Tallmaterialet kan med fordel ses i sammenheng med våre strategiske analyser i kapittel 4 (side 40).

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel	0,195	0,089	-0,035	0,131	0,146	0,076	0,095
+ Internressursfordel 1	0,310	0,095	0,075	0,104	0,142	0,087	0,114
+ Internressursfordel 2	-0,003	-0,008	-0,008	0,000	0,005	0,004	0,000
= Strategisk fordel SalMar	0,502	0,176	0,033	0,235	0,293	0,167	0,210

Tabell 8-6 SalMars strategiske fordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

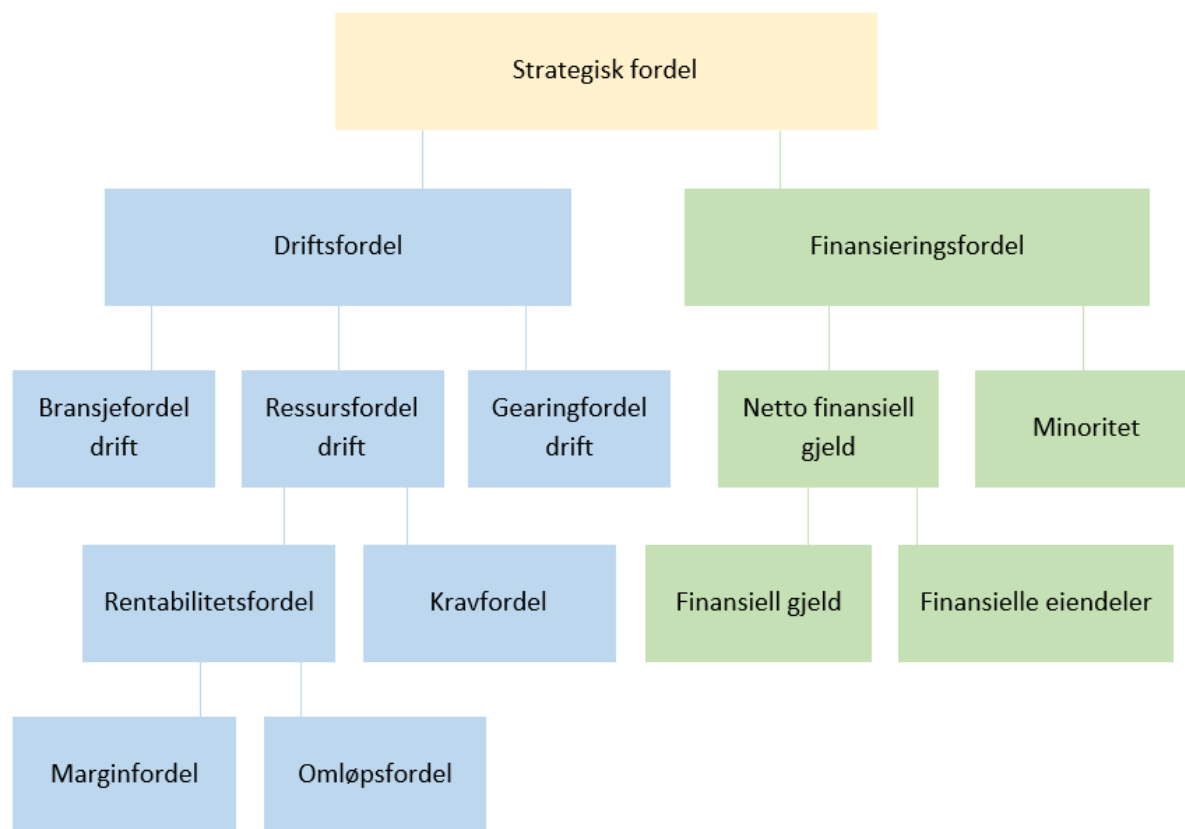
SalMar har over analyseperioden hatt en tidsvektet strategisk fordel på 21 prosent. Dette representerer en solid avkastning over egenkapitalkravet. Videre er det positivt at SalMar har evnet å generere en høyere superrentabilitet enn bransjen. Over halvparten av selskapets tidsvektede gjennomsnittlige strategiske fordel kan tilskrives interne ressursfordeler.

I senere kapitler drøftes det nærmere hvorvidt SalMars strategiske fordel kan ventes å vedvare også i fremtiden. I den forbindelse er det nødvendig å ha kjennskap til fordelens opphav, samt de viktigste driverne til egenkapitalrentabiliteten, og dette er derfor temaet for de neste delkapitlene.

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

For å få bedre innsikt i de underliggende kildene til SalMars historiske lønnsomhet skal vi i det følgende foreta en dekomponering av selskapets strategiske fordel. Drøftelsen tar utgangspunkt i en såkalt strategisk drifts- og finansieringsanalyse, som presentert nedenfor i figur 8-3. Med strategisk mener vi at SalMars historiske prestasjoner studeres relativt til en målestokk, her

representert ved bransjegjennomsnittet. Underveis i analysen vil vi samtidig vurdere de relevante forholdstallenes utvikling.



Figur 8-3 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (fritt etter Knivsflå 2016p og 2016n). Analysene innebærer en dekomponering av strategisk fordel i henholdsvis drifts- og finansieringsfordeler, hvor kildene til selskapets strategiske fordel synliggjøres.

I det følgende vil hver enkelt av de presenterte «fordelene» analyseres nærmere. Vi innleder analysen med å dekomponere SalMars driftsfordel, før vi så analyserer eventuelle fordeler knyttet til selskapets finansiering. Analysen avsluttes med en oppsummering som samlet viser hovedkildene til SalMar strategiske fordel på 21 prosent.

8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing

Et selskaps driftsaktiviteter er vanligvis den viktigste kilden til eventuelle strategiske fordeler. Dette kommer av at finans ikke regnes for å være en stor kilde til strategiske fordeler, da det er vanskelig å oppnå unormal avkastning i finansmarkedet. Det som imidlertid er avgjørende for om et selskap er i stand til å oppnå positiv superrentabilitet, er hvorvidt selskapet evner å utnytte

eventuelle tilgjengelige ressurser. Hvor godt selskapet klarer dette er også avgjørende for størrelsen på den meravkastningen som selskapet oppnår. I det følgende skal vi derfor foreta en grundig dekomponering av SalMars driftsfordel for å avdekke mulige kilder. Selskapets rene driftsfordel består av bransjerelaterte- og ressursrelaterte fordeler. Ressursfordelen kan videre inndeles i en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Formelen for beregning av ren driftsfordel er vist i formel 16.

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

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

$ndr_B - ndk_B$ = Bransjefordel drift (pga. høyere netto driftsrentabilitet enn netto driftskrav i bransjen)

$ndr - ndr_B$ = Ressursfordel drift (pga. høyere netto driftsrentabilitet hos SalMar enn i bransjen)

$ndk_B - ndk$ = Ressursfordel drift (pga. lavere netto driftskrav hos SalMar enn i bransjen)

Formel 16 Ren driftsfordel.

Tabell 8-7 viser utviklingen i SalMars rene driftsfordel over analyseperioden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Netto driftsrentabilitet	0,321	0,132	0,069	0,207	0,244	0,155	0,180
- Netto driftskrav	0,055	0,052	0,047	0,049	0,047	0,040	0,047
= Ren driftsfordel	0,266	0,079	0,021	0,158	0,197	0,114	0,134

Tabell 8-7 SalMars rene driftsfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Det tidsvektede gjennomsnittet viser at SalMar genererte en ren driftsfordel på 13,4 prosent over analyseperioden, hvilket må anses som sterkt. Tabellen viser imidlertid at selskapets rene driftsfordel har variert stort fra år til år. Netto driftsrentabilitet er hovedkilden til de store svingningene, da netto driftskravet har holdt seg relativt stabilt gjennom perioden. Svingningene kan til dels tilskrives selskapsspesifikke forhold, som blant annet biologiske utfordringer, men lakseprisen representerer trolig den mest avgjørende faktoren for SalMars årlige variasjoner i netto driftsrentabilitet. Fremover kan det heller ikke ventes at lakseprisen vil holde seg stabil over tid, og følgelig forventes det at den rene driftsfordelen vil variere også i fremtiden.

I det følgende vil SalMars rene driftsfordel bli analysert nærmere ved at fordelen splittes opp i henholdsvis bransjefordeler, interne ressursfordeler og eventuelle kravfordeler.

8.3.1 Bransjefordel drift

En bransjefordel tilknyttet drift tilsier at bransjen som helhet har en netto driftsrentabilitet som er større enn netto driftskravet (Knivsflå, 2016n). Tabell 8-8 viser utviklingen i den driftstilknyttede bransjefordelen gjennom analyseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Netto driftsrentabilitet bransjen	0,187	0,112	0,031	0,151	0,149	0,096	0,117
- Netto driftskrav bransjen	0,056	0,054	0,048	0,051	0,051	0,043	0,049
= Bransjefordel drift	0,131	0,058	-0,017	0,101	0,098	0,053	0,068

Tabell 8-8 Utvikling i bransjefordel drift over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Over analyseperioden har bransjen hatt en tidsvektet gjennomsnittlig fordel tilknyttet drift på 6,8 prosent. Netto driftsrentabilitet er igjen kilden til de store svingningene over perioden, siden netto driftskravet har holdt seg på et relativt stabilt nivå.

Flere forhold kan være med på å forklare bransjens driftsfordel. Eksternanalysen i delkapittel 4.2 (side 41) avslørte blant annet at det er store inngangsbarrierer knyttet til etablering i oppdrettsbransjen. Inngangsbarrierene begrenser konkurranseintensiteten i bransjen og bidrar samtidig til å holde tilbudet nede. Dette har positiv effekt på næringens priser og marginer. Utsiktene tilsier at inngangsbarrierene trolig vil fortsette å være høye også i årene fremover. Innføringen av landbaserte oppdrettsanlegg med vederlagsfrie konsesjoner uten antallsbegrensninger kan imidlertid synes å rukke ved dette, men aktørene vil da måtte gjøre store investeringer for å oppnå lønnsomhet, hvilket igjen representerer en vesentlig hindring. Trafikklys-systemet ser heller ikke ut til å redusere de høye inngangsbarrierene. Som tidligere nevnt kan også utviklingen i lakseprisen bidra til å forklare bransjens driftsfordel. I år med høye laksepriser observerer vi at bransjen har hatt en høy netto driftsrentabilitet, og følgelig også en høy driftsrelatert fordel. I år med lavere laksepriser ser vi imidlertid at bransjefordelen er lavere, og i «kriseåret» 2012 observeres det at bransjen har hatt en driftsulempe.

8.3.2 Ressursfordel drift

Selskapets særegne interne ressurser legger grunnlaget for å oppnå eventuelle driftsrelaterte ressursfordeler. En ressursfordel tilknyttet drift innebærer at selskapet har en netto driftsrentabilitet som er større enn bransjen, eller et netto driftskrav som er lavere enn bransjen (Knivsfå, 2016n). Ressursfordelen består dermed av en rentabilitetsfordel og en kravfordel.

Tabell 8-9 viser utviklingen i SalMars driftsrelaterte rentabilitetsfordel over analyseperioden:

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet SalMar	0,321	0,132	0,069	0,207	0,244	0,155	0,180
- Netto driftsrentabilitet bransjen	0,187	0,112	0,031	0,151	0,149	0,096	0,117
= Rentabilitetsfordel drift	0,133	0,020	0,037	0,055	0,095	0,058	0,064

Tabell 8-9 SalMars driftsrelaterte rentabilitetsfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Rentabilitetsfordelen tilknyttet drift fremkommer som differansen mellom SalMar og bransjens netto driftsrentabilitet. Tabellen viser at SalMar har hatt en rentabilitetsfordel hvert år over analyseperioden, med et tidsvektet gjennomsnitt på 6,4 prosent. Dette tyder på at SalMar kontrollerer viktige interne ressurser som bransjen ikke besitter, eller at de utnytter ressursene sine på en bedre måte enn bransjeutvalget. En mulig forklaring kan være at SalMar har en sterkere markedsposisjon enn gjennomsnittet i bransjen, og at de dermed er mindre påvirket av prissvingninger. Rentabilitetsfordelen tilknyttet drift analyseres mer inngående i delkapittel 8.3.3 og 8.3.4 (side 134 og 138), hvor fordelen blir dekomponert i henholdsvis en marginfordel og en omløpsfordel.

Tabell 8-10 viser utviklingen i SalMars driftsrelaterte kravfordel over analyseperioden:

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftskrav bransjen	0,056	0,054	0,048	0,051	0,051	0,043	0,049
- Netto driftskrav SalMar	0,055	0,052	0,047	0,049	0,047	0,040	0,047
= Kravfordel drift	0,002	0,001	0,001	0,002	0,004	0,003	0,002

Tabell 8-10 SalMars driftsrelaterte kravfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Kravfordelen tilknyttet drift fremkommer som differansen mellom bransjen og SalMars netto driftskrav. Tabellen viser at SalMar har hatt en marginal kravfordel hvert år over analyseperioden,

med et tidsvektet gjennomsnitt på 2 prosent. Kravfordelen innebærer at det stilles lavere krav til avkastning per investert krone i SalMar enn i bransjen. Forskjeller mellom selskapenes driftsrisiko og kapitalstruktur kan tenkes å gi opphav til forskjeller i netto driftskravet. Årsakene til differansen mellom SalMar og bransjens netto driftskrav er beskrevet nærmere i delkapittel 7.5 (side 122).

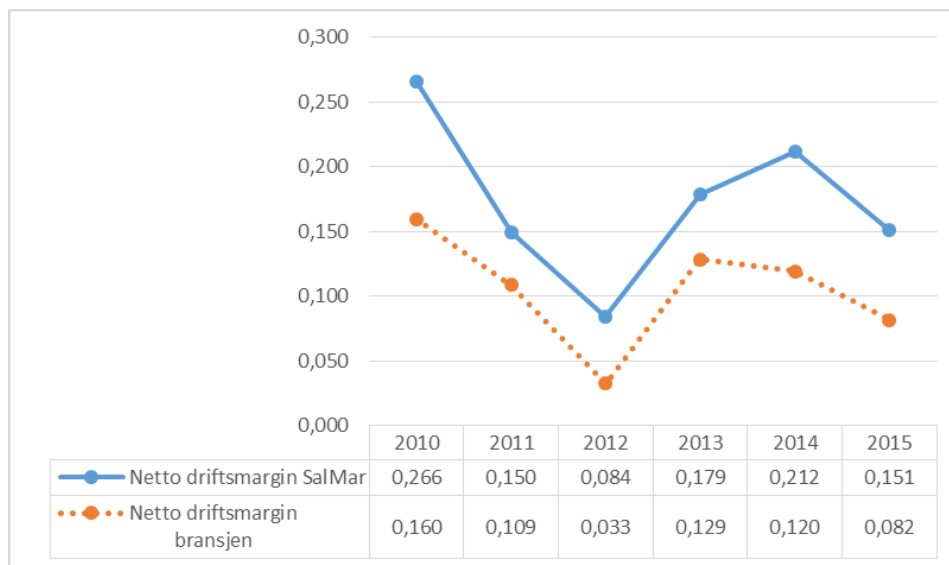
8.3.3 Marginfordel

Bakgrunnen for SalMars driftsrelaterte rentabilitetsfordel må være at selskapet enten har særegne strategiske ressurser som bransjen ikke kan vise til, eller at de har tilsvarende ressurser som bransjen, men evner å utnytte disse på en bedre og mer effektiv måte. Det er derfor av interesse å vurdere ressursene relativt til bransjegjennomsnittet. Dette gjøres gjennom en DuPont-analyse, hvor SalMars driftsrelaterte rentabilitetsfordel dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel. Netto driftsmargin beregnes ved å dividere netto driftsresultat på driftsinntekter, og utgjør således et mål på selskapets lønnsomhet (Penman, 2013, side 318). En eventuell marginfordel innebærer at selskapet har lavere driftskostnader per krone driftsinntekt enn bransjegjennomsnittet, og selskapet oppnår da en høyere netto driftsmargin enn bransjen. Tabell 8-11 viser utviklingen i SalMars marginfordel over analyseperioden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Netto driftsmargin	0,266	0,150	0,084	0,179	0,212	0,151	0,167
- Netto driftsmargin i bransjen	0,160	0,109	0,033	0,129	0,120	0,082	0,100
= Marginfordel "uvektet"	0,107	0,041	0,051	0,050	0,093	0,069	0,068
* Omløpet til netto driftskapital	1,205	0,881	0,818	1,157	1,149	1,024	1,069
= Marginfordel	0,128	0,036	0,042	0,058	0,106	0,071	0,072

Tabell 8-11 SalMars marginfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Av tabellen ser vi at SalMar over analyseperioden har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig marginfordel relativt til bransjen på 7,2 prosent. Dette tilsier at SalMar i denne perioden har hatt lavere driftskostnader per krone driftsinntekter enn sine konkurrenter. Figur 8-4 viser videre at størrelsen på marginfordelen har variert noe over analyseperioden. Netto driftsmarginen til både SalMar og bransjen viser seg å være høyest i år med høy laksepris, hvilket kan tyde på at selskapene har hatt relativt stabile produksjonskostnader gjennom perioden.



Figur 8-4 Utvikling i netto driftsmargin for SalMar og bransjen over analyseperioden, fra 2010 til 2015.

For å gi et klarere bilde av kildene til SalMars marginulempe dekomponeres ulempen ved bruk av en såkalt «common size-analyse».

8.3.3.1 Common size-analyse

I common size-analysen blir alle poster i selskapets netto driftsresultat vurdert relativt til driftsinntektene (Penman, 2013, side 315). Resultatet uttrykkes i prosent. Denne tilnærmingen åpner for mer spesifikke forklaringer på opphavet til SalMars anslåtte marginfordel, og gjør det lettere å sammenligne SalMar og bransjen. Tabell 8-12 viser dekomponeringen av SalMars marginfordel ved bruk av common size-analyse.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt	Bransje
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25		
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnader	0,470	0,516	0,553	0,489	0,442	0,486	0,488	0,583
- Lønnskostnader	0,091	0,102	0,115	0,100	0,099	0,105	0,103	0,117
- Andre driftskostnader	0,117	0,184	0,211	0,174	0,159	0,174	0,174	0,134
- Avskrivninger	0,027	0,034	0,040	0,035	0,038	0,044	0,038	0,037
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,294	0,163	0,081	0,202	0,262	0,192	0,197	0,129
- Driftsrelatert skattekostnad	0,071	0,039	0,020	0,049	0,063	0,046	0,048	0,038
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,223	0,124	0,062	0,154	0,199	0,145	0,150	0,091
+ Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	0,043	0,026	0,022	0,025	0,013	0,005	0,018	0,009
= Netto driftsresultat	0,266	0,150	0,084	0,179	0,212	0,151	0,167	0,100

Tabell 8-12 Common size-analyse over analyseperioden, der alle postene i netto driftsresultatet uttrykkes i prosent av driftsinntekter.

Varekostnader, som i stor grad består av kostnader knyttet til fôr, er den klart største kostnadsposten i resultatet. Varekostnadene har holdt seg relativt stabile over analyseperioden, men med små årlige variasjoner. Sammenlignet med bransjen ser vi at SalMar har et lavere tidsvektet gjennomsnitt enn de komparative selskapene, hvilket underbygger SalMars ønske om å være den mest kostnadseffektive lakseprodusenten i verden. I denne sammenhengen er det nærliggende å tro at siden SalMar har en lavere varekostnadsandel enn bransjeutvalget, så er det denne posten som utgjør hovedkilden til selskapets ressursfordel. Den underliggende årsaken til at SalMar har en lavere varekostnadsandel enn bransjen er imidlertid vanskelig å fastslå. Selskapet har over lengre tid fokusert på kostnadseffektiv drift med et kontinuerlig fokus på å oppnå ulike delmål, som for eksempel hurtigst mulig vekst med lavest mulig fôrfaktor (SalMar, 2015a). Dessuten driver selskapet kun med oppdrett av laks, samtidig som produksjonen foregår i Norge, og dette kan være mulige forklaringer. Tabellen viser videre at varekostnadsandelen er størst i de periodene hvor rentabiliteten og driftsmarginen er lavest. Dette er en naturlig sammenheng siden høyere marginer er et resultat av høyere laksepris. Den relativt stabile varekostnadsandelen kan i denne sammenhengen likevel tyde på at leverandørene har en viss forhandlingsmakt, ved at de legger beslag på en større andel av oppdrettsselskapenes resultater ved prisoppgang. Dette samsvarer også med våre strategiske analyser i kapittel 4 (side 40).

Andelen lønnskostnader følger samme trend som varekostnaden, og svinger i motsatt retning av selskapets rentabilitet og netto driftsmargin. Tabell 8-12 viser at SalMar har en lavere lønnskostnadsandel enn gjennomsnittet i bransjen, hvilket er interessant ettersom at flere av selskapene i bransjen har produksjon i land med lavere kostnadsnivå. Dette kan tyde på at SalMar har dyktige ansatte, samt at de evner å utnytte sine organisatoriske ressurser på en effektiv måte. Videre kan det påpekes at en stor del av selskapets lønnskostnader kan anses som faste kostnader. Dette innebærer at man i perioder med lave laksepriser og lave driftsinntekter vil kunne observere at kostnadspostens andel av driftsinntektene øker, hvilket for eksempel var tilfellet i 2012. Høye laksepriser og økte driftsinntekter kan dermed bidra til å forklare lønnskostnadsandelens størrelse i år med lav andel.

Andelen andre driftskostnader er høyere for SalMar enn for bransjen. Posten viser ikke noen tydelig trend da den svinger en del fra år til år. Andre driftskostnader er en sekkepost bestående av

kostnader knyttet til vedlikehold, driftsutstyr, direkte innsatsfaktorer, leveringskostnader og øvrige driftsomkostninger (SalMar, 2015a). Ifølge SalMars noteinformasjon utgjør leveringskostnader nærmere 40 prosent av selskapets andre driftskostnader i analyseperioden. En mulig forklaring på SalMars høye andel andre driftskostnader er følgelig at de øvrige selskapene i bransjen har lavere leveringskostnader. Utover dette er det vanskelig å vurdere SalMars ulempe på dette området, fordi noteinformasjonen er mangelfull og ikke tilstrekkelig spesifisert.

Ordinære avskrivninger utgjør en forholdsvis liten andel av totale kostnader både for SalMar og bransjen generelt. Tabell 8-12 viser at SalMar har hatt en marginalt høyere andel avskrivninger enn bransjegjennomsnittet, og de har dermed en kostnadsulempe relatert til denne posten. Forskjeller i avskrivningsmetoder mellom selskaper, driftsmidlenes levetid og utraneringsverdi kan tenkes å kunne forklare deler av denne ulempen. Det kan også være at SalMar ikke har foretatt like gunstige investeringer som de øvrige aktørene i bransjen, forut for eller gjennom perioden. Noteinformasjonen på dette området er begrenset og drøftelsen avgrenses derfor til en erkjennelse av at SalMar historisk synes å ha hatt en kostnadsulempe på området. Vår oppfatning er likevel at denne vil jevne seg ut på lang sikt, særlig siden forskjellen er minimal.

Det er vanskelig å peke på konkrete årsaker til SalMars marginfordel, foruten om det som er nevnt ovenfor. De utvalgte selskapene i bransjen opererer innenfor ulike segment og på tvers av landegrenser, hvilket trolig påvirker tallene i analysen. Siden vi ikke har tilstrekkelig spesifisert informasjon på segmentnivå for selskapene, er det vanskelig å vurdere hvorvidt det faktisk er disse forskjellene som er kilden til SalMars marginfordel.

Tabell 8-13 viser en oppsummering av marginfordelen post for post:

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt	Vekt	Vektet fordel
Driftsinntekter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,069	0,000
- Varekostnader	-0,082	-0,052	-0,097	-0,068	-0,121	-0,110	-0,095	1,069	-0,102
- Lønnskostnader	-0,020	-0,014	-0,016	-0,016	-0,012	-0,011	-0,014	1,069	-0,015
- Andre driftskostnader	0,018	0,054	0,069	0,042	0,026	0,031	0,039	1,069	0,042
- Avskrivninger	-0,007	-0,003	0,000	0,000	0,004	0,004	0,001	1,069	0,001
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,092	0,015	0,045	0,042	0,103	0,085	0,068	1,069	0,073
- Driftsrelatert skattekostnad	0,012	-0,005	0,009	0,002	0,017	0,015	0,010	1,069	0,011
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,080	0,020	0,036	0,040	0,086	0,070	0,058	1,069	0,062
+ Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	0,027	0,021	0,015	0,011	0,006	-0,001	0,009	1,069	0,010
= Netto driftsresultat	0,107	0,041	0,051	0,050	0,093	0,069	0,068	1,069	0,072

Tabell 8-13 Oppsummering av SalMars marginfordel over analyseperioden, samt tidsvektet gjennomsnitt og vektet fordel.

8.3.4 Omløpsfordel

Omløpet til netto driftseiendeler måler selskapets evne til å skape driftsinntekter per investert krone i driften, og er således et mål på selskapets effektivitet (Knivsflå, 2016n). En eventuell omløpsfordel innebærer at selskapet som har ressurser som skaper høyere driftsinntekter per krone investert eller lavere kapitalbinding per krone enn bransjegjennomsnittet. Omløpsfordelen vektet med netto driftsmargin i bransjen for å avdekke selskapets omløpsfordel i prosent av netto driftskapital. Tabell 8-14 viser utviklingen i SalMars omløpsfordel over analyseperioden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Omløpet til netto driftskapital	1,205	0,881	0,818	1,157	1,149	1,024	1,046
- Omløpet til netto driftskapital i bransjen	1,175	1,027	0,958	1,177	1,248	1,183	1,148
= Omløpsfordel "uvektet"	0,030	-0,146	-0,140	-0,021	-0,099	-0,159	-0,103
* Netto driftsmargin i bransjen	0,160	0,109	0,033	0,129	0,120	0,082	0,085
= Omløpsfordel	0,005	-0,016	-0,005	-0,003	-0,012	-0,013	-0,009

Tabell 8-14 SalMars omløpsfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

SalMar har over analyseperioden oppnådd en vektet omløpsulempe på 0,9 prosent, hvilket tyder på at selskapet er noe mindre effektivt enn bransjeutvalget. Knivsflå (2016n) hevder at selskap som har en høy marginfordel ofte har stor kapitalbinding, eller med andre ord at omløpet til netto driftskapitalen er lav. SalMar besitter som nevnt en relativt høy marginfordel og det kan derfor virke rimelig at de har en liten omløpsulempe. Omløpsulempen har variert marginalt fra år til år, men de to siste årene har den holdt seg stabilt på omtrent 1 prosent. Omløpsulempen er av uvesentlig størrelse og vi vil derfor ikke vektlegge den i betydelig grad, annet enn å kartlegge årsakene til omløpsulempen ved å analysere ulempen på enhetsnivå. Driftsinntekten og driftseiendelene settes i sammenheng med antall tonn produserte salmonide arter, som vist nedenfor i tabell 8-15 og 8-16.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Driftsinntekter SalMar	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200	6 062 734
Tonn salmonide arter SalMar	78 500	93 000	102 600	115 000	141 000	136 400	120 965
Driftsinntekter per kilo - SalMar	43,687	41,220	40,982	54,312	50,964	53,711	49,485
Driftsinntekter per kilo - bransjen	53,058	48,209	41,996	56,979	61,828	66,508	57,253

Tabell 8-15 Utvikling i driftsinntekter per kilo for SalMar og bransjen over analyseperioden, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Tabell 8-15 viser at SalMar over hele analyseperioden oppnår en vesentlig lavere driftsinntekt per kilo produsert fisk enn bransjen generelt. Denne differansen kan skyldes flere forhold, og nedenfor trekker vi frem noen mulige forklaringer.

En del av forklaringen kan være at flere av SalMars konkurrenter har et bredere produktutvalg og ikke bare begrenser seg til produksjon og salg av laks. Dette fører til at deres driftsinntekter i realiteten stammer fra flere «enheter» enn hva beregningene våre viser. En annen del av forklaringen kan være at selskapene har sin omsetning fordelt på ulike geografiske markedsområder, også på tvers av landegrenser, hvilket tilsier at det er forskjeller i hvilken pris selskapene kan oppnå. Videre kan det tenkes at de ulike aktørene bruker forskjellige beregningsmetoder for slaktevolum, hvilket igjen kan gi seg utslag i forskjeller i måltallet. Grad av bearbeiding og produkt differensiering kan også nevnes som en mulig årsak. Dette kan gi opphav til forskjeller mellom selskapene både hva gjelder oppnådd kvalitet og pris på produktene. Som nevnt er imidlertid SalMars omløpsulempe av en uvesentlig størrelse, og selskapet skiller seg dermed ikke noe nevneverdig fra de øvrige aktørene i bransjen.

Tabell 8-16 viser videre utviklingen i netto driftseiendeler per kilo for SalMar og bransjen:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Netto driftseiendeler	2 846 452	4 351 527	5 141 894	5 400 610	6 251 955	7 151 219	5 779 675
Tonn salmonide arter SalMar	78 500	93 000	102 600	115 000	141 000	136 400	120 965
Netto driftseiendeler per kilo - SalMar	36,261	46,791	50,116	46,962	44,340	52,428	47,594
Netto driftseiendeler per kilo - bransjen	45,175	46,928	43,835	48,403	49,546	56,214	49,647

Tabell 8-16 Utvikling i netto driftseiendeler per kilo for SalMar og bransjen over analyseperioden, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

SalMar har over analyseperioden hatt lavere netto driftseiendeler per kilo enn bransjen generelt. Dette er positivt og tilsier at selskapet har evnet å produsere større volum for et gitt investeringsnivå sammenlignet med bransjen, og følgelig gir dette et uttrykk for effektivitet. Potensielle stordriftsfordeler i produksjonen eller SalMars investering i moderne og effektive anlegg, som for eksempel InnovaMar, kan tenkes å ha gitt selskapet effektivitetsfordeler. Som vi ser av tabellen er imidlertid forskjellen mellom SalMar og bransjen marginal, og vi forventer at SalMars kapitalbinding per enhet vil holde seg omtrent på nivå med bransjegjennomsnittet også i fremtiden.

8.3.5 Oppsummering – driftsfordel

Basert på diskusjonene i de foregående delkapitlene skal vi kort oppsummere opphavet til SalMars rene driftsfordel, som tidligere ble anslått til 13,4 prosent. Tabell 8-17 oppsummerer kildene til den rene driftsfordelen:

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	0,131	0,058	-0,017	0,101	0,098	0,053	0,068
Marginfordel drift	0,128	0,036	0,042	0,058	0,106	0,071	0,072
+ Omløpsfordel drift	0,005	-0,016	-0,005	-0,003	-0,012	-0,013	-0,009
= Rentabilitetsfordel drift	0,133	0,020	0,037	0,055	0,095	0,058	0,064
+ Kravfordel drift	0,002	0,001	0,001	0,002	0,004	0,003	0,002
= Ressursfordel drift	0,135	0,022	0,039	0,057	0,098	0,061	0,066
= Ren driftsfordel	0,266	0,079	0,021	0,158	0,197	0,114	0,134

Tabell 8-17 Oppsummering – utvikling i ren driftsfordel for SalMar over analyseperioden, samt tidsvektet gjennomsnitt for perioden.

Bransjens driftsfordel er på 6,8 prosent over analyseperioden, og er ventet å være relativt høy også i fremtiden, til tross for store variasjoner mellom årene. Den strategiske analysen i kapittel 4 (side 40) viste at bransjens høye inngangsbarrierer har en konkurransedempende effekt på næringen, og trolig er det dette som best forklarer bransjens høye driftsfordel. SalMar har samtidig en samlet rentabilitetsfordel på 6,4 prosent. Denne fordelten fremkommer som summen av selskapets driftsrelaterede marginfordel og omløpsulempe. Hovedkilden til SalMars rentabilitetsfordel er deres marginfordel. I common size-analysen fant vi ut at SalMar var mer kostnadseffektive enn de øvrige aktørene i bransjen på flere områder, og siden selskapet ha stort fokus på å bli den mest kostnadseffektive lakseprodusenten i verden, kan det ventes at SalMar også i årene fremover vil kunne ha en rentabilitetsfordel relativt til bransjen. Det finnes imidlertid en rekke usikkerhetsmomenter i våre beregninger, og av den grunn kan det likevel være at forskjellene vil utlignes på lang sikt. SalMar har videre hatt en marginal kravfordel på 2 prosent over analyseperioden, hvilket bidrar til at selskapet har en driftsrelatert ressursfordel på 6,6 prosent. Samlet gir dette en tidsvektet gjennomsnittlig ren driftsfordel på 13,4 prosent.

8.4 Gearingfordel drift

Gearingfordel tilknyttet drift er en fordel som selskapet kan oppnå ved å finansiere driften med midler fra andre kilder enn egenkapital. Opphavet til fordelten finnes i den rene driftsfordelen, og gearing betraktes derfor som en del av driftsfordelen. Dersom selskapets drift ikke er lønnsom vil

det nemlig ikke være mulig for dem å oppnå en gearingfordel. Gearingfordelen skalerer i takt med den rene driftsfordelen. Det må imidlertid bemerkes at en driftsrelatert gearingfordel trolig ikke vil skape verdier for eierne, da økt gearing vil medføre større risiko knyttet til egenkapitalen, hvilket igjen vil føre til at eierne krever høyere avkastning. Dette resonnementet er også i tråd med Miller-Modiglianis andre proposisjon, som legger til grunn at kapitalkostnaden for et selskaps ulike kapitaler vil variere basert på finansieringen (Modigliani & Miller, 1958, side 261-297). Samlet ventes derfor effekten av økt gearing på egenkapitalverdien å være tilnærmet lik null.

Tabell 8-18 viser utviklingen i SalMars driftsrelaterte gearingfordel over analyseperioden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Ren driftsfordel	0,266	0,079	0,021	0,158	0,197	0,114	0,134
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,833	1,074	1,113	0,728	0,487	0,516	0,712
+ Ren driftsfordel	0,266	0,079	0,021	0,158	0,197	0,114	0,134
* Minoritetsgrad	0,035	0,058	0,051	0,060	0,046	0,012	0,042
= Gearingfordel drift	0,231	0,090	0,025	0,124	0,105	0,060	0,090

Tabell 8-18 SalMars driftsrelaterte gearingfordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Store svingninger i SalMars driftsfordel som følge av svingninger i rentabiliteten, har også ført til svingninger i selskapets gearingfordel tilknyttet drift. Ettersom SalMar gjennom analyseperioden har hatt en strategisk driftsfordel før gearing, kan det anføres at det rent driftsmessig vil være fornuftig med høy gearing for å øke gearingfordelen og den samlede driftsfordelen. Som nevnt kan det imidlertid diskuteres hvorvidt gearingfordelen faktisk tilfører eierne verdier. Økt finansiell gearing vil øke egenkapitalbetaen og -kravet, slik at samlet effekt blir minimal (Knivsflå, 2016n). Dette innebærer at SalMar ikke bør øke gjeldsfinansieringen i alle situasjoner, selv om de har en strategisk driftsfordel før gearing. Videre kan det påpekes at summen av netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad har hatt en fallende trend de siste årene i analyseperioden, hvilket påvirker gearingfordelen. Rentabilitetens utvikling vil være avgjørende for hvordan gearingfordelen blir seende ut i fremtiden, men en fortsatt svingende gearingfordel vil ikke være overraskende.

Tabell 8-19 oppsummerer kildene til SalMars samlede driftsfordel. En tidsvektet gjennomsnittlig gearingfordel på 9 prosent medfører at SalMar har hatt en samlet driftsfordel gjennom analyseperioden på 22, 4 prosent, som vist nedenfor.

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	0,131	0,058	-0,017	0,101	0,098	0,053	0,068
+ Ressursfordel drift	0,135	0,022	0,039	0,057	0,098	0,061	0,066
= Ren driftsfordel	0,266	0,079	0,021	0,158	0,197	0,114	0,134
+ Gearingfordel drift	0,231	0,090	0,025	0,124	0,105	0,060	0,090
= Samlet driftsfordel	0,496	0,169	0,047	0,282	0,301	0,175	0,224

Tabell 8-19 SalMars samlede driftsfordel over analyseperioden, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

8.5 Finansieringsanalyse

Finansieringsanalyse tar sikte på å avdekke et selskaps eventuelle finansieringsfordeler. Finansieringsfordel vil si at selskapet oppnår en meravkastning utover kravet til finansielle eiendeler, eller betaler en rente som er lavere enn kravet på finansiell gjeld (Knivsflå, 2016p). I tillegg kan en finansieringsfordel oppnås dersom avkastningen til minoritetsinteressene er lavere enn avkastningskravet. Vi forventer at det vil være små eller ingen finansieringsfordeler for SalMar. Begrunnelsen for dette er at konkurransen i finansmarkedet er stor, hvilket medfører at aktørene kan vente seg en avkastning lik avkastningskravet. Dessuten er netto finansiell gjeld i prinsippet rapportert til virkelig verdi, og da måler normalisert nettorente, renten, kravet eller alternativrenten (Knivsflå, 2016p). I finansieringsanalyser er det videre lite formålstjenlig å splitte eventuelle finansieringsfordeler i bransje- og ressursfordeler. Dette skyldes at målestokken typisk utgjør kravet heller enn bransjesnittet.

I det følgende skal vi først analysere fordeler knyttet til SalMars finansielle gjeld og finansielle eiendeler, før vi tallfester finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld. Deretter analyseres fordelene som knytter seg til minoritetsinteresser.

8.5.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld

En finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld innebærer at kravet til finansiell gjeld er høyere enn lånerenten (Knivsflå, 2016p). For eierne betyr dette at finansieringen er å anse som rimelig, og det vil da være fordelaktig å finansiere driften med finansiell gjeld. Tabell 8-20 viser utviklingen i SalMars finansieringsfordel over analyseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Finansielt gjeldskrav	0,036	0,033	0,029	0,029	0,026	0,021	0,027
- Finansiell gjeldsrente	0,026	0,032	0,041	0,044	0,035	0,029	0,035
= Finansiell gjeldsrentefordel	0,010	0,001	-0,011	-0,015	-0,008	-0,007	-0,008
* Finansiell gjeldsgrad	0,925	1,115	1,140	0,917	0,640	0,566	0,808
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,009	0,001	-0,013	-0,014	-0,005	-0,004	-0,007

Tabell 8-20 SalMars finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld for perioden 2010-2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Over analyseperioden har SalMar hatt en marginal finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld på 0,7 prosent. Dette innebærer at ulempen neppe kan anses som signifikant, hvilket er på linje med antakelsen om at aktører kan vente seg en avkastning lik avkastningskravet, siden det er vanskelig å oppnå unormal avkastning i finansmarkedet. Utviklingen de siste årene har vært positiv ved at finansieringsulempen har minket. I perioden 2011-2013 gjennomførte SalMar en rekke investeringer, og behovet for kapital økte. Tabellen viser blant annet at selskapet hadde en relativt høy finansiell gjeldsgrad i 2011 og 2012, som øker finansieringsulempen. Videre i 2014 opplyser SalMar i sin årsrapport at de har foretatt en refinansiering av sine lånefasiliteter i løpet av året (SalMar, 2015a). Dette ga dem bedre lånebetingelser, hvilket kunne tyde på at gjeldskravet og gjeldsrenten ville nærme seg hverandre. I 2015 er dette tilfellet, og dermed reduseres finansieringsulempen. På bakgrunn av dette forventer vi ikke noen større finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld i fremtiden. Fremover er det rimelig å anta at SalMars gjennomsnittlige lånerente vil falle ned mot selskapets gjeldskrav som følge av konkurranse mellom bankene.

8.5.2 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler

Finansieringsfordelen tilknyttet finansielle eiendeler fremkommer som differansen mellom selskapets finansielle eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav (Knivsfå, 2016p). For eierne betyr en slik fordel at forvaltningen er lønnsom. Tabell 8-21 viser utviklingen i SalMars finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler over analyseperioden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Finansell eiendelsrentabilitet	0,036	0,055	0,042	0,015	0,013	0,035	0,029
- Finansiell eiendelskrav	0,027	0,025	0,022	0,020	0,019	0,012	0,019
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,008	0,030	0,019	-0,004	-0,006	0,023	0,010
* Finansiell eiendelsgrad	0,091	0,041	0,026	0,189	0,153	0,050	0,014
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,001	0,001	0,001	-0,001	-0,001	0,001	0,000

Tabell 8-21 SalMars finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler for perioden 2010-2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Over analyseperioden har SalMar stort sett hatt en marginal finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler. Vi ser her at finansieringsfordelen i noe større grad samsvarer med vår antakelse om en finansieringsfordel tilnærmet lik null. Tidsvektet gjennomsnitt for analyseperioden viser at SalMar har hatt en fordel på 0,01 prosent relatert til sine finansielle eiendeler. På grunn av avrundning skjules denne i tabellen over. Tatt estimeringsusikkerheten i betraktning kan imidlertid ikke denne fordel heller anses som signifikant, og det kan dermed sies at selskapets finansielle eiendeler hverken er lønnsomme eller ulønnsomme for eierne. Fremover er det nærliggende å forvente at finansieringsfordelen knyttet til finansielle eiendeler vil fortsette å være tilnærmet lik null, og at SalMar på lengre sikt vil oppnå en avkastning omtrent på nivå med kravet.

8.5.3 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld

Etter å ha anslått finansieringsfordelen relatert til finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan vi tallfeste finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld, som vist i tabell 8-22. For eierne er det en fordel at selskapet benytter netto finansiell gjeld dersom kravet er større enn netto lånerente, fordi netto finansiering da anses som rimelig (Knivsflå, 2016p).

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,037	0,033	0,029	0,031	0,029	0,022	0,029
- Netto finansiell gjeldsrente	0,025	0,031	0,040	0,052	0,042	0,028	0,038
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	0,012	0,002	-0,011	-0,021	-0,013	-0,006	-0,010
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,833	1,074	1,113	0,728	0,487	0,516	0,666
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,010	0,002	-0,012	-0,015	-0,006	-0,003	-0,006

Tabell 8-22 SalMars finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld for perioden 2010-2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Over analyseperioden har SalMar hatt en marginal tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe relatert til netto finansiell gjeld på 0,6 prosent. Dette er også et naturlig resultat siden konkurransen i finansmarkedet er stor, og det er vanskelig å oppnå unormal avkastning utover kravet. Som tidligere kan en ulempe på denne størrelsen neppe anses som signifikant, og netto finansiell gjeld synes dermed å være priset i tråd med SalMars kredittrisiko.

8.5.4 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser

Finansieringsfordelen knyttet til minoritetsinteresser oppnås når minoritetskravet er større enn minoritetsrentabiliteten (Knivsflå, 2016p). Det vil da være en fordel for majoritetseierne i selskapet

å ha minoritetsinteresser, fordi de kan dele eventuelle tap i datterselskap. Dersom minoritetsrentabiliteten derimot overgår minoritetskravet er minoritetsinteresser å anse som en kostbar kilde til finansiering, og betraktes som en «byrde» å ha med i konsernet. Tabell 8-23 viser utviklingen i SalMars finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser over analyseperioden:

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Minoritetskrav	0,089	0,091	0,085	0,080	0,075	0,069	0,078
- Minoritetsrentabilitet	0,210	0,021	0,115	0,628	0,122	0,444	0,297
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-0,121	0,070	-0,030	-0,548	-0,048	-0,375	-0,219
* Minoritetsgrad	0,035	0,058	0,051	0,060	0,046	0,012	0,038
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,004	0,004	-0,002	-0,033	-0,002	-0,005	-0,008

Tabell 8-23 SalMars finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Tabellen viser at SalMar har hatt en marginal tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe relatert til minoritetsinteresser på 0,8 prosent over analyseperioden. Dette innebærer at minoritetsinteresser kan betraktes som en «byrde» for konsernet, og utgjør dermed en kostbar kilde til finansiering. Ulempen er imidlertid marginal og den er neppe stor nok til å kunne anses som signifikant. For fremtiden regner vi derfor ikke med at minoriteten vil være kilde til en større finansieringsulempe, og på lengre sikt forventer vi at finansieringsfordelen tilknyttet minoritetsinteresser vil være marginal.

Den samlede finansieringsfordelen til SalMar har over analyseperioden stort sett vært som forventet. Som vist nedenfor i tabell 8-24 har selskapet hatt en samlet finansieringsulempe over analyseperioden på 1,5 prosent, men denne fremstår ikke som en særlig stor ulempe for SalMars strategiske fordel. Resultatet viser dermed at det primært er selskapets driftsaktiviteter, og ikke finansieringen, som gir opphav til strategiske fordeler.

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,009	0,001	-0,013	-0,014	-0,005	-0,004	-0,007
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,001	0,001	0,001	-0,001	-0,001	0,001	0,000
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,010	0,002	-0,012	-0,015	-0,006	-0,003	-0,006
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,004	0,004	-0,002	-0,033	-0,002	-0,005	-0,008
= Samlet finansieringsfordel SalMar	0,006	0,007	-0,014	-0,048	-0,008	-0,008	-0,015

Tabell 8-24 Samlet finansieringsfordel for SalMar over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

8.6 Oppsummering – strategisk fordel

Tabell 8-25 oppsummerer beregningene og viser hovedkildene til SalMars strategiske fordel på 21 prosent:

Tidsvekt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	0,131	0,058	-0,017	0,101	0,098	0,053	0,068
+ Ressursfordel drift	0,135	0,022	0,039	0,057	0,098	0,061	0,066
+ Gearingfordel drift	0,231	0,090	0,025	0,124	0,105	0,060	0,090
= Driftsfordel	0,496	0,169	0,047	0,282	0,301	0,175	0,224
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,010	0,002	-0,012	-0,015	-0,006	-0,003	-0,006
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,004	0,004	-0,002	-0,033	-0,002	-0,005	-0,008
= Finansieringsfordel	0,006	0,007	-0,014	-0,048	-0,008	-0,008	-0,015
= Strategisk fordel	0,502	0,176	0,033	0,235	0,293	0,167	0,210

Tabell 8-25 Oppsummering – kildene til SalMars strategiske fordel over analyseperioden, fra 2010 til 2015, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt.

Bransjefordel drift har gjennom analyseperioden vært utsatt for store svingninger, hovedsakelig på grunn av den volatile lakseprisen som har påvirket netto driftsrentabiliteten. Det forventes derfor store svingninger også i fremtiden. Bransjens driftsfordel har vært høy over analyseperioden, og vår tidligere strategiske analyse viste som nevnt at bransjens høye inngangsbarrierer trolig best forklarer bransjens høye fordel. Det er videre ingen tegn som tyder på at inngangsbarrierene vil bli vesentlig lempet fremover, hvilket tilsier at de kan ventes å gi opphav til visse varige fordeler. Historisk bransjefordel drift kan imidlertid synes å gi et litt for optimistisk estimat på fremtidig bransjefordel. Biologiske utfordringer vil medføre store kostnader de nærmeste årene, og fokus på bærekraftige løsninger, som blant annet landbasert oppdrett, kan dessuten gi en økning i tilbudet. Videre kan man heller ikke sikre seg mot eventuelle fremtidige handelspolitiske konflikter som kan medføre importrestriksjoner i viktige markeder. Dette har næringen allerede vært vitne til ved flere anledninger. Økt tilbud sammen med avtakende vekst i etterspørsel vil samlet gi lavere laksepriser i fremtiden. Vi legger derfor til grunn at bransjefordelen vil reduseres noe, men at den fortsatt utgjør en viktig kilde til SalMars strategiske fordel.

SalMar har over analyseperioden hatt en ressursfordel knyttet til drift, som følge av en marginfordel som reduseres av en marginal omløpsulempe. Marginfordelen forklares i hovedsak av at SalMar på flere områder er mer kostnadseffektive enn de øvrige aktørene i bransjen. Dette er et godt utgangspunkt for selskapet, siden de har som mål å være den mest kostnadseffektive lakseprodusenten i verden. Når det gjelder omløpsulempen, er denne av en uvesentlig størrelse

dersom vi ser analyseperioden under ett, og selskapet skiller seg ikke noe nevneverdig fra aktørene i bransjen på dette området. Utviklingen over analyseperioden indikerer at ressursfordelen stort sett har variert i takt med bransjefordelen. En antatt synkende bransjefordel i fremtiden tilsier at også ressursfordelen vil reduseres og jevnes ut over tid. SalMars sterke og kontinuerlige fokus på å være kostnadsleder synes følgelig å kunne utlignes på lang sikt, ved at konkurrentene nærmer seg selskapet og tar etter deres lønnsomme og kostnadseffektive metoder. Flere konkurrenter har i løpet av analyseperioden gjennomført betydelige investeringer, hvilket vil kunne bidra til å utligne SalMars ressursfordel. Selskapets gearingfordel svinger så å si i takt med den rene driftsfordelen over analyseperioden. Gitt en antakelse om at SalMars finansieringsstruktur ikke vil endre seg markant i fremtiden, forventes gearingfordelen å følge utviklingen i selskapets fremtidige rene driftsfordel. Det er derfor nærliggende å legge til grunn at fordelene vil ha en tilbakegang dersom driftsfordelen reduseres. En svingende gearingfordel vil likevel ikke være overraskende, fordi utviklingen i rentabilitet påvirker fordelene.

Den samlede finansieringsfordelen til SalMar har over analyseperioden vært marginal, hvilket også er i tråd med våre forventninger innledningsvis. Det er ingen tegn som tilsier at dette vil endre seg i fremtiden, med mindre en ekstraordinær hendelse skulle inntreffe. Vi forventer dermed at SalMar i fremtiden vil ha en finansieringsfordel tilnærmet lik null.

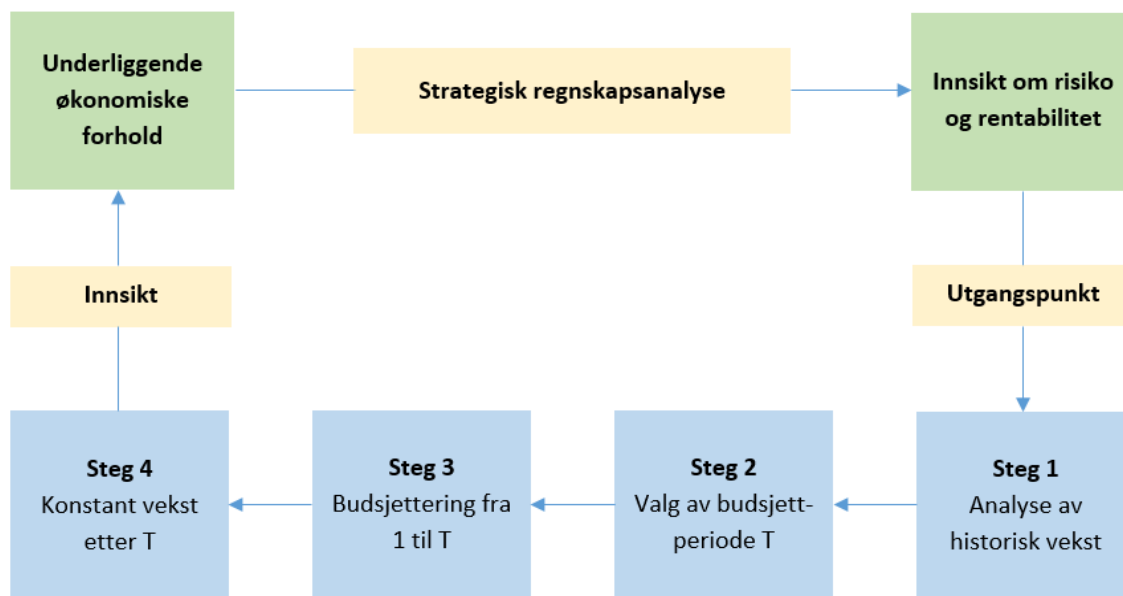
Den samlede strategiske fordelene forventes å bli redusert til et noe lavere nivå fremover, som følge av den antatt reduserte driftsfordelen.

9 Fremtidsregnskap

Vi skal i denne delen av oppgaven benytte vår innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen til å utarbeide fremtidsregnskap for SalMar. Særlig momenter fra den strategiske rentabilitetsanalysen vil i denne sammenhengen være av betydning. Formålet med fremtidsregnskapet er å prognostisere fremtidige resultatregnskap, balanser og fri kontantstrøm for budsjettperioden. Fremtidsregnskapet vil sammen med relevante fremtidige avkastningskrav, estimert i oppgavens kapittel 10 (side 170), danne grunnlaget for den fundamentale verdivurderingen presentert i kapittel 11 (side 179).

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Utarbeidelse av fremtidsregnskap foregår gjennom fire steg: analyse av historisk vekst, valg av budsjettperiode T, budsjettering fra 1 til T, det vil si framskrivingsperioden, og konstant vekst etter T, altså i «steady state». Vi følger rammeverket til Knivsflå (2016h), som illustrert i figur 9-1:



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap (fritt etter Knivsflå, 2016h).

Av figuren er det verdt å merke seg at utarbeidelsen av fremtidsregnskapet bygger på innsikt opparbeidet gjennom samtlige foregående kapitler. Det første steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er analyse av selskapets historiske vekst. En grunnleggende budsjettdriver vil i denne sammenhengen være analyse av selskapets driftsinntektsvekst. Steg 2 går ut på å foreta nødvendige praktiske valg, herunder valg av budsjettperiode, T. Budsjettperiode er perioden frem

til det året, T , der budsjettdriverne antas å bli konstante. Lengden på den eksplisitte budsjettperioden blir dermed valgt i dette steget. I steg 3 gjennomføres budsjetteringen for framskrivingsperioden ved hjelp av ulike budsjett drivere. Fremtidsregnskapet baserer seg på ni budsjett drivere som redegjøres for underveis i kapitlet. I steg 4 utarbeides tilslutt et anslag på hva årlig vekst antas å være, når selskapet kommer i «steady state» og driverne ventes å være konstante.

SalMars fremtidsregnskap vil i det følgende utarbeides gjennom rammeverkets fire steg. Først analyseres selskapets historiske vekst, etterfulgt av valg av budsjettperiode. Videre gjøres det en budsjettering for framskrivingsperioden, før det tilslutt utarbeides et anslag på årlig vekst i «steady state», og selskapets fremtidsregnskap presenteres.

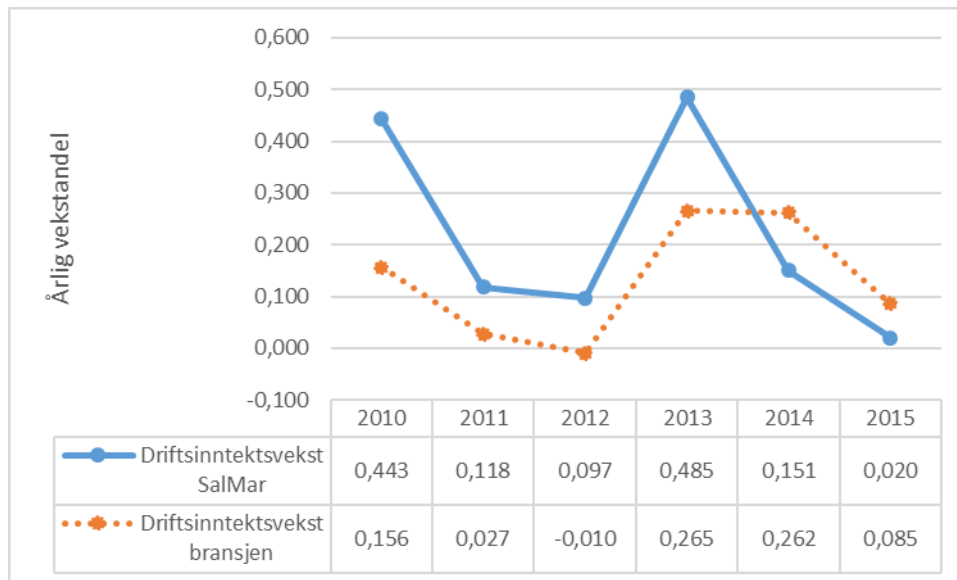
9.2 Vekstanalyse

For å ha gode forutsetninger for å kunne vurdere et selskaps sannsynlige fremtidige vekst er det nødvendig å ha kjennskap til dets historiske vekst. Analysen av historisk vekst vil i det følgende rette seg mot SalMars driftsinntekter, som er en viktig faktor ved verdsettelse av selskapets egenkapital.

9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Ifølge Penman (2013, side 507) utgjør analyser av selskapers historiske driftsinntektsvekst selve kjernen for utarbeidelser av fremtidsregnskap. Knivsflå (2016h) anfører at driftsinntektsveksten avgjør størrelsen på selskapet, og at den dermed på mange måter er den grunnleggende budsjettdriveren – og slik sett utgangspunktet for budsjetteringen. På bakgrunn av dette skal vi i det følgende analysere SalMars historiske utvikling i driftsinntektsvekst og volumvekst, som er en viktig driver av driftsinntektsveksten.

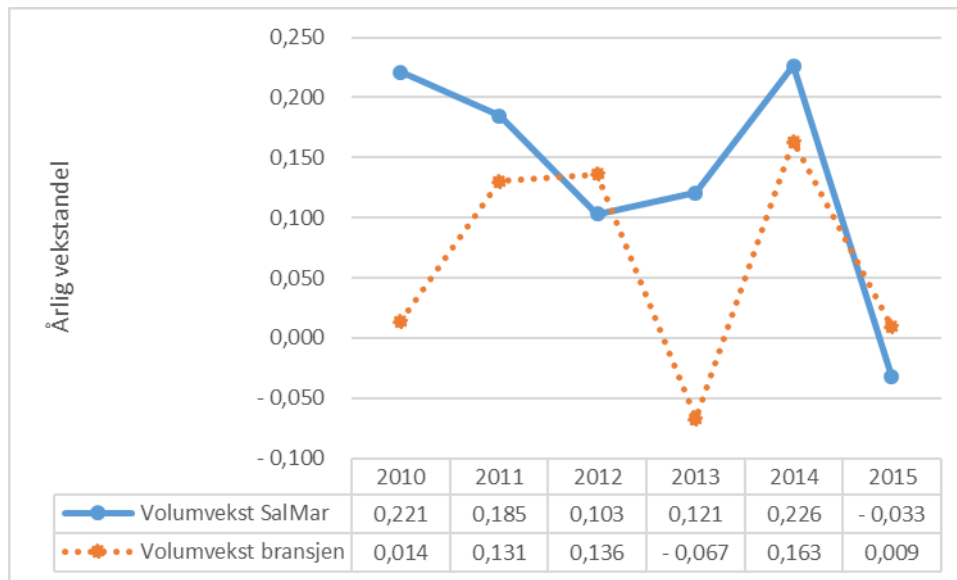
Figur 9-2 viser utviklingen i driftsinntektsvekst for SalMar og bransjen over analyseperioden:



Figur 9-2 Utvikling i driftsinntektsvekst for SalMar og bransjen over analyseperioden, fra 2010 til 2015.

Figuren viser at veksten i driftsinntekter har vært utsatt for store svingninger over analyseperioden. Det er videre verdt å merke seg at SalMar og bransjen ser ut til å følge samme trend, med unntak av 2013 til 2014, der SalMar hadde et kraftig fall mens bransjens driftsinntektsvekst var stabil. Dette kan tyde på at svingningene skyldes forhold som påvirker SalMar og bransjen i så å si like stor grad. Den volatile lakseprisen kan i denne sammenhengen tenkes å utgjøre hovedforklaringen på svingningene i driftsinntektsveksten. Gjennom analyseperioden har SalMar hatt en tidsvektet gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 18,80 prosent, hvilket er noe høyere enn bransjens som på samme tid har vært 14,90 prosent. Vekstrater i denne størrelsesordenen kan imidlertid ikke forventes å vedvare over tid. I 2015 viser figuren et tydelig fall i driftsinntektsveksten for både SalMar og bransjen, og dette kan tyde på at vekstraten i oppdrettsnæringen er i ferd med å jevne seg ut. Et potensielt faresignal for SalMar er at selskapet har hatt en lavere vekst enn bransjegjennomsnittet de to siste årene. Mulige forklaringer kan være at bransjen har investert i flere nye konsesjoner, samt gjennomført oppkjøp av flere mindre aktører. Videre satser SalMar stort på havbasert oppdrett, og det er dermed ikke nødvendigvis grunn til å forvente at SalMar skal ha en lavere driftsinntektsvekst enn bransjen i fremtiden.

Figur 9-3 viser utviklingen i volumvekst for SalMar og bransjen over analyseperioden:



Figur 9-3 Utvikling i volumvekst for SalMar og bransjen over analyseperioden, fra 2010 til 2015.

Volumveksten tar her utgangspunkt i produksjonen av salmonide arter. Av figuren kan det påpekes at utviklingen i volumvekst svinger motsatt av driftsinntektsveksten i flere perioder. I utgangspunktet skulle man forvente at volum- og driftsinntektsveksten varierte i samme retning, ved at volumvekst gir inntektsvekst. Markedskreftene i oppdrettsnæringen fører imidlertid til at volumvekst som gir tilbudsvekst får konsekvenser for prisdannelsen, slik at driftsinntektsveksten faller. Utviklingen i driftsinntektsvekst og volumvekst over analyseperioden viser at volumvekst i liten grad direkte forklarer endringer i driftsinntektsvekst. Hovedforklaringen på driftsinntektsveksten er derfor prisvekst, som kan sies å være avhengig av volumveksten.

Figur 9-3 viser at volumveksten for både SalMar og bransjen har vært utsatt for store svingninger gjennom analyseperioden. For de fleste årene har volumveksten likevel vært positiv. Det er imidlertid negativt at SalMar i 2015 har hatt en negativ volumvekst. Selskapet opplyser følgende i sin nylig publiserte årsrapport for 2015 (SalMar, 2016b):

Operasjonelt var 2015 krevende. Den biologiske situasjonen i Midt- Norge har påvirket produksjonen og kostnadene betydelig. utfordringer med tilgang til produksjonsarealer i

Nord-Norge ga negative konsekvenser for produksjon og slaktevolum. Slaktevolum for 2015 endte på 136 400 tonn, en nedgang på 3 % fra 2014.

Det er knyttet betydelig usikkerhet til vurderinger av fremtidige forhold for SalMar, både hva gjelder markedsmessige og produksjonsmessige forhold. Styret mener likevel at selskapets framtidsutsikter er gode. I 2016 forventes slaktevolumene å bli noe lavere enn i 2015, på grunn av de biologiske utfordringene, men fremover i tid forventes det at slaktevolumet vil ta seg opp. Selskapet har blant annet satt i verk en rekke tiltak for å være i en god posisjon for håndtering av biologiske utfordringer.

Til tross for antatt gode framtidsutsikter er det begrenset hvor stor volumvekst SalMar kan oppnå på lang sikt, da veksten over analyseperioden ikke kan antas å vedvare i like stor grad i fremtiden. Tidsvektet gjennomsnittlig volumvekst for SalMar har over analyseperioden vært på 11,75 prosent, mens bransjen på samme tid har hatt en vekst på 6,38 prosent. I fremtiden finnes det færre muligheter for å gjøre oppkjøp, og tilgangen på gode lokaliteter vil være begrenset. Sammen med en antatt reduksjon i lakseprisen de neste fem årene, tyder dette på at total driftsinntektsvekst i fremtiden vil være lavere enn hva den historisk sett har vært gjennom analyseperioden (Fish Pool, 2016). I delkapittel 9.4.1 (side 155) vil vi argumentere for en langsiktig driftsinntektsvekst i «steady state» på 4,5 prosent, og gi en nærmere diskusjon av våre forventninger relatert til utviklingen i SalMars driftsinntekter.

9.3 Forberedelser til utarbeidelse av fremtidsregnskap

Før utarbeidelsen av fremtidsregnskapet må det foretas noen praktiske valg med hensyn til budsjettperiode, detaljnivå og framskrivningsteknikk.

9.3.1 Valg av budsjettperiode

Budsjettperioden strekker seg frem til tidspunkt T, der budsjetteringen går fra å være basert på fullstendig til enkel framskrivning med konstant vekst. Budsjettperioden bør derfor dekke perioden frem til det tidspunktet hvor selskapet forventes å være i «steady state». «Steady state» oppstår når selskapet er i konstant vekst. Hvor lang tid det tar før et selskap er i konstant vekst avhenger av hvilken bransje det opererer i og dens fase i livssyklusen. Knivsflå (2016h) viser til to forhold som

er avgjørende for valg av budsjettperiode: antatt tid til «steady state» og kvaliteten på selskapets regnskapsføring. Antakelsen om konstant vekst i budsjettdriverne må for det første utgjøre en rimelig forutsetning. Jo nærmere selskapet er konstant vekst, desto kortere kan budsjettperioden være. Kaldestad og Møller (2011, side 79) mener i denne sammenhengen at selskaper som opererer i sykliske bransjer, vekstbransjer eller bransjer med stor superprofitt, bør velge en budsjettperiode ut over fem år. I modne og mer stabile bransjer kan det derimot være nærliggende å framskrive stabiliteten, og følgelig velge en kort eller eventuelt ingen budsjettperiode. I tillegg til antatt tid til «steady state» er også kvaliteten på regnskapsføringen av betydning for valg av budsjettperiode. Det avgjørende for kvaliteten på regnskapsføringen er mengden av verdibasert regnskapsføring. Jo mer verdibasert det enkelte selskapets regnskapsføring er, desto kortere kan budsjettperioden være for å fange opp de relevante verdiene.

Oppdrettsnæringen blir som nevnt karakterisert som en syklisk bransje, hvilket innebærer at aktørene er svært følsomme for skiftende konjunkturer, samt at avkastningen varierer betydelig fra år til år. Dette trekker i retning av at vi bør velge en lang budsjettperiode, slik at den fanger både opp- og nedgangskonjunkturer. Oppdrettsnæringen kan sies å være i fortsatt vekst, blant annet siden fokuset på forsknings- og utviklingsaktiviteter er stort i bransjen. Dette taler også for en lang budsjettperiode. Veksten forventes imidlertid å være avtakende fremover. Budsjettperioden må derfor ikke å være så lang at usikkerheten i budsjettestimaterne reduserer informasjonsverdien betraktelig. Videre kan det påpekes at SalMar rapporterer etter IFRS, som til en viss grad innebærer verdibasert måling, samtidig som detaljnivået i SalMars rapporter må anses som høyt. Disse forholdene taler således for at en kortere budsjettperioden kan aksepteres.

Basert på de ovennevnte momentene settes SalMars budsjettperiode til ti år, det vil si fra 2016 til 2025. Videre presenteres tallene for 2026 for å vise framskrivningen i konstant vekst.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Det er generelt stor usikkerhet knyttet til utarbeidelser av fremtidsregnskap. Dette kan tilsi at vi ved budsjettering bør konsentrere oss om det som tilsynelatende utgjør de viktigste verdidriverne. Det er vanlig å skille mellom fokusert og detaljert detaljnivå, med henholdsvis få og mange budsjettdriverne. Hvor mange budsjettdriverne som bør inkluderes avhenger først og fremst av

lengden på den valgte budsjettperioden. Ved en kort budsjettperiode kan de enkelte postene i regnskapet budsjetteres med en viss presisjon. På lengre sikt er det imidlertid vanskeligere å ha en sterk formening om selskapets utvikling samt å tallfeste de enkelte budsjettpostene, hvilket taler for at det i så tilfelle er mer hensiktsmessig å benytte et fokusert detaljnivå. Vi har valgt en relativt lang budsjettperiode og derfor begrenser vi antallet budsjettdriverne til ni stykker for SalMar.

9.3.3 Valg av framskrivningsteknikk

Framskrivningen av de ulike budsjettdriverne vil i hovedsak skje på bakgrunn av den enkelte budsjettdriverens historiske utvikling, samt kunnskap opparbeidet gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Eventuelle urealistiske tall i budsjettet vil overstyres basert på kvalitativ innsikt fra den strategiske analysen. På kort sikt vil vi rimelig sikkert kunne ha en formening om hvordan konkrete forhold vil påvirke budsjettdriverne. Dette underbygges blant annet av laksens lange produksjonstid (omtrent to-tre år), hvilket gjør det mulig å predikere fremtidig markedstilbud noen få år frem i tid basert på globale smoltutslipp. På lang sikt er det imidlertid nærliggende å tro at regnskapstallene over tid vil være tilbakevendende mot gjennomsnittet (Penman, 2013, side 507). Med dette menes at konkurransen i bransjen vil føre til at driverne konvergerer mot gjennomsnittet, og selskapets vekst vil gå mot den langsiktige veksten i økonomien.

Fremtiden er som nevnt preget av usikkerhet, men usikkerheten kan håndteres på to måter, ved scenariobudsjettering, og simulerings- og sensitivitetsanalyse. Scenariobudsjettering innebærer at det utarbeides flere budsjett med ulike syn på selskapets fremtidige utvikling, mens simulerings- og sensitivitetsanalyse går ut på at det bare utarbeides ett budsjett med den ventede, mest sannsynlige utviklingen, basert på subjektivt skjønn tilegnet gjennom strategisk regnskapsanalyse (Penman, 2013, side 531). Vi velger å utarbeide ett fremtidsbudsjett som skal reflektere den mest forventede utviklingen til SalMar. Deretter tar vi høyde for usikkerhet ved å utføre simulerings- og sensitivitetsanalyser av de mest kritiske budsjettdriverne.

Knivsflå (2016h) påpeker at konkursscenarioet har en tendens til å bli tillagt for liten vekt ved budsjettering av forventet utvikling. Vi har derfor valgt å budsjettere forventet utvikling under forutsetning om fortsatt drift for så å håndtere konkursscenarioet separat, ved at vi i kapittel 11 (side 179) foretar en nedjustering av verdiestimatet basert på underestimeringen.

Budsjettdriverne blir over budsjettperioden beregnet på inngående kapital, siden det i fundamental verdivurdering forutsettes at kontantstrømmene blir realisert i slutten av hver periode.

9.4 Andre budsjett drivere fra 2016 til 2025

Som presentert innledningsvis vil fremtidsregnskapet utarbeides basert på forventet utvikling i ni budsjett drivere. I de etterfølgende avsnittene skal vi gå nærmere inn på disse.

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst er som nevnt en viktig determinant for selskapets størrelse. SalMar har over analyseperioden hatt en svært høy vekst i driftsinntektene, med et tidsvektet gjennomsnitt på 18,80 prosent. Veksten skyldes til dels vekst i næringen i form av økte priser og teknologisk utvikling, men den kanskje viktigste forklaringsfaktoren har vært økt tilgang på konsesjoner i form av konsesjonsrunder og oppkjøp. Ideelt sett burde vi skilt mellom organisk vekst og oppkjøp, men på grunn av informasjonsbegrensninger lar dette seg vanskelig gjøre. Til tross for god historisk utvikling er det ikke realistisk å forvente vekst på tilsvarende nivå i «steady state». I fremtiden finnes det trolig færre muligheter for å gjøre gode oppkjøp og tilgangen på gode lokaliteter vil være begrenset. På lang sikt kan maksimal årlig vekst dessuten ikke overstige forventet realvekst og inflasjon i verdensøkonomien, og maksimal årlig vekst kan derfor ikke settes høyere enn 7,5 prosent (Knivsflå 2016h).

Hovedkildene til driftsinntektsvekst er volumvekst og prisvekst, og disse vil også være avgjørende for konstant vekst. Politiske, juridiske, biologiske og geografiske forhold fører til at muligheten for sterk volumvekst er begrenset, i alle fall på kort sikt. Konsesjonssystemet fungerer som en høy inngangsbarriere som medfører at potensielle nye aktører ikke får etablert seg i bransjen. Samtidig begrenser konsesjonssystemet også produksjonen til eksisterende aktører, og de kan ikke produsere fritt etter de markedsmessige forholdene. Politiske og juridiske begrensninger begrunnes i næringens bærekraft, og myndighetene blir stadig mer åpne for å slippe til nye aktører samt øke etablerte aktørers produksjon, gitt at aktivitetene finner sted innenfor rammene av en bærekraftig utvikling. Det nye trafikklys-systemet, som beskrevet i kapittel 4 (side 40), hvor veksten reguleres med en handlingsregel basert på miljøindikatorer og produksjonsområder, er et eksempel på dette. Systemet skal sørge for at det blir vekst i de områdene der naturen kan tåle det. Effektene av dette

kan imidlertid slå begge veier, da det ikke gir noen garanti for ytterligere vekst. Landbaserte oppdrettsanlegg med vederlagsfrie konsesjoner uten antallsbegrensninger er et annet eksempel. De landbaserte anleggene regnes ikke for å påvirke miljøet i betydelig grad, men aktørene i oppdrettsnæringen er foreløpig skeptiske til anlegg på land, blant annet på grunn av høye investerings- og produksjonskostnader. Volumveksten synes følgelig å være begrenset. Et tredje eksempel som kan nevnes er SalMars havmerd. Disse merdene skal være sikrere da de tåler større påkjenninger, samt at de antas å redusere risikoen for rømming (SalMar, 2016b). Etter vårt skjønn vil havbasert oppdrett på sikt kunne bidra til å løse næringens vekstbegrensninger knyttet til miljøkrav og konsesjoner. Prosjektet er fortsatt under utvikling, og slik sett vil man ikke oppleve en eventuell volumvekst før om noen år. Når det gjelder biologiske forhold er laks regnet for å være blant de fiskeartene som er best egnet for oppdrett. Til tross for dette sliter næringen med spredning av lus og ulike sykdommer, og dette har særlig gjort seg gjeldende for SalMar det siste året. Forskningsaktiviteten er stor på området, og det jobbes stadig med å finne bærekraftige løsninger som kan bidra til å få bukt med problemet. Videre fører et begrenset antall gode lokaliteter med gunstige vekstforhold til at næringen er utsatt for et «produksjonstak».

Prisnivået er i stor grad avhengig av tilbud og etterspørsel i markedet. De siste årene har det vært historisk høye laksepriser som følge av lav tilbudsvekst, god etterspørsel og gunstig valutakursutvikling. Gitt normalisert produksjon uten biologiske utfordringer med moderat volumvekst, vil tilbudet kunne øke noe på lang sikt. Antatt høy etterspørselsvekst i store fremvoksende markeder som Asia forventes imidlertid å redusere deler av virkningen av økt tilbud. På lang sikt forventes derfor prisnivået å reduseres noe, hvilket vil få konsekvenser for driftsinntektsveksten. På bakgrunn av våre ovennevnte drøftelser settes driftsinntektsveksten til 4,5 prosent i «steady state», som er noe lavere enn den maksimale inntektsveksten selskapet kan ha på lang sikt. Anslaget bygger på forventninger om en realvekst på 2 prosent, mens de øvrige 2,5 prosentene tilsvarer Norges Banks langsiktige inflasjonsmål. Dette vekstanslaget er forbundet med betydelig usikkerhet, og i delkapittel 11.5.3 (side 193) vil anslaget studeres nærmere gjennom sensitivitetsanalyser.

Driftsinntektsvekst 2016-2017

Driftsinntektsveksten for 2016 fastsettes indirekte ved å fremskrive omløpet til netto driftseiendeler, som vist i formel 17. Alternativt kunne driftsinntektsveksten blitt budsjettert direkte, men da ville omløpet blitt beregnet indirekte. Omløpet til netto driftseiendeler har holdt seg mer stabilt enn driftsinntektsveksten over analyseperioden, og forholdstallet er derfor bedre egnet til framskrivning.

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{onde_1 * NDE_0 - DI_0}{DI_0}$$

div = driftsinntektsvekst

DI = driftsinntekter

onde = omløpet til netto driftseiendeler

NDE = netto driftseiendeler

Formel 17 Årlig driftsinntektsvekst.

Driftsinntektsveksten for 2016 er beregnet til 15,1 prosent. Dette kan tenkes å være et noe høyt anslag for 2016. Ifølge Fish Pool (2016) ser imidlertid lakseprisen ut til å holde seg relativt høy gjennom året, hvilket kan bidra til en økt driftsinntektsvekst.

I 2017 forventes en reduksjon i driftsinntektsvekst for SalMar. Dette begrunnes med en antatt tilbudsvekst i det globale markedet som følge av investeringer foretatt rundt 2014, som nå gir seg utslag i økt produksjonsvolum. For eksempel kan produksjonssykluser være klar til slakting. Videre kan det ventes at de biologiske utfordringene knyttet til lus og sykdom vil være avtakende fremover, og slik sett bidra positivt med hensyn til volumvekst. Et tredje moment kan være at landbaserte anlegg gradvis vil kunne heve laksetilbudet. I 2017 antas tilbudet å være større enn veksten i etterspørsel, hvilket vil påvirke lakseprisen negativt. Dette underbygges av dagens handel på Fish Pool, der prisene på forwardkontrakter er fallende gjennom året (Fish Pool 2016). Lavere laksepriser gjør at hovedkilden til driftsinntektsvekst for SalMar vil være økt volumvekst. En sterk økning i volum ser imidlertid ikke ut til å finne sted på så kort sikt. Mulighetene for å kunne gjøre store oppkjøp er begrenset, samtidig som SalMar den senere tiden har vært utsatt for store biologiske utfordringer. Med dette mener vi at en reduksjon i driftsinntektsveksten for denne perioden kan forsvares.

Driftsinntektsvekst 2018-2021

I perioden 2018-2021 forventes driftsinntektsveksten å være økende. SalMar har som nevnt fått tildelt utviklingskonsesjoner knyttet til havbasert oppdrett, prosjektet er fortsatt under utvikling, men målet er å foreta utsett av fisk i havmerden i løpet av 2017. En rimelig antakelse er derfor at SalMar vil oppnå økt driftsinntektsvekst i denne perioden. Selskapet har i forbindelse med havmerden budsjettert med inntekter fra ferdigprodusert fisk fra og med 2018. Videre kan det tenkes at de biologiske utfordringene reduseres som følge av kontinuerlig forskning på området. Dette vil i så tilfelle gjøre at SalMar ikke vil måtte slakte biomasse før optimal slaktevekt nås. Befolkningsvekst som gir økt etterspørsel etter sjømat på globalt nivå er også å regne med. Følgelig mener vi at det er sannsynlig med en økt driftsinntektsvekst i denne perioden. Det kan også nevnes at SalMar i 2015 har tatt første steg på Island, gjennom et indirekte eierskap i et islandsk oppdrettsselskap. I sin årsrapport for 2015 opplyser SalMar at potensialet på Island er tilstede, med et klima som ikke skiller seg så mye fra Finnmark, men at det gjenstår en del arbeid med å utvikle den Islandske oppdrettsnæringen videre. Vekst på Island i perioden 2018-2021 er dermed ikke utenkelig.

Driftsinntektsvekst 2022-2025

I perioden 2022-2025 forventes driftsinntektsveksten å være fallende mot vekstnivået i «steady state» på 4,5 prosent. Det kan forventes moderat etterspørselsvekst i perioden, og sammen med en eventuell sterk tilbudsvekst vil dette resultere i redusert laksepris, ettersom tilbudet overstyrer etterspørselen. Økt tilbudsvekst kan skje i form av et mulig gjennombrudd for landbasert oppdrett eller ved en økning i bruken av havmerder. Dessuten har de historiske tallene vist at driftsinntektsveksten er syklisk, med både opp- og nedgangskonjunkturer. En oppgangskonjunktur følges ofte av en nedgangskonjunktur. Vi forventet økende driftsinntektsvekst for perioden 2018-2021, hvilket kan ha stimulert til økt investeringsaktivitet i samme periode, og følgelig vil tilbudet kunne øke så mye at det gir negativt utslag på lakseprisen. Fra 2025 vil SalMar ha en konstant vekst på 4,5 prosent, jamfør tidligere diskusjon.

Oppsummering driftsinntektsvekst

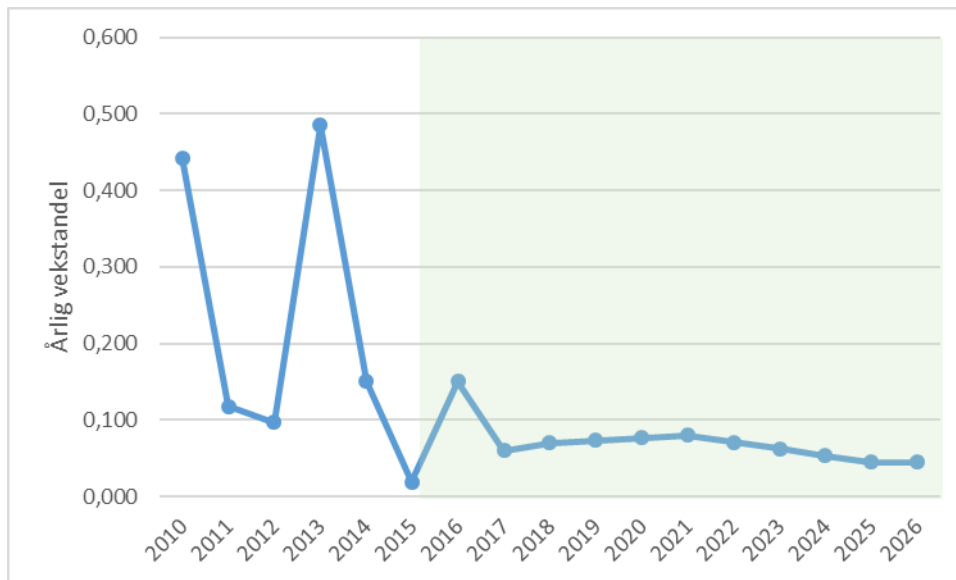
Oppdrettsnæringen antas å fortsatt være i vekst gjennom budsjettperioden og i «steady state». Vekstraten er imidlertid forventet å bli redusert fra nivået i analyseperioden, som var unormalt høyt. De gode årene i analyseperioden ventes å gi utslag i økt tilbud de nærmeste årene slik at

lakseprisen påvirkes negativt. Videre forventes en økt driftsinntektsvekst for SalMar i midten av budsjettperioden, som følge av havbasert oppdrett og økt global etterspørsel. Mot slutten av budsjettperioden kan det antas at lakseprisene nok en gang vil falle, hovedsakelig på grunn av høy tilbudsvekst. Tabell 9-1 viser forventet utvikling i driftsinntektsvekst og driftsinntekter for SalMar over budsjettperioden:

Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter t-1	7 326 200	8 431 585	8 937 480	9 563 103	10 264 397	11 051 335	11 935 441	12 785 842	13 584 957	14 315 148	14 959 330
* 1 + Driftsinntektsvekst t	1,151	1,060	1,070	1,073	1,077	1,080	1,071	1,063	1,054	1,045	1,045
= Driftsinntekter t	8 431 585	8 937 480	9 563 103	10 264 397	11 051 335	11 935 441	12 785 842	13 584 957	14 315 148	14 959 330	15 632 500

Tabell 9-1 SalMars driftsinntekter over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt første år i konstant vekst.

Figur 9-4 viser utviklingen i historisk og forventet driftsinntektsvekst for SalMar:



Figur 9-4 Utvikling i historisk og budsjettert driftsinntektsvekst for SalMar, fra 2010 til 2026. Den hvite delen viser SalMars historiske utvikling frem til 2015, mens den fargede delen viser forventet utvikling over budsjettperioden.

Historisk har veksten i SalMars driftsinntekter vært utsatt for store svingninger som følge av bransjens sykliske karakter. Vi forventer ikke at dette vil endre seg i fremtiden, men legger likevel til grunn en lineær utvikling mellom budsjettpunktene. Dette begrunnes med at vi ikke har tilstrekkelig informasjon til å kunne predikere veksten det enkelte år.

9.4.2 Netto driftseiendeler

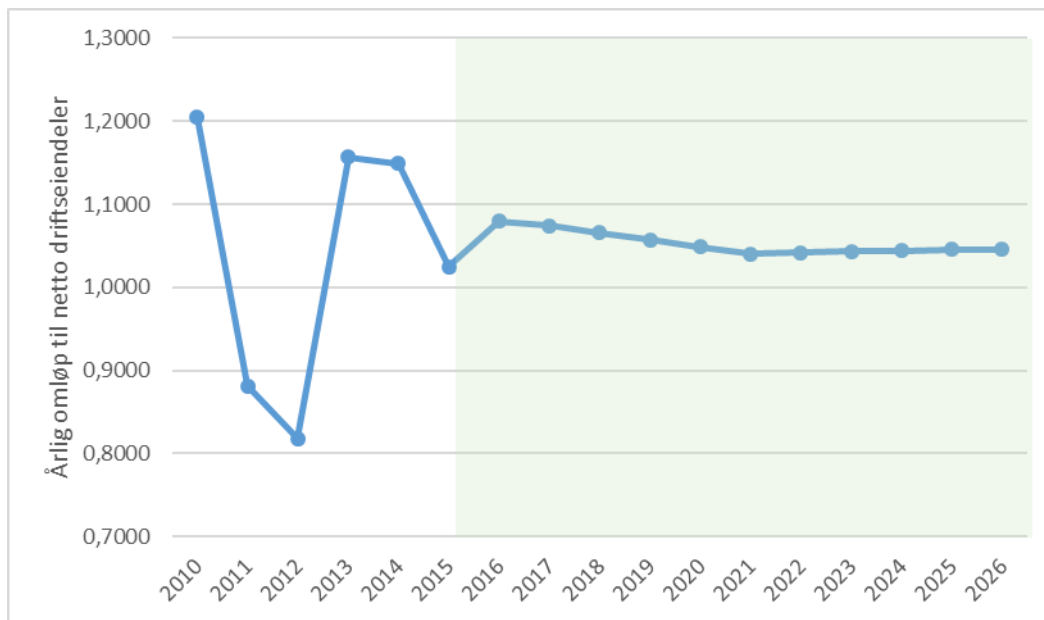
Utviklingen i netto driftseiendeler over budsjettperioden avhenger av utviklingen i driftsinntekter og omløpet til netto driftseiendeler. Utviklingen i driftsinntekter er budsjettert i delkapittel 9.4.1, mens omløpet til netto driftseiendeler budsjetteres basert på innsikt fra den strategiske analysen. Verdt å merke seg er at omløpet til netto driftseiendeler anslås på basis av inngående kapital, siden vi ved verdsettelsen forutsetter at kontantstrømmene blir realisert i slutten av hver periode. Fordelen med å framskrive omløpet til netto driftseiendeler er at dette forholdstallet forventes å holde seg relativt stabilt over tid.

SalMar har over analyseperioden hatt et tidsvektet gjennomsnittlig omløp til netto driftseiendeler på 1,046, hvilket er noe lavere enn bransjens snitt på 1,148. I delkapittel 8.3.4 (side 138) kom det frem at SalMar har hatt en marginal omløpsulempe over analyseperioden. Mulige forklaringer som ble trukket frem var begrenset produktutvalg for SalMar, ulike geografiske markedsområder mellom konkurrentene, samt forskjeller i grad av bearbeiding og produktdifferensiering. Potensielle stordriftsfordeler i produksjonen og SalMars investering i moderne og effektive anlegg, som for eksempel InnovaMar, ble på den annen side trukket frem som faktorer som kan tenkes å ha gitt selskapet effektivitetsfordeler som har bidratt til å redusere omløpsulempen.

Omløpet til netto driftseiendeler har over analyseperioden vært utsatt for store svingninger, som vist nedenfor i figur 9-5. År med lav laksepris har særlig utmerket seg negativt, hvilket er naturlig siden driftsinntektene henger sammen med dette forholdstallet. En rimelig antakelse er at omløpet til netto driftseiendeler over tid vil reversere mot gjennomsnittet. Vi velger i denne sammenhengen å benytte den tidsvektede gjennomsnittlige omløpshastigheten til SalMar i «steady state», fordi vi mener at dette snittet er best representativt for SalMar i fremtiden. Omløpshastigheten i 2016 er beregnet til 1,080. I 2017 budsjetterer vi med et lite fall i omløpshastigheten, og frem til neste budsjettpunkt i 2021 forventes en ytterligere reduksjon i omløpet til netto driftseiendeler. Vi legger til grunn en lineær utvikling mellom budsjettpunktene. I perioden 2022-2025 forventes omløpet til netto driftseiendeler å øke lineært opp til nivået i «steady state», på 1,046.

Fallet i omløpet til netto driftseiendelene fra 2016 til 2021 relateres til antakelsen om at lakseprisen vil å falle i perioden. Videre kan det tenkes at en ekspansjon i blant annet asiatiske kundemarkeder

vil kunne gi opphav til lavere driftsinntekter per krone investert i netto driftseiendeler, ut fra en antakelse om at betalingsviljen er noe lavere i slike vekstmarkeder. Dessuten kan det ventes at SalMar i denne perioden vil foreta investeringer. Omløpet reduseres derfor som følge av «veksthendelser». I perioden 2022-2025 er det som nevnt forventet en økning opp til nivået i «steady state» på 1,046. Dette kan forklares med en økt effektivisering frem mot «steady state», som følge av tidligere investeringer og mindre vekst. SalMar forventes ikke å ha en omløpsfordel på lang sikt. Utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler er illustrert i figur 9-5:



Figur 9-5 Utvikling i historisk og forventet omløp til netto driftseiendeler for SalMar, fra 2010 til 2026. Den hvite delen viser SalMars historiske utvikling frem til 2015, mens den fargede delen viser forventet utvikling over budsjettp perioden.

Netto driftseiendeler over budsjettp perioden er beregnet basert på forventede driftsinntekter og forventet omløp til netto driftseiendeler for kommende perioder, som vist i tabell 9-2:

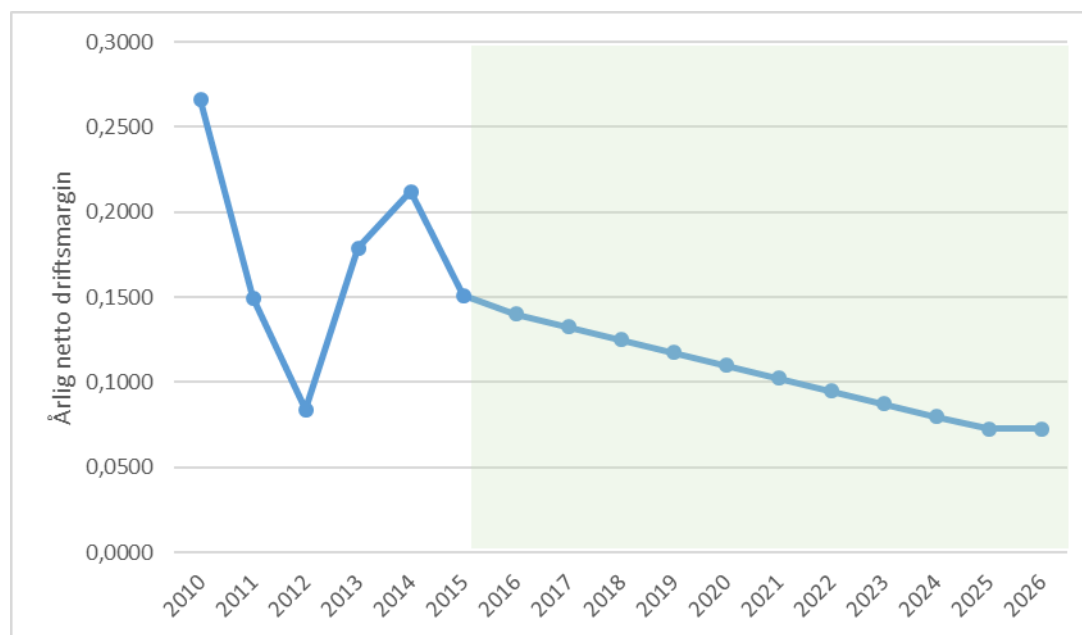
Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter t+1	8 937 480	9 563 103	10 264 397	11 051 335	11 935 441	12 785 842	13 584 957	14 315 148	14 959 330	15 632 500	16 335 962
/ Omløpet til netto driftseiendeler t+1	1,074	1,066	1,057	1,049	1,040	1,042	1,043	1,045	1,046	1,046	1,046
= Netto driftseiendeler t	8 321 676	8 975 226	9 710 877	10 540 138	11 476 386	12 276 372	13 024 887	13 705 264	14 301 463	14 945 028	15 617 555

Tabell 9-2 Netto driftseiendeler for SalMar over budsjettp perioden, samt første år i konstant vekst, fra 2016 til 2026.

9.4.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat budsjetteres ved å multiplisere driftsinntekter med netto driftsmargin (Knivsfå, 2016q). Følgelig er utviklingen i netto driftsmargin og driftsinntekter avgjørende for utviklingen i

netto driftsresultatet over budsjettperioden. Utviklingen til driftsinntektene er allerede anslått, og fokuset her vil derfor være å lage en prognose for hvordan SalMars netto driftsmargin vil utvikle seg fremover. Figur 9-6 viser historisk og forventet fremtidig utvikling i netto driftsmargin for SalMar:



Figur 9-6 Utvikling i historisk og forventet netto driftsmargin for SalMar, fra 2010 til 2026. Den hvite delen viser SalMars historiske utvikling frem til 2015, mens den fargede delen viser forventet utvikling over budsjettperioden.

Netto driftsmargin var over analyseperioden utsatt for relativt store svingninger, blant annet som følge av skiftende laksepriser. I delkapittel 8.3.3 (side 134) ble det avdekket at SalMars netto driftsmargin var høyere enn bransjens, men at de så ut til å følge samme trend. Samlet hadde SalMar en tidsvektet gjennomsnittlig marginfordel relativt til bransjen på 7,2 prosent over analyseperioden, som i hovedsak knyttet seg til at varekostnadenes andel av SalMars driftsinntekter var mye lavere enn for selskapets konkurrenter. Videre i delkapittel 8.6 (side 146) ble det argumentert for at fordelene trolig vil utlignes på lang sikt, ved at konkurrentene tar etter SalMars lønnsomme og kostnadseffektive metoder. Dette tilsier at SalMar hverken forventes å ha fordeler eller ulemper knyttet til sine driftsmarginer i «steady state». SalMars netto driftsmargin forventes mer presist å konvergere mot et bransjesnitt som i «steady state» antas å ligge på 7,2 prosent. Vi forutsetter dermed at netto driftsmarginen i bransjen blir presset i «steady state», relativt til bransjesnittet over analyseperioden på 10 prosent. Dette utviklingstrekket kan ses i sammenheng med våre antakelser

om økt konkurranse fra landbasert og havbasert oppdrett, som ventes å legge press på prisene og dermed også marginene i bransjen. Netto driftsmargin i «steady state» er beregnet som forholdet mellom netto driftskrav i «steady state», som beregnes i kapittel 10 (side 170), tillagt en varig fordel som antas å være 2 prosent, og omløpet til netto driftseiendeler i «steady state». I det følgende gis en nærmere beskrivelse av forventet utvikling i SalMars netto driftsmargin over budsjettperioden.

SalMars netto driftsmargin ventes å utvikle seg negativt gjennom hele budsjettperioden. På mellomlang sikt vil ikke SalMars marginfordel utlignes, ettersom det er vanskelig for konkurrentene å ta etter som følge av leverandørenes forhandlingsmakt, samt at eventuelle effektiviserende tiltak og innovasjoner vil ta tid å utvikle. På lang sikt derimot, er det forventet at SalMars netto driftsmargin vil konvergere mot et bransjesnitt, og følgelig vil selskapet hverken ha en marginfordel eller -ulempe i «steady state». Hovedkilden til den negative utviklingen forventes å være lavere laksepriser og sterk konkurranse i markedet, som vil drive driftsmarginen mot gjennomsnittet i bransjen. Videre antas det at selskapet vil ha problemer med å få tilstrekkelig redusert sine variable enhetskostnader i takt med det ventede prisfallet, og dette vil således gi seg utslag i fallende marginer. Samtidig er det nærliggende å tro at den forventede ekspansjonen i asiatiske vekstmarkeder vil gi noe lavere marginer enn tradisjonelle markeder der kundenes betalingsvilje antas å være høyere. Samlet vil dette resultere i en fallende netto driftsmargin over budsjettperioden. Budsjettert netto driftsmargin og netto driftsresultat over budsjettperioden er vist i tabell 9-3.

Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter t	8 431 585	8 937 480	9 563 103	10 264 397	11 051 335	11 935 441	12 785 842	13 584 957	14 315 148	14 959 330	15 632 500
* Netto driftsmargin t	0,140	0,132	0,125	0,117	0,110	0,102	0,095	0,087	0,080	0,072	0,072
= Netto driftsresultat t	1 180 422	1 184 135	1 195 214	1 205 787	1 215 245	1 222 840	1 213 958	1 187 819	1 144 171	1 083 328	1 132 077

Tabell 9-3 Netto driftsresultat for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt første år i konstant vekst.

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettperioden avhenger av den forventede utviklingen i selskapets finansielle gjeld og dets finansielle eiendeler (Knivsflå, 2016q). Størrelsen på finansiell gjeld og finansielle eiendeler er videre avhengig av utviklingen i kapitalstruktur. I det følgende blir SalMars fremtidige netto finansielle gjeld anslått gjennom en separat budsjettering av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Finansiell gjeld i budsjettperioden estimeres ved å anslå den fremskrevne finansielle gjeldsdelen. Med finansiell gjeldsdel menes her den finansielle gjeldens andel av selskapets netto driftseiendeler. Over analyseperioden har SalMar hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 45,6 prosent, mens gjeldsdelen i 2015 var på 37,2 prosent. Til sammenligning hadde bransjen en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 41,5 prosent over analyseperioden. Det forventes at SalMars finansielle gjeldsdel over budsjettperioden vil nærme seg gjennomsnittet for bransjen, ved at investeringer i havbasert oppdrett og på Island, samt inntreden i nye kundemarkeder, tilsier at gjeldsdelen vil kunne øke noe fra 2015-nivået på 37,2 prosent. Vi finner det imidlertid hensiktsmessig å benytte en finansiell gjeldsdel som ligger mellom SalMar og bransjens tidsvektede gjennomsnitt. Bransjesnittet ser ut til å være noe lavt, mens SalMars snitt bærer preg av flere år med store investeringer. Følgelig har vi valgt å legge til grunn en finansiell gjeldsdel på 43 prosent i «steady state». Dette er noe lavere enn typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs som er 50 prosent, men anses likevel som fornuftig siden oppdrettsnæringen er kapitalintensiv, og ikke kan forventes å ha en gjeldsdel tilsvarende børsen for øvrig.

Finansielle eiendeler i budsjettperioden estimeres ved å anslå den fremskrevne finansielle eiendelsdelen. Over analyseperioden har SalMar hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 6,2 prosent, som er signifikant lavere enn bransjegjennomsnittet på 7,9 prosent. Det er nærliggende å tro at den finansielle eiendelsdelen vil øke mot snittet i bransjen gjennom budsjettperioden. Likevel mener vi at det tidsvektede bransjesnittet er litt for høyt, og derfor har vi valgt å sette finansiell eiendelsdel til 7,5 prosent i «steady state». SalMar har over analyseperioden gjennomført en rekke store investeringer som har resultert i lav finansiell eiendelsdel enkelte år. På mellomlang sikt ser investeringsnivået i SalMar ut til å fortsatt være relativt høyt, og følgelig vil selskapets finansielle eiendelsdel være lav de første årene av budsjettperioden. Det er ikke ventet at selskapet vil sitte på unødig mye overskuddslikviditet disse årene. På lang sikt har vi imidlertid ikke tilstrekkelig informasjon til å kunne uttale oss om selskapets fremtidige investeringer, men vi antar at investeringene ikke vil være like mange eller like store som i analyseperioden og i begynnelsen av budsjettperioden. På bakgrunn av dette mener vi at det er rimelig at SalMars finansielle eiendelsdel vil kunne nærme seg snittet i bransjen mot slutten av budsjettperioden.

Basert på våre ovennevnte anslag på finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel har vi nødvendig input til å anslå den forventede utviklingen i SalMars netto finansielle gjeld over budsjettperioden, som vist i tabell 9-4. Anslaget utgjør den balansevektede differansen mellom verdien av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	8 321 676	8 975 226	9 710 877	10 540 138	11 476 386	12 276 372	13 024 887	13 705 264	14 301 463	14 945 028	15 617 555
* Finansiell gjeldsdel	0,390	0,394	0,399	0,403	0,408	0,412	0,417	0,421	0,426	0,430	0,430
= Finansiell gjeld	3 245 454	3 540 228	3 873 561	4 251 189	4 679 815	5 060 593	5 427 036	5 771 439	6 086 067	6 426 362	6 715 548
Netto driftseiendeler	8 321 676	8 975 226	9 710 877	10 540 138	11 476 386	12 276 372	13 024 887	13 705 264	14 301 463	14 945 028	15 617 555
* Finansiell eiendelsdel	0,040	0,044	0,048	0,052	0,056	0,059	0,063	0,067	0,071	0,075	0,075
= Finansiell eiendeler	332 867	393 913	463 964	544 574	637 577	729 762	824 909	921 298	1 016 993	1 120 877	1 171 317
→ Netto finansiell gjeld	2 912 586	3 146 315	3 409 597	3 706 615	4 042 238	4 330 831	4 602 127	4 850 141	5 069 074	5 305 485	5 544 232

Tabell 9-4 Netto finansiell gjeld over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt første år i konstant vekst.

9.4.5 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad beregnes basert på forventet finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet over budsjettperioden (Knivsflå, 2016q). I finansieringsanalysen i delkapittel 8.5 (side 142) ble det bekreftet at finansieringen til SalMar så å si ikke påvirker deres strategiske fordel. Dette videreføres i budsjettet, hvilket innebærer at finansiell gjeldsrente og finansielle eiendelsrentabilitet settes lik avkastningskravet for det enkelte år. Verdt å merke seg er at gjeldsrenten og eiendelsrentabiliteten baserer seg på inngående kapital. Fremtidskravet beregnes i kapittel 10 (side 170), men beregningen av netto finanskostnad over budsjettperioden er presentert i tabell 9-5:

Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Finansiell gjeld t-1	2 901 800	3 245 454	3 540 228	3 873 561	4 251 189	4 679 815	5 060 593	5 427 036	5 771 439	6 086 067	6 426 362
* Finansiell gjeldsrente t	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,032	0,033	0,039	0,039
= Netto finanskostnad t	66 938	79 078	90 856	104 439	120 138	138 326	156 149	174 501	193 066	235 835	249 022
Finansielle eiendeler t-1	291 500	332 867	393 913	463 964	544 574	637 577	729 762	824 909	921 298	1 016 993	1 120 877
* Finansiell eiendelsrente t	0,014	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033
= Netto finansinntekt t	4 048	5 325	7 132	9 379	12 158	15 580	19 372	23 638	28 344	33 434	36 849
→ Netto finanskostnad	62 890	73 754	83 724	95 059	107 980	122 746	136 778	150 863	164 722	202 401	212 173

Tabell 9-5 Netto finanskostnad for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt første år i konstant vekst.

9.4.6 Minoritetsinteresser

Utviklingen i minoritetsinteresser over budsjettperioden fastsettes på basis av forventet utvikling i selskapets minoritetsdel, basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå, 2016q). Minoritetsdelen utgjør her forholdet mellom størrelsen på selskapets minoritetsinteresser og dets netto driftseiendeler.

Gjennom analyseperioden har SalMar hatt en tidsvektet gjennomsnittlig minoritetsdel på 2,34 prosent. På samme tid har også bransjens gjennomsnittlige minoritetsdel vært 2,34 prosent. Det er imidlertid en marginal forskjell mellom SalMar og bransjens tidsvektede snitt, men ved avrunding til to desimaler skjules denne. Ifølge Knivsflå (2016q) utgjør enten bransjesnittet eller det tidsvektede gjennomsnittet til selskapet et passende mål på optimal minoritetsdel. Med utgangspunkt i dette har vi valgt en langsiktig minoritetsdel i «steady state» på 2 prosent, da både bransjen og SalMar har ligget rundt dette nivået over analyseperioden. Dessuten er den tilgjengelige informasjonen vedrørende investeringer langt frem i tid mangelfull, og en utvikling mot snittet er derfor vårt beste estimat på SalMars minoritetsdel i «steady state». Som en forenkling legger vi til grunn en lineær utvikling over budsjettperioden. Tabell 9-6 viser den forventede utviklingen i SalMars minoritetsinteresser over budsjettperioden:

Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler t	8 321 676	8 975 226	9 710 877	10 540 138	11 476 386	12 276 372	13 024 887	13 705 264	14 301 463	14 945 028	15 617 555
* Minoritetsdel t	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,020
= Minoritetsinteresser t	83 217	99 725	118 689	140 535	165 770	190 966	217 081	243 649	270 139	298 901	312 351

Tabell 9-6 Minoritetsinteresser for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt første året i konstant vekst.

Gitt en antakelse om at SalMars datterselskaper i kommende år forventes å være lønnsomme, kan det hevdes å være optimalt for SalMar å «presse ut» minoriteten. På den måten vil SalMar beholde en større andel av fortjenesten i sine datterselskaper. Ved lønnsomme datterselskaper vil det imidlertid kunne være problematisk for SalMar å «presse ut» minoritetsinteressene. Dette underbygger dermed vår antakelse om at en minoritetsdel tilnærmet lik det tidsvektede gjennomsnittet er et rimelig estimat i «steady state».

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Utviklingen i netto minoritetsresultat over budsjettperioden fastsettes basert på utviklingen i forventet minoritetsrentabilitet (Knivsflå, 2016q). Dersom majoriteten klarer å «presse ut» minoriteten eller minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi, vil en rimelig forutsetning være å sette rentabiliteten lik avkastningskravet. I den strategiske rentabilitetsanalysen i delkapittel 8.5.4 (side 144) fant vi at SalMar hadde en tidsvektet finansieringsulempe knyttet til minoriteten på 0,8 prosent over analyseperioden. Ulempen er marginal, men SalMar skaper likevel strategiske fordeler i datterselskaper med minoritetsinteresser, ettersom minoritetsrentabiliteten er større enn minoritetskravet. Siden minoritetsrentabiliteten er større enn minoritetskravet, kan det

tyde på at virkelig verdi av minoritetsinteressene er større enn balanseførte minoritetsinteresser, hvilket innebærer at den balanseførte verdien på minoritetsinteresser er undervurdert. En rimelig antakelse er dermed at budsjettert rentabilitet i fremtiden tilsvarer fremtidig minoritetskrav tillagt en strategisk fordel knyttet til minoritet (Knivsflå, 2016q). Vi budsjetterer med en strategisk fordel knyttet til minoritet på 3 prosent på horisonten. Fremtidig minoritetskrav beregnes i kapittel 10 (side 170). Som en forenkling legger vi til grunn en lineær utvikling over budsjettperioden. Tabell 9-7 viser utviklingen i netto minoritetsresultat for SalMar over budsjettperioden:

Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Minoritetsinteresser t-1	79 700	83 217	99 725	118 689	140 535	165 770	190 966	217 081	243 649	270 139	298 901
* Minoritetsrentabilitet t	0,270	0,253	0,236	0,218	0,201	0,183	0,166	0,149	0,131	0,114	0,114
= Netto minoritetsresultat t	21 555	21 058	23 500	25 904	28 227	30 411	31 710	32 269	31 979	30 755	34 030

Tabell 9-7 Netto minoritetsresultat for SalMar over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt første året i konstant vekst.

9.5 Fremtidsregnskap

Gjennom de foregående delkapitlene har vi tallfestet de resultat- og balansepostene som trengs for å utarbeide SalMars forventede fremtidsregnskap. I det følgende presenteres selskapets fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidige frie kontantstrøm over budsjettperioden. Sammen med fremtidskravene som anslås i oppgavens kapittel 10 (side 170), vil tallmaterialet herfra legge grunnlaget for utarbeidelser av estimater på SalMars virkelige egenkapitalverdi i kapittel 11 (side 179).

Fremtidsresultat over budsjettperioden

SalMars fremtidsresultat over budsjettperioden er presentert i tabell 9-8. Det er her verdt å merke seg at resultatregnskapet ikke inneholder noen unormale poster. Vi har ikke informasjon som gjør oss i stand til å predikere unormale poster, ettersom både størrelse og tidspunkt er usikre momenter. Dessuten kan det tenkes at postene over tid vil kunne utjevne hverandre. Videre kan det nevnes at netto betalt utbytte beregnes residualt som differansen mellom selskapets fullstendige nettoresultat fra fremtidsresultatet og endring i egenkapital hentet fra fremtidsbalansen.

Alle tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	7 326 200	8 431 585	8 937 480	9 563 103	10 264 397	11 051 335	11 935 441	12 785 842	13 584 957	14 315 148	14 959 330	15 632 500
Netto driftsresultat	1 105 518	1 180 422	1 184 135	1 195 214	1 205 787	1 215 245	1 222 840	1 213 958	1 187 819	1 144 171	1 083 328	1 132 077
+ Netto finansinntekt	8 135	4 048	5 325	7 132	9 379	12 158	15 580	19 372	23 638	28 344	33 434	36 849
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 113 653	1 184 470	1 189 459	1 202 346	1 215 166	1 227 403	1 238 420	1 233 329	1 211 457	1 172 515	1 116 761	1 168 926
- Netto finanskostnad	76 285	66 938	79 078	90 856	104 439	120 138	138 326	156 149	174 501	193 066	235 835	249 022
- Netto minoritetsresultat	25 500	21 555	21 058	23 500	25 904	28 227	30 411	31 710	32 269	31 979	30 755	34 030
= Nettoresultat til egenkapital	1 011 868	1 095 976	1 089 323	1 087 990	1 084 824	1 079 038	1 069 684	1 045 470	1 004 687	947 470	850 171	885 875
+ Unormalt netto driftsresultat	-47 637	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	-4 521	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	959 710	1 095 976	1 089 323	1 087 990	1 084 824	1 079 038	1 069 684	1 045 470	1 004 687	947 470	850 171	885 875
- Netto betalt utbytte	1 095 655	887 127	686 010	634 584	574 428	503 648	583 486	594 367	598 892	596 694	471 778	465 546
= Endring i egenkapital	-135 945	208 850	403 313	453 406	510 396	575 390	486 197	451 103	405 796	350 776	378 393	420 329

Tabell 9-8 SalMars fremtidsresultat over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Fremtidsbalanse over budsjettperioden

Fremtidsbalansen er beregnet med både sysselsatt kapital og netto driftskapital som mål på SalMars selskapskapital. Egenkapital for det enkelte år er beregnet residualt ved å trekke netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra netto driftseiendeler. SalMars forventede fremtidsbalanser over budsjettperioden er presentert i tabell 9-9 og 9-10.

Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

Alle tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	7 807 023	8 321 676	8 975 226	9 710 877	10 540 138	11 476 386	12 276 372	13 024 887	13 705 264	14 301 463	14 945 028	15 617 555
+ Finansielle eiendeler	291 500	332 867	393 913	463 964	544 574	637 577	729 762	824 909	921 298	1 016 993	1 120 877	1 171 317
= Sysselsatte eiendeler	8 098 523	8 654 543	9 369 139	10 174 842	11 084 712	12 113 963	13 006 134	13 849 796	14 626 562	15 318 455	16 065 905	16 788 871
Egenkapital	5 117 023	5 325 872	5 729 186	6 182 592	6 692 988	7 268 378	7 754 575	8 205 679	8 611 474	8 962 250	9 340 643	9 760 972
+ Minoritetsinteresser	79 700	83 217	99 725	118 689	140 535	165 770	190 966	217 081	243 649	270 139	298 901	312 351
+ Finansiell gjeld	2 901 800	3 245 454	3 540 228	3 873 561	4 251 189	4 679 815	5 060 593	5 427 036	5 771 439	6 086 067	6 426 362	6 715 548
= Sysselsatt kapital	8 098 523	8 654 543	9 369 139	10 174 842	11 084 712	12 113 963	13 006 134	13 849 796	14 626 562	15 318 455	16 065 905	16 788 871

Tabell 9-9 Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Netto driftseiendeler og netto driftskapital

Alle tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	7 807 023	8 321 676	8 975 226	9 710 877	10 540 138	11 476 386	12 276 372	13 024 887	13 705 264	14 301 463	14 945 028	15 617 555
Egenkapital	5 117 023	5 325 872	5 729 186	6 182 592	6 692 988	7 268 378	7 754 575	8 205 679	8 611 474	8 962 250	9 340 643	9 760 972
+ Minoritetsinteresser	79 700	83 217	99 725	118 689	140 535	165 770	190 966	217 081	243 649	270 139	298 901	312 351
+ Netto finansiell gjeld	2 610 300	2 912 586	3 146 315	3 409 597	3 706 615	4 042 238	4 330 831	4 602 127	4 850 141	5 069 074	5 305 485	5 544 232
= Netto driftskapital	7 807 023	8 321 676	8 975 226	9 710 877	10 540 138	11 476 386	12 276 372	13 024 887	13 705 264	14 301 463	14 945 028	15 617 555

Tabell 9-10 Netto driftseiendeler og netto driftskapital over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Fri kontantstrøm over budsjettperioden

SalMars fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen utarbeides basert på budsjettert fremtidsresultat og -balanse. Fri kontantstrøm til egenkapital er sammenfallende med netto betalt utbytte, som beregnet i resultatregnskapet. SalMars fremtidige frie kontantstrøm er presentert i tabell 9-11.

Alle tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftsresultat	1 105 518	1 180 422	1 184 135	1 195 214	1 205 787	1 215 245	1 222 840	1 213 958	1 187 819	1 144 171	1 083 328	1 132 077
+ Unormalt netto driftsresultat	-47 637	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	206 089	514 653	653 550	735 652	829 260	936 248	799 986	748 514	680 377	596 199	643 566	672 526
= Fri kontantstrøm fra drift	851 792	665 769	530 585	459 563	376 526	278 997	422 854	465 443	507 442	547 972	439 762	459 551
+ Netto finansinntekt	8 135	4 048	5 325	7 132	9 379	12 158	15 580	19 372	23 638	28 344	33 434	36 849
+ Unormal netto finansinntekt	2 211	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	110 615	41 367	61 046	70 051	80 610	93 003	92 185	95 147	96 389	95 695	103 884	50 439
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	751 523	628 450	474 863	396 643	305 296	198 152	346 249	389 668	434 691	480 621	369 311	445 960
- Netto finanskostnad	76 285	66 938	79 078	90 856	104 439	120 138	138 326	156 149	174 501	193 066	235 835	249 022
- Unormal netto finanskostnad	6 720	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i finansiell gjeld	433 571	343 654	294 775	333 333	377 628	428 626	380 778	366 443	344 403	314 628	340 295	289 186
- Netto minoritetsresultat	25 500	21 555	21 058	23 500	25 904	28 227	30 411	31 710	32 269	31 979	30 755	34 030
+ Endring i minoritetsinteresser	19 078	3 517	16 508	18 964	21 847	25 235	25 196	26 116	26 568	26 490	28 762	13 451
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	1 095 667	887 127	686 010	634 584	574 428	503 648	583 486	594 367	598 892	596 694	471 778	465 546

Tabell 9-11 Fri kontantstrøm over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

10 Fremtidskrav og strategisk fordel

Fremtidskrav blir først og fremst brukt som diskonteringsrente ved verdivurdering. De estimerte fremtidskravene vi kommer frem til i dette kapittelet blir dermed brukt til å anslå nåverdien av SalMars fremtidige inntjening i kapittel 11 (side 179). Hvilke avkastningskrav verdsettelsen bygger på avhenger av valgt verdivurderingsmodell, samt forutsetninger lagt til grunn under utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. I kapittel 11 argumenteres det for bruk av flere verdivurderingsmodeller, hvilket samtidig innebærer bruk av flere avkastningskrav. I det følgende skal vi derfor beregne fremtidskrav for SalMar relatert til både egenkapital, minoritetsinteresser, finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. Utarbeidelsen av fremtidskravene bygger på samme teorigrunnlag som avkastningskravene i kapittel 7 (side 111), og vi gjentar derfor ikke dette her. Det påpekes at avkastningskravene som beregnes i dette kapittelet er feil, ettersom de beregnes ved bruk av budsjetterte vekter hentet fra fremtidsbudsjettet i kapittel 9 (side 148), og ikke virkelige verdivekter. De korrekte kravene vil bli beregnet i kapittel 11 gjennom en stegvis konvergeringsprosess som gjør fremtidsregnskapet verdibasert.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

Krav til egenkapital og minoritet blir som tidligere diskutert anslått på grunnlag av variablene risikofri rente, markedsrisikopremie, årlig egenkapitalbeta og en eventuell illikviditetspremie. Minoritetsbeta antas fortsatt å være lik egenkapitalbeta. I det følgende vil de fire variablene bli prognostisert for hvert enkelt år i budsjettperioden.

10.1.1 Risikofri rente

Ved beregning av fremtidig risikofri rente velger vi å benytte renten på tiårige norske statsobligasjoner som mål på risikofri rente, i samsvar med det vi gjorde i kapittel 7 (side 111). Over analyseperioden var gjennomsnittlig risikofri rente før skatt rundt 2,6 prosent, hvilket er et historisk lavt nivå. Ved framskriving legger vi til grunn at risikofri rente vil være tilbakevendende mot gjennomsnittet for tiårige statsobligasjoner, slik at rentenivået forventes å være noe høyere i fremtiden. I «steady state» settes derfor rentenivået til gjennomsnittlig årgjennomsnitt for tiårige statsobligasjoner de siste ti årene. Som en forenkling legger vi til grunn en lineær utvikling frem mot «steady state», på grunn av manglende inngående kunnskap om utviklingen i rentenivået de neste årene.

Skattenivået i Norge er i dag 25 prosent, men frem mot 2018 ventes satsen å bli redusert ned mot 22 prosent (Finansdepartementet, 2016). Til tross for dette velger vi å benytte den faktiske skattesatsen i de følgende beregningene, ettersom politiske endringer ofte er tidkrevende og vi ikke har noen garanti for at satsen kommer til å bli redusert.

Tabell 10-1 viser utviklingen i risikofri rente over budsjettperioden:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Risikofri rente før skatt	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,030	0,031	0,033	0,033
- Skatt (25 %)	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,007	0,007	0,007	0,008	0,008	0,008
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025

Tabell 10-1 Årlig risikofri rente etter skatt over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst (Norges Bank, 2016d).

10.1.2 Markedsrisikopremie

Det er generelt mye usikkerhet knyttet til hva markedsrisikopremien vil bli i fremtiden, ettersom det finnes få pålitelige indikatorer som kan predikere fremtidige markedspremier (Kaldestad & Møller, 2011, side 117). Dagens nivå fremstår følgelig som beste estimat for fremtiden. I delkapittel 7.2.2 (side 113) fant vi at markedsrisikopremien i 2015 var på 4,8 prosent. I det følgende tar vi utgangspunkt i dette, og forutsetter så at risikopremien holder seg konstant over budsjettperioden og videre i «steady state». Markedets risikopremie over budsjettperioden er vist i tabell 10-2:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
= Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 10-2 Markedets risikopremie over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Ifølge PwCs (2015) årlige spørreundersøkelse er markedsrisikopremien i det norske markedet uendret på 5 prosent. Tore Johnsen sier videre at en risikopremie mellom 4 og 5 prosent kan aksepteres (Knivsflå, 2016r). En markedsrisikopremie på 4,8 prosent på horisonten synes følgelig å være et rimelig estimat.

10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

Årlig egenkapitalbeta anslås basert på antakelsen om at netto driftsbeta er konstant gjennom budsjettperioden. Hvilket er i tråd med våre tidligere diskusjoner relatert til Miller-Modiglianis første proposisjon, som sier at verdien av et selskap er uavhengig av dets finansiering (Modigliani

& Miller, 1958, side 261-297). Netto driftsbeta gjennom budsjettperioden antas dermed å være lik som i analyseperioden, på 0,529, som beregnet i avsnitt 7.2.5 (side 116). Med kjennskap til netto finansiell gjeldsbeta fra avsnitt 10.2.3 kan årlig egenkapitalbeta beregnes ved bruk av budsjetterte vektorer hentet fra fremtidsbalansen i avsnitt 9.5 (side 167). Første estimat på egenkapitalbeta er vist i tabell 10-3:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Egenkapitalbeta	0,791	0,787	0,807	0,808	0,810	0,813	0,815	0,818	0,821	0,824	0,823	0,825
* Egenkapitalvekt	0,654	0,655	0,640	0,638	0,637	0,635	0,633	0,632	0,630	0,628	0,627	0,625
+ Egenkapitalbeta	0,791	0,787	0,807	0,808	0,810	0,813	0,815	0,818	0,821	0,824	0,823	0,825
* Minoritetsvekt	0,008	0,010	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,014	0,015	0,013	0,011	0,008	0,005	0,002	-0,001	-0,005	-0,009	-0,008	-0,009
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,338	0,334	0,350	0,351	0,351	0,352	0,352	0,353	0,353	0,354	0,354	0,355
= Netto driftsbeta	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529

Tabell 10-3 Egenkapitalbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Verdt å merke seg er at egenkapitalbetaen ikke er konstant over budsjettperioden, ettersom den varierer med selskapets kapitalstruktur. I «steady state» antas SalMars årlige egenkapitalbeta å være lik 0,825.

10.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien i budsjettperioden antas å tilsvare den premien som ble benyttet over analyseperioden, siden det forventes at de forholdene som gav grunnlag for å fastsette en illikviditetspremie til minoritet fortsatt vil være tilstede. Illikviditetspremien for minoritet settes derfor til 2 prosent også i fremtiden.

10.1.5 Krav til egenkapital og minoritet

Basert på forutsetningene i de foregående avsnittene presenteres her anslag på SalMars fremtidige krav til egenkapital og minoritet. Fremtidskravet skal som nevnt brukes som diskonteringsfaktor ved verdivurdering, og ikke som målestokk for historisk rentabilitet. Følgelig må vi ta stilling til om utbytteskatt skal tas hensyn til i kravet. Fritaksmetoden og aksjonærmodellen gjør at lovlig utdelt utbytte er tilnærmet skattefritt for norske aksjeselskaper, og til en viss grad skattefritt for norske personlige aksjonærer. SalMar er i vesentlig grad eid av aksjeselskaper, og de fleste store investorer tilpasser seg dessuten til fritaksmetoden. Den effektive utbytteskattesatsen antas dermed å være marginal, og vi velger å ikke justere ned egenkapital- og minoritetskravet for å ta hensyn til utbytteskatt.

Tabell 10-4 oppsummerer utviklingen i SalMars egenkapital- og minoritetskrav over budsjettperioden:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Risikofri rente før skatt	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,030	0,031	0,033	0,033
- Skatt (25 %)	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,007	0,007	0,007	0,008	0,008	0,008
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025
+ Justert beta	0,791	0,787	0,807	0,808	0,810	0,813	0,815	0,818	0,821	0,824	0,823	0,825
* Markedets risikopremie etter skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,049	0,050	0,053	0,054	0,055	0,057	0,058	0,060	0,061	0,063	0,064	0,064
+ Ekstra illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,069	0,070	0,073	0,074	0,075	0,077	0,078	0,080	0,081	0,083	0,084	0,084

Tabell 10-4 Krav til egenkapital og minoritet over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Av tabellen er det verdt å merke seg at SalMars egenkapitalkrav forventes å øke jevnt over budsjettperioden. Dette utviklingstrekket blir særlig underbygget av to forhold. For det første forventes risikofri rente å øke gjennom perioden, da vi på lang sikt antar at rentenivået er tilbakevendende mot gjennomsnittet, og for det andre er det ventet at SalMars egenkapitalbeta stort sett vil øke, siden betaen varierer med selskapets kapitalstruktur.

10.2 Finansielle krav

Beregningene av SalMars fremtidige finansielle krav vil her skje på tilsvarende måte som i delkapittel 7.3 (side 118), der selskapets historiske finansielle krav ble utarbeidet. Som tidligere beregnes først kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, før netto finansielt gjeldskrav fastsettes som en vektet differanse mellom disse.

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Utviklingen i kredittrisikopremie avhenger av syntetisk rating, og vi må derfor gjøre anslag på SalMars syntetiske rating fremover i tid. Beregningene av årlig fremtidig syntetisk rating gjennomføres ved at de fire relevante forholdstallene, likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, anslås basert på det presenterte fremtidsregnskapet i kapittel 9 (side 148). På grunn av manglende budsjett drivere er likviditetsgrad 1 fremskrevet med seneste års rating, altså rating A fra 2015. Rentedekningsgraden er videre forskjøvet ett år for å unngå problemer med endogenitet, ettersom selskapets netto finanskostnad vil avhenge av estimert fremtidsrating. Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet tar utgangspunkt i tallmateriale hentet fra det tidligere presenterte fremtidsregnskapet.

Tabell 10-5 viser utviklingen i SalMars syntetiske rating over budsjettperioden:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Likviditetsgrad 1	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	A
Egenkapitalandel	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A/BBB	BBB

Tabell 10-5 SalMars syntetiske rating over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Tabellen viser at SalMars syntetiske rating har holdt seg stabil på A gjennom omtrent hele budsjettperioden. Mot slutten av perioden og videre inn i «steady state» blir imidlertid gjennomsnittsratingen degradert til en BBB-rating. En BBB-rating i «steady state» anses likevel som rimelig da det ifølge Knivsflå (2016m) er den vanligste ratingen. I denne sammenhengen kan det også påpekes at SalMars syntetiske rating kan forventes å variere noe mer enn hva vi har skissert ovenfor, tatt i betraktning at selskapet opererer i en syklisk bransje. De anslåtte fremtidskravene bør derfor tolkes som et gjennomsnitt av fremtidige opp- og nedgangskonjunkturer i bransjen.

Syntetisk rating på A tilsier en langsiktig risikopremie på 1 prosent, mens en rating på BBB tilsier en langsiktig risikopremie på 1,4 prosent, jmfør tabell 7-6. Med utgangspunkt i dette kan vi videre anslå SalMars finansielle gjeldskrav etter skatt. Tabell 10-6 viser utviklingen i finansielt gjeldskrav etter skatt over budsjettperioden:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A/BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025
+ Kreditrisikopremie (lang)	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,032	0,033	0,039	0,039

Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Markedsrisikodelen forventes å holde seg på samme nivå som i analyseperioden. På bakgrunn av de ovennevnte forutsetningene har vi nå alle nødvendige data som trengs for å estimere SalMars finansielle gjeldsbeta.

Tabell 10-7 viser utviklingen i finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A/BBB	BBB
Lang kredittisikopremie (krp)	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014
/ Markedspremie etter skatt (mrp)	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,211	0,211	0,211	0,211	0,211	0,211	0,211	0,211	0,211	0,211	0,295	0,295
* Markedsrisikodel	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064
= Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,019	0,019

Tabell 10-7 Finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Over analyseperioden har SalMars finansielle eiendeler nesten utelukkende bestått av kontanter.

I kapittel 9 (side 148) ble det budsjettert med en noe høyere andel finansielle eiendeler, siden vi antar at SalMars finansielle eiendeler på sikt vil være tilbakevendende mot bransjesnittet. Dette får konsekvenser for beregningen av finansielt eiendelskrav ved at fordelingen av finansielle eiendeler endres med en lineær utvikling. I «steady state» antas kontantvekten, fordringsvekten og investeringsvekten å utgjøre henholdsvis 75 prosent, 10 prosent og 15 prosent av selskapets samlede finansielle eiendeler. Beregningen av SalMars finansielle eiendelskrav over budsjettperioden er presentert i tabell 10-8:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Kontantkrav	0,011	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025
* Kontantvekt	0,933	0,933	0,913	0,892	0,872	0,852	0,831	0,811	0,791	0,770	0,750	0,750
+ Fordringskrav	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,035
* Fordringsvekt	0,063	0,063	0,067	0,071	0,076	0,080	0,084	0,088	0,092	0,096	0,100	0,100
+ Investeringskrav	0,059	0,061	0,062	0,063	0,064	0,066	0,067	0,068	0,070	0,071	0,072	0,072
* Investeringsvekt	0,004	0,004	0,020	0,036	0,053	0,069	0,085	0,101	0,118	0,134	0,150	0,150
= Finansielt eiendelskrav	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033

Tabell 10-8 Finansielt eiendelskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Den endrede vektingen av de finansielle eiendelene gir en stigende finansiell eiendelsbeta over budsjettperioden, som vist i tabell 10-9.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,933	0,933	0,913	0,892	0,872	0,852	0,831	0,811	0,791	0,770	0,750	0,750
+ Fordringsbeta	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
* Fordringsvekt	0,063	0,063	0,067	0,071	0,076	0,080	0,084	0,088	0,092	0,096	0,100	0,100
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,004	0,004	0,020	0,036	0,053	0,069	0,085	0,101	0,118	0,134	0,150	0,150
= Finansiell eiendelsbeta	0,004	0,004	0,021	0,037	0,053	0,069	0,086	0,102	0,118	0,135	0,151	0,151

Tabell 10-9 Finansiell eiendelsbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir beregnet som en balansevektet differanse mellom kravene til henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Beregningen av endelig krav til netto finansiell gjeld fremgår av tabell 10-10:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Finansielt gjeldskrav	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,032	0,033	0,039	0,039
* Finansiell gjeldsvekt	1,096	1,112	1,114	1,125	1,136	1,147	1,158	1,169	1,179	1,190	1,201	1,211
- Krav til finansielle eiendeler	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033
* Finansiell eiendelsvekt	0,096	0,112	0,114	0,125	0,136	0,147	0,158	0,169	0,179	0,190	0,201	0,211
= Netto finansielt gjeldskrav	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,029	0,030	0,032	0,033	0,034	0,040	0,040

Tabell 10-10 Netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Netto finansielt gjeldskrav øker jevnt over budsjettperioden, og forventes å være 4 prosent i «steady state». Dette kan forklares ved at økningen i finansielt gjeldskrav er ventet å være sterkere enn økningen i kravet til finansielle eiendeler gjennom perioden.

SalMars netto finansielle gjeldsbeta beregnes videre som en vektet differanse mellom betaverdier knyttet til selskapets finansielle gjeld og dets finansielle eiendeler. Anslagene på årlig netto finansiell gjeldsbeta ble for øvrig benyttet i forbindelse med beregningen av selskapets årlige egenkapitalbeta i delkapittel 10.1.3 (side 171). Utvikling i netto finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden er vist i tabell 10-11:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,019	0,019
* Finansiell gjeldsvekt	1,096	1,112	1,114	1,125	1,136	1,147	1,158	1,169	1,179	1,190	1,201	1,211
- Finansiell eiendelsbeta	0,004	0,004	0,021	0,037	0,053	0,069	0,086	0,102	0,118	0,135	0,151	0,151
* Finansiell eiendelsvekt	0,096	0,112	0,114	0,125	0,136	0,147	0,158	0,169	0,179	0,190	0,201	0,211
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,014	0,015	0,013	0,011	0,008	0,005	0,002	-0,001	-0,005	-0,009	-0,008	-0,009

Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

10.3 Fremtidig selskapskrav

Fremtidig selskapskrav er det vektete kravet til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Det vil si det samlede kravet til de som finansierer selskapet. Fokuset ligger her på krav knyttet til netto driftskapital. Tabell 10-12 oppsummerer de beregningene vi har gjort tidligere i dette kapitlet, og viser utviklingen i netto driftskrav over budsjettperioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Egenkapitalkrav	0,049	0,050	0,053	0,054	0,055	0,057	0,058	0,060	0,061	0,063	0,064	0,064
* Egenkapitalvekt	0,654	0,655	0,640	0,638	0,637	0,635	0,633	0,632	0,630	0,628	0,627	0,625
+ Minoritetsinteressekrav	0,069	0,070	0,073	0,074	0,075	0,077	0,078	0,080	0,081	0,083	0,084	0,084
* Minoritetsvekt	0,008	0,010	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,029	0,030	0,032	0,033	0,034	0,040	0,040
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,338	0,334	0,350	0,351	0,351	0,352	0,352	0,353	0,353	0,354	0,354	0,355
= Netto driftskrav	0,040	0,042	0,043	0,045	0,046	0,047	0,049	0,050	0,051	0,053	0,056	0,056

Tabell 10-12 Netto driftskrav over budsjettperioden, fra 2016 til 2026, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

SalMar ventes å ha et netto driftskrav på 5,6 prosent i «steady state». Kravet øker jevnt over budsjettperioden, hvilket er naturlig siden de øvrige kravene også øker.

Vi har til nå regnet ut de fremtidskravene som skal benyttes ved beregning av første verdierestimert i den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11 (side 179). Kravene er som tidligere nevnt basert på budsjetterte vekter, og avkastningskravene er derfor feil. Gjennom en stegvis konvergeringsprosess i kapittel 11 vil kravene bli oppdatert til virkelige verdivekter, og det verdierestimert vi sitter igjen med etter endt prosess vil være det korrekte.

10.4 Fremtidig strategisk fordel

Etter å ha presentert SalMars fremtidsregnskaper i kapittel 9 (side 148) og de relevante avkastningskravene i foregående avsnitt, gjøres det her anslag på selskapets fremtidige strategiske fordel over budsjettperioden, som vist i tabell 10-13.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftsrentabilitet	0,155	0,151	0,142	0,133	0,124	0,115	0,107	0,099	0,091	0,083	0,076	0,076
- Netto driftskrav	0,040	0,042	0,043	0,045	0,046	0,047	0,049	0,050	0,051	0,053	0,056	0,056
= Ren driftsfordel	0,114	0,109	0,099	0,089	0,078	0,068	0,058	0,049	0,040	0,031	0,020	0,020
+ Gearingfordel drift	0,060	0,057	0,056	0,050	0,045	0,039	0,033	0,028	0,023	0,018	0,012	0,012
= Driftsfordel	0,175	0,167	0,155	0,139	0,123	0,107	0,091	0,077	0,063	0,049	0,032	0,032
+ Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,005	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,002	-0,002	-0,002	-0,001	-0,001	-0,001
= Strategisk fordel	0,167	0,164	0,152	0,136	0,120	0,104	0,089	0,075	0,061	0,047	0,031	0,031

Tabell 10-13 SalMars strategiske fordel over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

Det er forventet at SalMars strategiske fordel vil bli redusert gjennom budsjettperioden, før den stabiliserer seg på 3,1 prosent i «steady state». I «steady state» er det forventet at SalMar vil ha en ren driftsfordel på 2 prosent, som i stor grad består av bransjerelaterte strategiske fordeler, ettersom det er ventet at selskapets ressursfordeler vil utlignes på lang sikt. Bransjefordelen er først og fremst et resultat av næringens inngangsbarrierer. Kilden til strategisk fordel i fremtiden er i utgangspunktet bare driftsrelaterte forhold, men finansieringen bidrar til å gire opp den rene

driftsfordelen samtidig som minoriteten bidrar negativt ved at minoritetsrentabiliteten er marginalt større enn minoritetskravet. Finansieringen vil ikke være opphav til strategisk fordel i fremtiden siden renten er satt lik avkastningskravet i fremtidsregnskapet. Minoritetsrentabiliteten vil videre være tilbakevendende mot kravet gjennom perioden. Samlet gir dette en strategisk fordel på 3,1 prosent for SalMar i «steady state».

For å verifisere den strategiske fordel er også superrentabiliteten beregnet for hvert år i budsjettperioden, som vist i tabell 10-14. Beregningen av egenkapitalrentabilitet baserer seg på inngående kapital for å sikre konsistens mellom utregningen av rentabilitet og krav. Egenkapitalkravet er ikke verdivektet, men beregningene antyder likevel at SalMar har en varig strategisk fordel på 3,1 prosent. Dette samsvarer med strategisk fordel beregnet i ovenfor i tabell 10-13.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Egenkapitalrentabilitet	0,216	0,214	0,205	0,190	0,175	0,161	0,147	0,135	0,122	0,110	0,095	0,095
- Egenkapitalkrav	0,049	0,050	0,053	0,054	0,055	0,057	0,058	0,060	0,061	0,063	0,064	0,064
= Strategisk fordel (Superrentabilitet SalMar)	0,167	0,164	0,152	0,136	0,120	0,104	0,089	0,075	0,061	0,047	0,031	0,031

Tabell 10-14 SalMars superrentabilitet over budsjettperioden, fra 2016 til 2025, samt siste år i analyseperioden og første år i konstant vekst.

11 Fundamental verdivurdering

I kapittel 3 (side 32) ble fundamental verdivurdering valgt som vår primære verdsettelsesteknikk. Gjennom de etterfølgende kapitlene gjennomførte vi strategiske regnskapsanalyser der vi tilegnet oss kunnskap om SalMars underliggende økonomiske forhold. Dette dannet grunnlag for utarbeidelser av fremtidsregnskap og -krav, i henholdsvis kapittel 9 og 10 (side 148 og 170). I dette kapittelet vil tallmaterialet fra de to foregående kapitlene benyttes til å gjøre anslag på SalMars virkelige egenkapitalverdi, samt til å utarbeide tilhørende verdiestimat per aksje. Dette gjøres ved at selskapets forventede fremtidige kontantstrømmer diskonteres med de beregnede fremtidige avkastningskravene.

Verdsettelse av selskapets egenkapital kan gjøres «direkte» ved bruk av egenkapitalmetoden, eller «indirekte» gjennom selskapskapitalmetoden. Vi velger å ta i bruk begge metodene for å sikre konsistens i verdiestimatet. Gitt at kravene er vektet riktig, med virkelige verdivekter og ikke budsjetterte vekter, vil egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gi sammenfallende resultat (Damodaran, 2012, side 14). Verdiestimatet vil følgelig ikke være korrekt før det vektete avkastningskravet (WACC) er vektet med virkelig egenkapitalverdi. Gjennom konvergeringsprosessen endres vektene, og etter endt prosess vil egenkapital- og selskapskapitalmetoden gi samme verdiestimat. Det er imidlertid knyttet betydelig usikkerhet til estimatet, og kapittelet avsluttes derfor med en nærmere analyse av denne usikkerheten, samtidig som det tas hensyn til konkursrisiko.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en «direkte» verdivurdering av den fremtidige kontantstrømmen til selskapets egenkapital (Damodaran, 2012, side 13). Metoden går ut på at man neddiskonterer kontantstrømmen til egenkapitalen med bruk av egenkapitalkravet. Innenfor egenkapitalmetoden finnes det flere ulike modeller, men vi begrenser oss til å ta i bruk tre av disse: fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene har ulikt utgangspunkt og forskjellig fremgangsmåte, men ved korrekt bruk vil de gi sammenfallende verdiestimat (Knivsflå, 2016b). Utbyttmodellen kunne også vært aktuell, men siden netto betalt utbytte er budsjettert lik fri kontantstrøm til egenkapitalen vil utregningen bli identisk med fri kontantstrømmodellen.

11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

I fri kontantstrøm-modellen beregnes verdien av selskapets egenkapital ved å neddiskontere den budsjetterte frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet, som vist i formel 18 (Knivsfå, 2016b). Det siste leddet i formelen representerer et horisontledd som beregner verdien av egenkapitalen fra og med «steady state». I «steady state» forutsettes det konstant vekst og «Gordons vekstformel» blir brukt for å beregne horisontverdien. Tallmessig vil som nevnt fri kontantstrøm-modellen samsvare med utbyttmodellen.

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

VEK = verdien av egenkapitalen

T = horisonten

ekv = egenkapitalkrav

FKE = fri kontantstrøm til egenkapital

ekv = egenkapitalvekst

Formel 18 Fri kontantstrøm-modellen.

11.1.2 Superprofittmodellen

I superprofittmodellen beregnes verdien av selskapets egenkapital ved å tillegge den bokførte egenkapitalen nåverdien av forventet fremtidig superprofitt, som vist i formel 19 (Knivsfå, 2016b). Konstant vekst på horisonten fastsettes også her etter «Gordons vekstformel».

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

VEK = verdien av egenkapitalen

T = horisonten

ekv = egenkapitalkrav

SPE = superprofitt til egenkapitalen

ekv = egenkapitalvekst

Formel 19 Superprofittmodellen.

11.1.3 Superprofittvekstmodellen

I superprofittvekstmodellen blir selskapets egenkapitalverdi beregnet som summen av den kapitaliserte verdien av nettoresultatet neste år og nåverdien av fremtidig vekst, som vist i formel 20 (Knivsfå, 2016b). Med fremtidig vekst menes superprofittvekst, slik at veksten bare gir

verdi dersom den er lønnsom og dermed fører til økt superprofitt. Som i de andre modellene blir egenkapitalkravet også her brukt som diskonteringsfaktor, samtidig som «Gordons vekstformel» benyttes for å beregne verdien av konstant vekst på horisonten.

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

VEK = verdien av egenkapitalen T = horisonten ekk = egenkapitalkrav

ΔSPE = superprofittvekst til egenkapitalen ekv = egenkapitalvekst

Formel 20 Superprofittvekstmodellen.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden innebærer en «indirekte» verdsettelse av selskapets egenkapital, ved at man beregner verdien av hele selskapet i form av sysselsatt kapital eller netto driftskapital for deretter å gjøre fradrag for gjeld og eventuelle minoritetsinteresser (Damodaran, 2012, side 13-14). Vi velger å bruke netto driftskapital som mål på selskapet, og netto driftskravet utgjør dermed det relevante avkastningskravet. For å beregne verdien av egenkapitalen trekkes netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av netto driftskapital (Knivsflå, 2016c). Det påpekes at beregningene forutsetter at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi. Siden vi i budsjettperioden har forutsatt at netto finansiell gjeldsrente er lik kravet til netto finansiell gjeld, impliserer dette at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi. Minoritetsinteressene verdsettes etter egenkapitalmetoden, på samme måte som egenkapitalen. Vi har også her valgt å benytte fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen, og utregningene følger derfor samme fremgangsmåte som for egenkapitalmetoden, som beskrevet ovenfor i avsnitt 11.1. Relevante «verdistrømmer» er følgelig fri kontantstrøm fra drift, superprofitt fra drift og superprofittvekst fra drift, mens netto driftskravet som nevnt utgjør det relevante avkastningskravet.

11.3 Første estimat

Første verdiesestimater på SalMars egenkapital beregnes ved å benytte budsjetterte vekter i avkastningskravet til netto driftskapital. Verdien deles videre på antall utestående aksjer, ettersom

vi ønsker å finne verdierestimatet per aksje. Ifølge SalMars fjerdekvartalsrapport for 2015 er det per 31. desember 2015 totalt 113 299 999 aksjer, hvorav selskapet selv eier 1 180 081 aksjer (SalMar, 2016a). Antall utestående aksjer ved årsskiftet er dermed 112 119 918.

I det følgende presenteres beregningen av første verdierestimat ved bruk av de ulike metodene og modellene som ble gjennomgått ovenfor.

Egenkapitalmetoden (EK-metoden)

Fri kontantstrøm-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri kontantstrøm til egenkapital		887 127	686 010	634 584	574 428	503 648	583 486	594 367	598 892	596 694	471 778	465 546
/ Diskonteringsfaktor		1,050	1,106	1,166	1,230	1,300	1,376	1,458	1,547	1,644	1,749	0,033
= Nåverdien fra 2016 til 2025	4 715 138	844 520	620 381	544 440	466 935	387 373	424 068	407 641	387 083	362 952	269 746	14 095 193
+ Nåverdi av horisontverdien fra 2026												14 095 193
= Verdien av egenkapital	18 810 331											
/ Antall utestående aksjer												112 120
= Verdiestimat per aksje	167,770											

Tabell 11-1 Egenkapitalmetoden – første verdierestimat ved bruk av fri kontantstrøm-modellen (FK-modellen). Tabellen viser prosessen for utregning av første estimat på SalMar-aksjen.

Superprofittmodellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Balanseført egenkapital	5 117 023											
Superprofitt til egenkapital		837 817	808 760	778 249	741 952	698 468	646 128	582 552	503 092	408 657	277 925	289 151
/ Diskonteringsfaktor		1,050	1,106	1,166	1,230	1,300	1,376	1,458	1,547	1,644	1,749	0,033
= Nåverdien fra 2016 til 2025	4 938 768	797 579	731 388	667 697	603 109	537 216	469 594	399 538	325 164	248 575	158 908	8 754 541
+ Horisontverdien fra 2026												8 754 541
= Verdien av egenkapital	18 810 331											
/ Antall utestående aksjer												112 120
= Verdiestimat per aksje	167,770											

Tabell 11-2 Egenkapitalmetoden – første verdierestimat ved bruk av superprofittmodellen (SP-modellen). Tabellen viser prosessen for utregning av første estimat på SalMar-aksjen.

Superprofittvekstmodellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nettoreultat til egenkapital		1 095 976											
Kapitalisert nettoreultat til egenkapital i 2016	21 723 570												
Superprofittvekst til egenkapital			-30 769	-33 179	-39 816	-47 720	-57 117	-68 658	-84 523	-99 096	-134 232	7 575	9 196
/ Diskonteringsfaktor			1,050	1,106	1,166	1,230	1,300	1,376	1,458	1,547	1,644	1,749	0,033
= Nåverdien fra 2016 til 2025			-29 292	-30 005	-34 160	-38 790	-43 931	-49 899	-57 969	-64 049	-81 650	4 331	278 437
+ Kapitalisert verdi													
Horisontverdien fra 2027													278 437
+ Kapitalisert horisontverdi													278 437
= Verdien av egenkapital	18 810 331												
/ Antall utestående aksjer													112 120
= Verdiestimat per aksje	167,770												

Tabell 11-3 Egenkapitalmetoden – første verdierestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen (ΔSP-modellen). Tabellen viser prosessen for utregning av første estimat på SalMar-aksjen.

Selskapskapitalmetoden (SK-metoden)

Fri kontantstrøm-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri kontantstrøm fra drift		665 769	530 585	459 563	376 526	278 997	422 854	465 443	507 442	547 972	439 762	459 551
/ Diskonteringsfaktor		1,042	1,087	1,136	1,188	1,244	1,305	1,370	1,440	1,517	1,601	0,017
= Nåverdien fra 2016 til 2025	3 725 276	639 030	488 137	404 721	317 006	224 268	324 111	339 738	352 271	361 329	274 664	26 570 176
+ Horisontverdien fra 2026												26 570 176
= Verdien av netto driftskapital	30 295 453											
- Netto finansiell gjeld												2 610 300
- Minoritetsinteresser												294 235
= Verdien av egenkapital	27 390 917											
/ Antall utestående aksjer												112 120
= Verdiestimat per aksje	244,300											

Tabell 11-4 Selskapskapitalmetoden – første verdierestimat ved bruk av fri kontantstrøm-modellen (FK-modellen). Tabellen viser prosessen for utregning av første estimat på SalMar-aksjen.

Superprofittmodellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Balansført netto driftskapital	7 807 023											
Superprofitt fra netto driftskapital		853 757	823 770	794 363	758 900	715 893	663 563	599 043	517 750	420 518	286 029	298 108
/ Diskonteringsfaktor		1,042	1,087	1,136	1,188	1,244	1,305	1,370	1,440	1,517	1,601	0,017
= Nåverdien fra 2016 til 2025	5 252 527	819 469	757 867	699 568	638 934	575 462	508 611	437 256	359 427	277 287	178 646	17 235 902
+ Horisontverdien fra 2026	17 235 902											
= Verdien av netto driftskapital	30 295 453											
- Netto finansiell gjeld	2 610 300											
- Minoritetsinteresser	294 235											
= Verdien av egenkapital	27 390 917											
/ Antall utestående aksjer	112 120											
= Verdiestimat per aksje	244,300											

Tabell 11-5 Selskapskapitalmetoden – første verdiestimat ved bruk av superprofittmodellen (SP-modellen). Tabellen viser prosessen for utregning av første estimat på SalMar-aksjen.

Superprofittvekstmodellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nettoreultat fra netto driftseiendeler		1 180 422											
Kapitalisert netto driftsresultat i 2016	28 211 149												
Superprofittvekst til netto driftskapital			-31 142	-31 551	-38 494	-46 789	-56 690	-69 224	-86 022	-101 609	-138 256	8 137	9 296
/ Diskonteringsfaktor			1,042	1,087	1,136	1,188	1,244	1,305	1,370	1,440	1,517	1,601	0,017
= Nåverdien fra 2016 til 2025			-29 891	-29 027	-33 900	-39 393	-45 570	-53 059	-62 790	-70 538	-91 165	5 082	537 463
+ Kapitalisert verdi	-10 760 633												
Horisontverdien fra 2027													537 463
+ Kapitalisert horisontverdi	12 844 937												
= Verdien av netto driftskapital	30 295 453												
- Netto finansiell gjeld	2 610 300												
- Minoritetsinteresser	294 235												
= Verdien av egenkapital	27 390 917												
/ Antall utestående aksjer	112 120												
= Verdiestimat per aksje	244,300												

Tabell 11-6 Selskapskapitalmetoden – første verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen (ΔSP-modellen). Tabellen viser prosessen for utregning av første estimat på SalMar-aksjen.

Oppsummering første verdiestimat

Verdiestimatet fra de ulike metodene og modellene er oppsummert i tabell 11-7. Det påpekes at verdiestimatet fra de ulike modellene er sammenfallende innenfor hver metode, hvilket tyder på konsistent bruk av budsjetterte vekter. Mellom metodene er det imidlertid stor variasjon. Gjennomsnittlig verdiestimat for SalMars egenkapital er 23 100 624 358 kroner, som vil si 206,035 kroner per utestående aksje.

	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	167,770	167,770	167,770	167,770
SK-metode	244,300	244,300	244,300	244,300
Gjennomsnitt	206,035	206,035	206,035	206,035

Tabell 11-7 Oppsummering – SalMars første verdiestimat fra de ulike metodene og modellene. Verdiestimatet fra de ulike modellene er sammenfallende innenfor hver metode, men mellom metodene er avviket stort.

11.4 Konvergens mot endelig verdiestimat

I beregningen av første verdiestimat ovenfor, i avsnitt 11.3, ble det som nevnt benyttet budsjetterte vekter i avkastningskravene. Verdiestimatet er derfor feil siden de budsjetterte vektene avviker fra de virkelige. Når vektene ikke er basert på virkelig verdi påvirkes egenkapital- og minoritetskravet gjennom egenkapitalbeta, og netto driftskapital påvirkes gjennom det vektete avkastningskravet. I

konvergeringsprosessen oppdateres og justeres vektene sekvensielt mot virkelig verdi, og etter endt prosess vil egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gi samme estimat på selskapets egenkapital. Ifølge Knivsflå (2016b) utføres konvergeringsprosessen gjennom følgende steg:

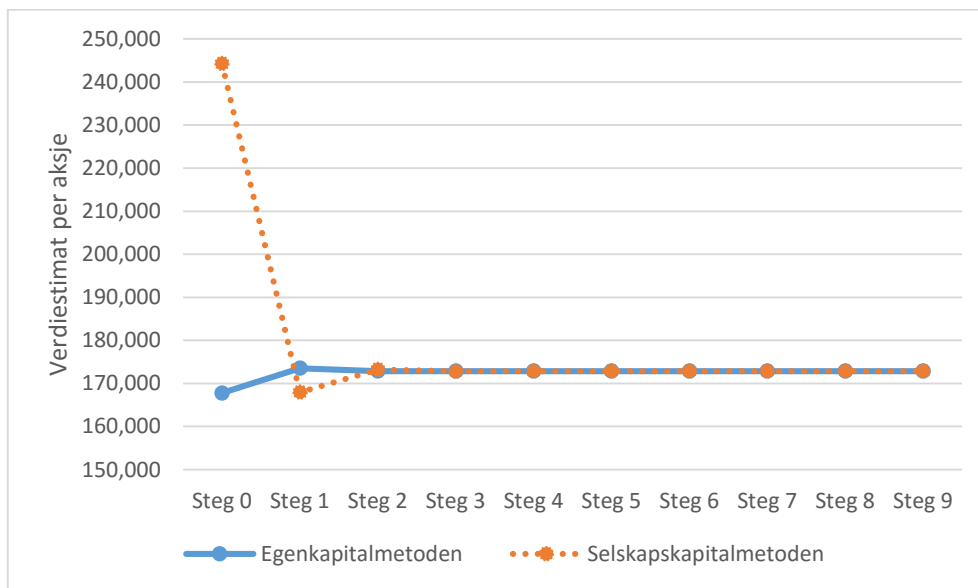
Steg 0 – Regn ut gjennomsnittlig verdiestimat ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden basert på fremtidskrav regnet ut med budsjetterte vekter.

Steg 1 – Oppdater alle vektene med gjennomsnittlig verdiestimat fra foregående verdiestimat.

Steg 2 – Beregn nytt verdiestimat basert på de oppdaterte vektene ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

Steg 3 – Gjennomfør steg 1 og 2 på nytt inntil avviket mellom metodene er marginalt og tilnærmet lik null.

Etter hvert som konvergeringsprosessen gjennomføres et tilstrekkelig antall ganger vil verdiestimatene fra egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden konvergere mot et felles verdiestimat. Figur 11-1 og tabell 11-8 viser hvordan estimatene på SalMars aksjeverdi gradvis konvergerer:



Figur 11-1 Endring i verdiestimat per aksje gjennom konvergeringsprosessens ni steg. Allerede i steg 2 ser verdiestimatene etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ut til å være tilnærmet konvergente.

	Steg i konvergeringsprosessen									
	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9
EK-metode	167,770	173,514	172,844	172,852	172,849	172,849	172,849	172,849	172,849	172,849
SK-metode	244,300	167,935	173,213	172,817	172,851	172,849	172,849	172,849	172,849	172,849
Gjennomsnitt	206,035	170,725	173,029	172,834	172,850	172,849	172,849	172,849	172,849	172,849

Tabell 11-8 Verdiestimat per aksje for egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gjennom konvergeringsprosessens ni steg. Gjennom denne stegvise prosessen konvergerer verdiestimatet mot 172,849 kroner per aksje, både for egenkapital- og selskapskapitalmetoden.

Mellom de første stegene i prosessen endrer verdiestimatet seg relativt mye, før det konvergerer mot et endelig estimat i steg 9 på 172,849 kroner per aksje. Dette tilsvarer en egenkapitalverdi på 19 379 808 192 kroner i SalMar. Verdianslaget som er fremkommet er imidlertid forbundet med betydelig usikkerhet, da det er bygget inn en rekke usikre forventninger og antakelser knyttet til den fremtidige utviklingen i de ulike budsjettdriverne. I det følgende gjøres det derfor nærmere analyser av denne usikkerheten.

Verdiestimatet omtales per aksje slik at det lettere kan sammenlignes med børskurs. I realiteten blir verdien av hele selskapet reflektert gjennom verdiestimatet, inkludert kontrollpremie, og det er derfor ikke urimelig at enkeltaksjer handles for verdier under vårt estimat. I praksis vil verdiestimatet være mest relevant dersom en aktør ser for seg å kjøpe hele selskapet.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet vi har funnet gjennom konvergeringsprosessen utgjør et punkttestimat for forventet verdi, basert på den forventede utviklingen til de forskjellige budsjett- og verdidriverne (Knivslå, 2016e). Den fremtidige utviklingen til de ulike driverne er imidlertid forbundet med betydelig usikkerhet, og jo større usikkerhet som forbindes med driverne, desto større usikkerhet vil heftes ved det anslåtte verdiestimatet. I dette delkapittelet blir det derfor sett nærmere på hvordan endringer i kritiske drivere synes å påvirke verdiestimatet, gjennom simulerings- og sensitivitetsanalyser. Innledningsvis skal vi vurdere SalMars konkurrisiko, før vi så går videre med å analysere usikkerheten i verdiestimatet.

11.5.1 Konkursrisiko

Fremtidsregnskapet i kapittel 9 (side 148) ble som nevnt utarbeidet under forutsetningen om fortsatt drift for SalMar. Konkursrisikoen ble følgelig ikke bygget inn i det forventede fremtidsregnskapet, og vi vil derfor hensynta denne risikoen ved å innregne den direkte i det endelige verdiestimatet.

Ifølge Knivsflå (2016e) kan konkurrisikoen hensyntas ved å utføre beregningene i formel 21. Verdiestimatet nedjusteres da på bakgrunn av forventet likvidasjonsverdi og konkurssannsynlighet.

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

FVEK = fundamentalverdi av egenkapitalen gitt fortsatt drift

p = konkurssannsynlighet

LVEK = likvidasjonsverdi (nåverdi) av egenkapitalen

Formel 21 Justering for konkurrisiko.

Likvidasjonsverdien anslås å være tilnærmet lik null. Dette kommer av at selskapet i en konkurssituasjon typisk vil måtte realisere sine eiendeler på kort tid og til en lav pris. I den grad långiverne oppnår dekning for sine krav skjer dette ofte på bekostning av eierne, og derfor settes likvidasjonsverdien til null. Når det gjelder konkurssannsynligheten må denne ses i sammenheng med estimatet på SalMars fremtidige syntetiske rating. I delkapittel 10.2.1 (side 173) ble ratingen vurdert til å ligge i størrelsesorden A, med en degradering til BBB mot slutten av budsjettperioden og over i «steady state». Dette tilsier en konkurssannsynlighet på mellom 0,1 og 0,3 prosent i løpet av det neste året (Knivsflå, 2016e). Vi velger å sette SalMars konkurssannsynlighet lik 0,2 prosent. Endelig verdiestimat på SalMar-aksjen nedjusteres derfor til **172,503 kroner** per 4. januar 2016.

11.5.2 Simuleringsanalyse

Simuleringsanalyse er et analyseverktøy som synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved å endre flere budsjett- og verdidrivere innenfor en gitt ramme (Kaldestad & Møller, 2011, side 84). De ulike punkttestimatene vi benyttet for å utarbeide fremtidsregnskapet i kapittel 9 (side 148), ble fastsatt basert på skjønn og innsikt fra den strategiske analysen. I realiteten er det knyttet stor usikkerhet til disse punkttestimatene. Ved å definere dem som stokastiske variabler og gjennomføre en simulering, kan vi få en sannsynlighetsfordeling over verdiestimatet i stedet for et punkttestimat. For å gjennomføre simuleringsanalysen tar vi i bruk simuleringsprogrammet Crystal Ball, som er et tilleggsprogram til Excel.

Første steg i simuleringsanalysen er å definere kritiske budsjett- og verdidrivere. SalMars driftsrelaterte budsjett drivere antas i denne sammenhengen å være av størst betydning, siden

selskapets fremtidige verdi i stor grad forventes å være avhengig av driften. På bakgrunn av dette blir selskapets driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin gjort om til stokastiske variabler i de ulike budsjettpunktene. I tillegg gjøres inngående egenkapitalbeta om til en stokastisk variabel, da betaen i stor grad påvirker netto driftskravet over budsjettperioden. Antall budsjett- og verdidrivere som gjøres variable begrenses dermed til fire. Ifølge Kaldestad og Møller (2011, side 84) er dette hensiktsmessig, ettersom forklaringskraften til variablene forsvinner i kompleksiteten dersom man velger for mange. Den fremtidige usikkerheten i variablene er fastsatt på bakgrunn av historisk usikkerhet og innsikt opparbeidet gjennom den strategiske analysen. Tabell 11-9 viser at usikkerheten i budsjettdriverne var stor over analyseperioden, hvilket må ses i sammenheng med oppdrettsnæringens sykliske natur. En naturlig antakelse er at usikkerheten vil reduseres i fremtiden, da veksten i oppdrettsnæringen ventes å avta fremover, samtidig som landbasert og havbasert oppdrett kan tenkes å bidra til å jevne ut variasjoner langs tilbudssiden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Standardavvik SalMar	Standardavvik Bransjen
Driftsinntektsvekst	0,443	0,118	0,097	0,485	0,151	0,020	0,178	0,107
Omløpet til netto driftseiendeler	1,205	0,881	0,818	1,157	1,149	1,024	0,146	0,101
Netto driftsmargin	0,266	0,150	0,084	0,179	0,212	0,151	0,057	0,040
Egenkapitalbeta	0,943	1,051	1,071	0,882	0,768	0,791	0,116	0,011

Tabell 11-9 Historiske standardavvik for de ulike kritiske budsjettdriverne, både for SalMar og bransjen.

Det andre steget i simuleringsanalysen går ut på å definere forventningsverdi og sannsynlighetsfordeling for de kritiske driverne. I verdiestimatet blir egenkapitalbeta fra analyseperioden brukt til å beregne netto driftsbeta og derav også netto driftskravet. På bakgrunn av usikkerhet knyttet til egenkapitalbeta antas betaen å være normalfordelt med et standardavvik på 0,116. Standardavviket fastsettes på grunnlag av det historisk observerte avviket.

Budsjettpunktene til de kritiske driverne antas å være normalfordelte, med unntak av driftsinntektsveksten i konstant vekst. I konstant vekst gir økonomisk teori begrensninger i utfallsrommet ved at veksten ikke kan overstige den samlede veksten i verdensøkonomien. Driftsinntektsvekst i konstant vekst settes derfor til en uniform fordeling mellom 3,5 og 5,5 prosent. Det er knyttet størst usikkerhet til budsjettpunktene i 2017 og 2021. Dette skyldes at det er vanskelig å bedømme utfallet av budsjetterte hendelser disse årene, og standardavviket for de relevante budsjettdriverne skaleres derfor noe opp. Usikkerheten knyttet til drivernes forventede

verdi i konstant vekst antas å være lavere, og følgelig blir budsjettpunktet for dette året noe nedskalert. Det forutsettes en lineær bane mellom budsjettpunktene. Tabell 11-10, 11-11 og 11-12 oppsummerer våre antakelser om forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling relatert til de kritiske driverne i de usikre budsjettpunktene.

Driftsinntektsvekst

	Driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2016	0,151	0,03	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2017	0,060	0,04	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2018	0,070	0,04	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2021	0,080	0,05	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2025	0,045	U[0,035 ; 0,055]	Uniform fordeling

Tabell 11-10 Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsveksten i de usikre budsjettpunktene.

Omløpet til netto driftseiendeler

	Omløpet til netto driftseiendeler	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2016	1,080	0,04	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2017	1,074	0,05	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2021	1,040	0,06	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2025	1,046	0,04	Normalfordeling

Tabell 11-11 Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for omløpet til netto driftseiendeler i de usikre budsjettpunktene.

Netto driftsmargin

	Netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2016	0,140	0,02	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2017	0,132	0,02	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2021	0,102	0,03	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2025	0,072	0,015	Normalfordeling

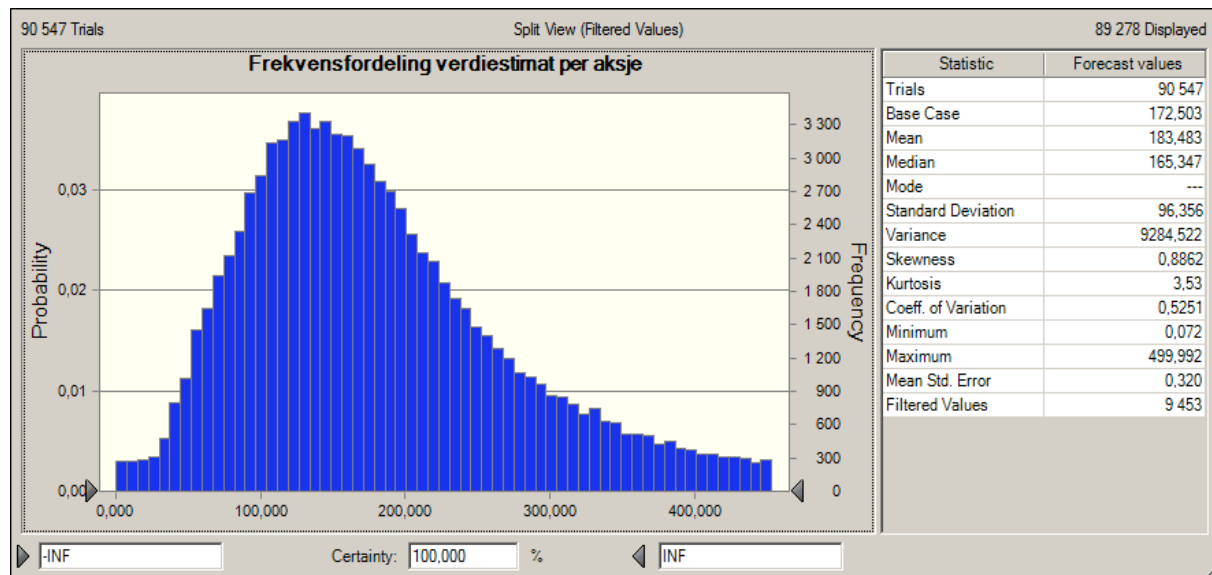
Tabell 11-12 Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmarginen i de usikre budsjettpunktene.

Crystal Ball åpner for at man kan ta hensyn til korrelasjon mellom de ulike budsjettdriverne ved simulering. Netto driftsmargin er derfor satt til å korrelere med omløpet til netto driftseiendeler, ettersom den historiske utviklingen over analyseperioden viser at de to forholdstallene har hatt en sterk positiv korrelasjon på 89 prosent. Korrelasjonen kan forklares med at lakseprisen i stor grad påvirker både netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendeler i samme retning. I fremtiden

forventes imidlertid SalMar å være noe mindre avhengig av lakseprisen, og korrelasjonen settes derfor til et lavere nivå, på 30 prosent.

Resultater fra simuleringsanalysen

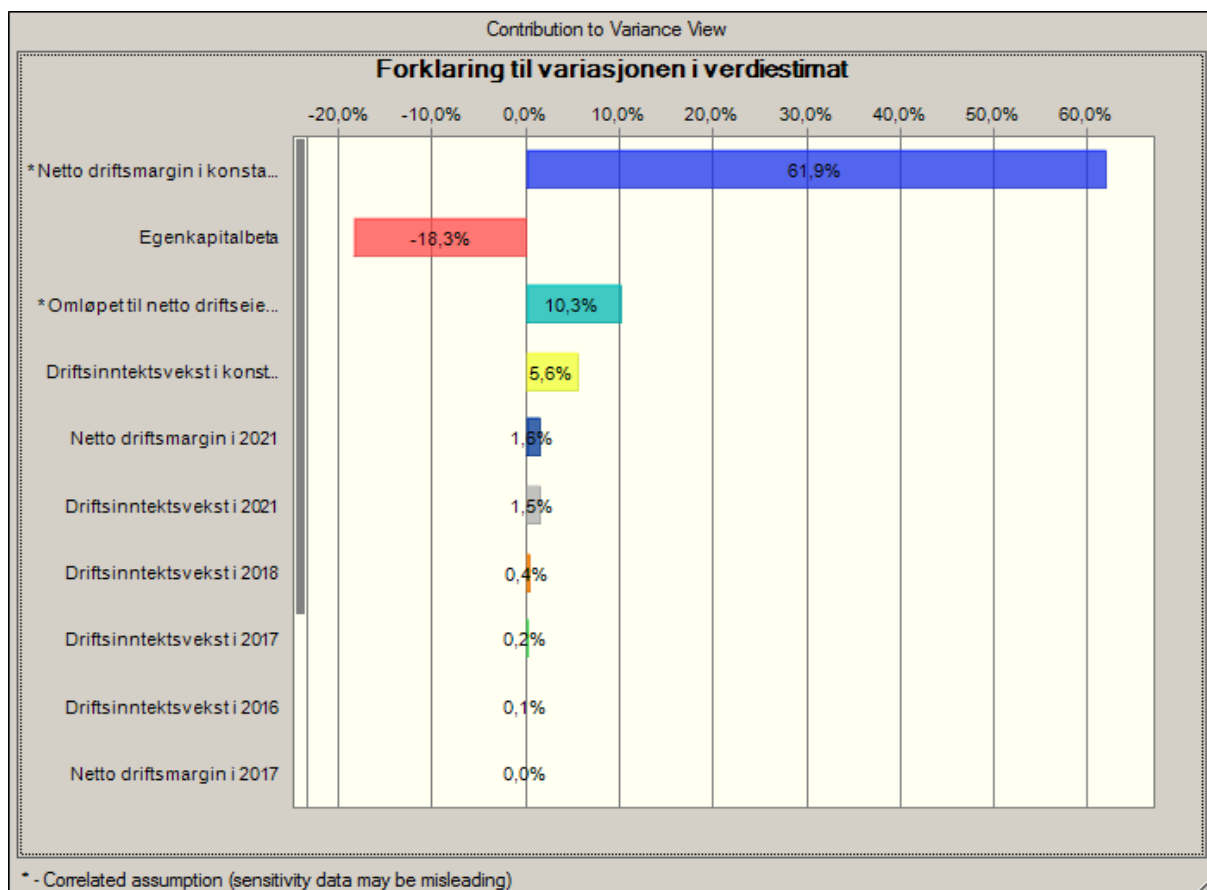
For å få frem usikkerheten i det justerte verdiestimatet på 172,503 kroner per aksje, ble det gjennomført 100 000 trekninger med Monte Carlo-simulering i Crystal Ball. Øvre og nedre grense ble satt til henholdsvis 0 og 500 kroner per aksje. Resultatet fra simuleringen er vist i figur 11-2:



Figur 11-2 Grafisk fremstilling av Monte Carlo-simulering ved bruk av Crystal Ball. Figuren viser frekvensfordelingen for SalMars verdiestimat basert på de variablene vi har estimert.

Figuren viser en tilnærmet normalfordelt frekvensfordeling for SalMars verdiestimat, med en skjevhet på 0,89 og en kurtose på 3,53. Medianen på 165,35 kroner per aksje er noe lavere enn vårt beregnede verdiestimat, mens gjennomsnittsverdien på 183,48 kroner per aksje er noe høyere. Den høye gjennomsnittsverdien kan i stor grad forklares av de noe urealistiske verdiestimatene på over 400 kroner.

Det er videre av interesse å studere i hvor stor grad de ulike budsjett- og verdidriverne kan bidra til å forklare den totale variasjonen i verdiestimatet. Dette vil gi nyttig informasjon om hvilke drivere som er av betydning for verdiestimatet, og dermed gi et bilde av hvilke drivere som bør vektlegges i argumentasjonen for en bestemt handlingsstrategi. Figur 11-3 viser hvilke drivere verdiestimatet er mest sensitivt overfor.



Figur 11-3 Budsjett- og verdidriverenes bidrag til å forklare variasjonen i SalMars verdiestimat. Netto driftsmargin i konstant vekst, egenkapitalbeta, omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst og driftsinntektsvekst i konstant vekst er de driverne som i størst grad forklarer variasjonen i verdiestimatet.

Oversikten viser at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i flere av budsjettdriverne, spesielt i konstant vekst. Netto driftsmargin i konstant vekst forklarer hele 61,9 prosent av variasjonen i verdiestimatet. Utviklingen i SalMars verdiestimat er følgelig svært avhengig av hvordan selskapets netto driftsmargin utvikler seg, og mye av SalMar-aksjens oppsidepotensial knytter seg til oppnåelse av høye marginer i fremtiden.

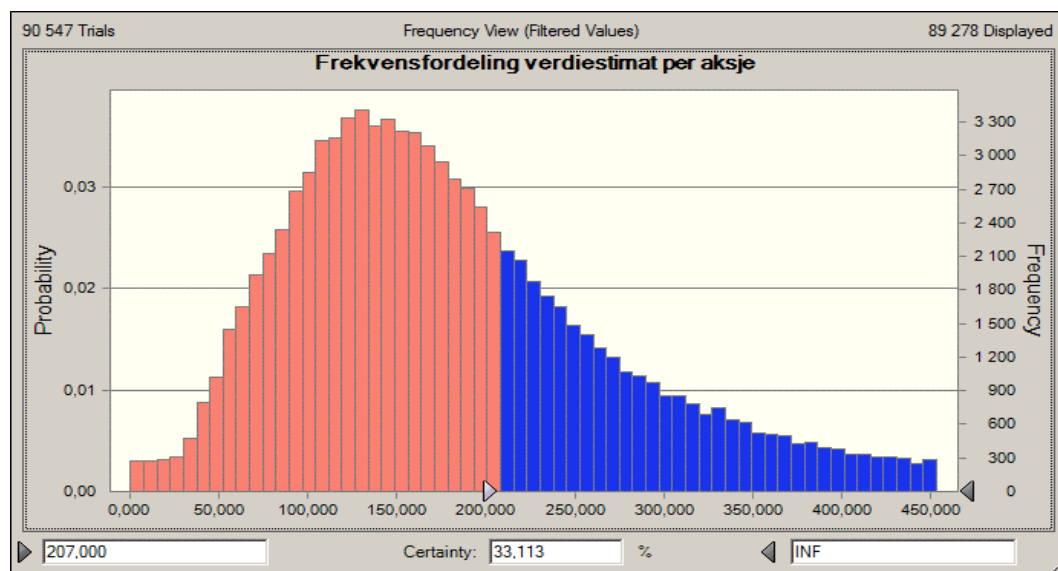
Omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst forklarer 10,3 prosent av variasjonen i verdiestimatet. Dersom SalMar evner å øke driftsinntektene per krone driftseiendeler kan det gi positive utslag i verdien. Utsiktene til omløpet til netto driftseiendeler er i utgangspunktet nokså negative, mye på grunn av forventet fall i lakseprisen. Økt effektivisering og effektiv drift med strategiske samarbeid, er imidlertid ventet å kunne hindre de negative utsiktene og bidra til å jevne ut omløpet.

Driftsinntektsveksten i konstant vekst forklarer 5,6 prosent av variasjonen i verdiestimatet. I konstant vekst vil driftsinntektsveksten i stor grad avhenge av hvorvidt landbasert og havbasert oppdrett blir en suksess eller ikke. Dersom landbasert oppdrett viser seg å bli en suksess, vil det sette SalMar i en relativt sett dårligere posisjon enn i dag. Havbasert oppdrett derimot, vil ha motsatt effekt. SalMar er først ute med å teste havbasert oppdrett, og dersom det blir en suksess vil det ha positiv effekt på SalMars driftsinntektsvekst og deres verdiestimat. Alternativt kan driftsinntektsveksten også holdes oppe ved at konsesjonssystemet opprettholdes. Dette vil fungere som en høy inngangsbarriere, og de aktørene som allerede har konsesjoner vil oppnå høyere priser.

Foruten om egenkapitalbetaen, forklarer de øvrige budsjettdriverne lite av variasjonen i verdiestimatet. Trenden viser dermed at budsjettdriverne lenger unna i tid har størst innflytelse på verdiestimatet.

Oppsidepotensial

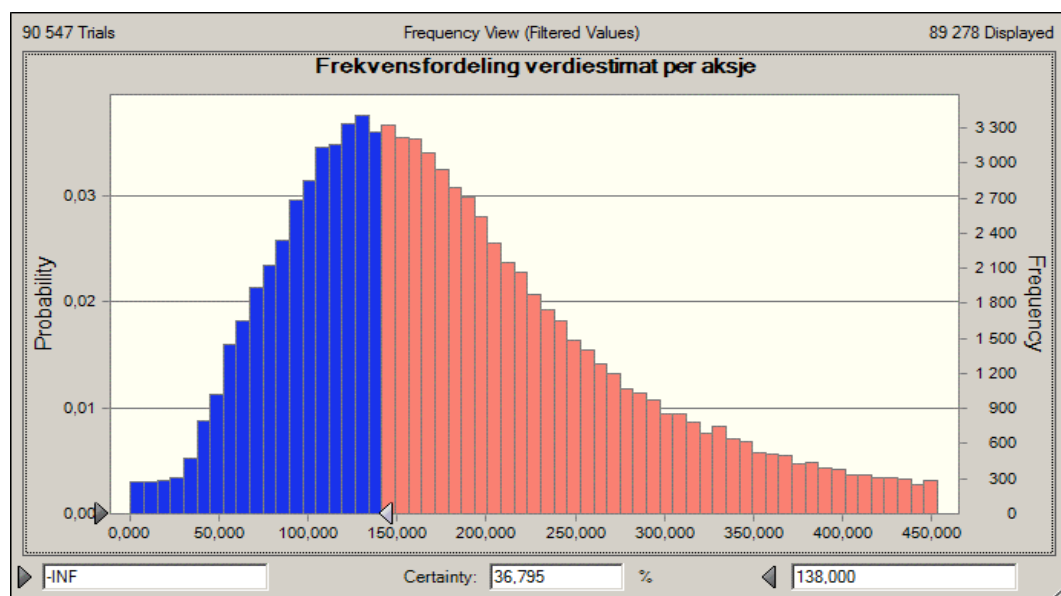
Aksjens oppsidepotensial er sannsynligheten for at den virkelige verdien er betydelig høyere enn forventet verdi. Vi setter grenseverdien til 120 prosent av endelig verdiestimat, hvilket utgjør 207 kroner per aksje. Det blå skraverte området i figur 11-4, viser oppsidepotensialet til SalMars aksje. Ifølge simuleringen er det 33,1 prosent sannsynlighet for at aksjeverdien overstiger grenseverdien på 207 kroner per aksje, hvilket vitner om et relativt stort oppsidepotensial for SalMar-aksjen.



Figur 11-4 Grafisk fremstilling av oppsidepotensialet for SalMars aksje ved bruk av Crystal Ball. Figuren viser at SalMar-aksjen har et oppsidepotensial på 33,1 prosent, hvilket tilsvarer det blåfargede området.

Nedsiderisiko

Nedsiderisiko er sannsynligheten for at den virkelige verdien er betydelig lavere enn forventet verdi. Grenseverdien settes her til 80 prosent av endelig verdiestimat, hvilket utgjør 138 kroner per aksje. Figur 11-5 viser nedsiderisikoen til SalMars aksje, der det er 36,8 prosent sannsynlighet for at aksjeverdien er lavere enn grenseverdien. Dette vitner om at SalMar-aksjen også har en betydelig nedsiderisiko, ved at aksjens reelle verdi med stor sannsynlighet kan ligge godt under forventet verdi.



Figur 11-5 Grafisk fremstilling av nedsiderisikoen for SalMars aksje ved bruk av Crystal Ball. Figuren viser at SalMar-aksjen har en nedsiderisiko på 36,8 prosent, hvilket tilsvarer det blåfargede området.

Oppsummering – simuleringsanalyse

Den gjennomførte simuleringsanalysen understreker at det er knyttet betydelig usikkerhet til det fundamentale verdiestimatet på SalMar-aksjen. Verdiestimatet viser seg å være spesielt sensitiv overfor endringer i SalMars netto driftsmargin i konstant vekst. Simuleringsanalysen viste videre at den forventede aksjeverdien har et klart oppsidepotensial, men også en desto mer betydelig nedsiderisiko. Det at nedsiderisikoen er større enn oppsidepotensialet vitner om at vårt beregnede verdiestimat kan være noe overvurdert. Simuleringsanalysen gir oss imidlertid ingen grunn til å endre på den estimerte verdien av SalMar på 172,503 kroner per aksje, men det er viktig å være klar over usikkerheten knyttet til verdiestimatet.

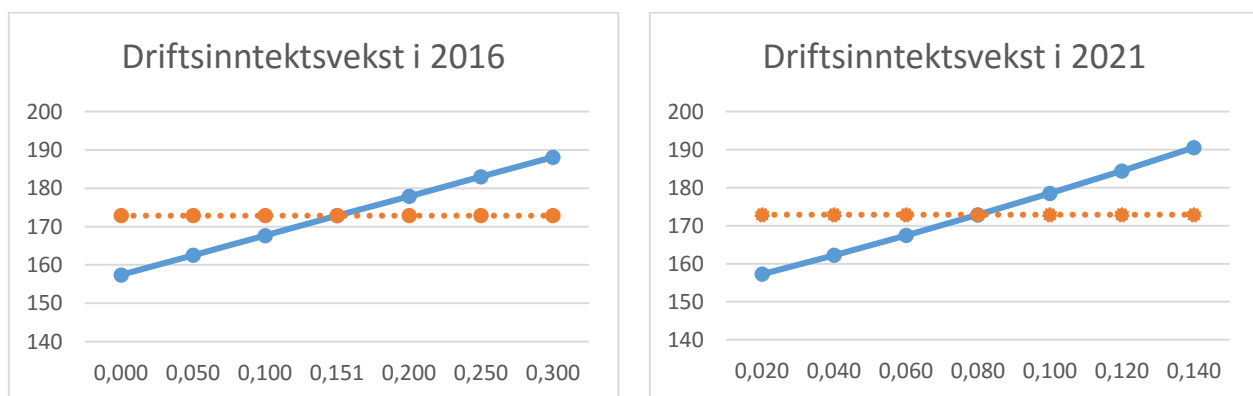
11.5.3 Sensitivitetsanalyse

Formålet med sensitivitetsanalysen er å få frem usikkerheten i verdierestimater ved å se hvordan verdierestimater påvirkes av at enkelte kritiske budsjett- og verdidrivere endres (Penman, 2013, side 491). Til forskjell fra simuleringsanalysen endres bare én driver om gangen. Dette gjør at sensitivitetsanalysen blir mer oppdelt, hvilket kan være en svakhet siden de kritiske driverne historisk har hatt en sterk samvariasjon. Til tross for dette mener vi likevel at sensitivitetsanalysen gir viktig informasjon vedrørende hvor følsomt verdierestimater er for endringer i den enkelte kritiske budsjettdriveren, og vi vil følgelig gjennomføre analysen.

Sensitivitetsanalysen utføres ved at de valgte kritiske driftsrelaterte budsjettdriverne endres i budsjettpunktene 2016, 2021 og konstant vekst. Denne avgrensningen skyldes primært forventningen om at finansielle drivere vil være noe mer stabile over tid. Simuleringsanalysen viste imidlertid at den fremtidige utviklingen i egenkapitalbeta kunne forklare rundt 18 prosent av den totale usikkerheten i verdierestimater. På grunn av dette vil vi avslutningsvis studere hvordan verdierestimater påvirkes ved endrede forutsetninger relatert til fremtidig egenkapitalbeta. I tillegg velger vi å studere hvor følsomt verdierestimater er for endringer i den risikofrie renten, ettersom at det nøyaktige rentenivået i konstant vekst er vanskelig å predikere. Siden vi som nevnt har lagt inn en lineær utvikling mellom punktene vil dessuten endringene også få konsekvenser for tidligere og etterfølgende perioder.

Driftsinntektsvekst

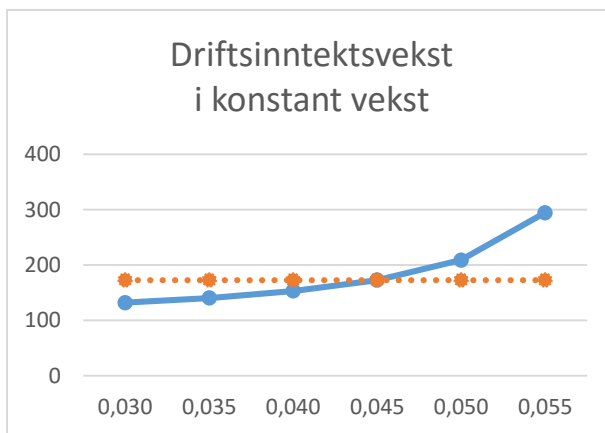
Figur 11-6 og 11-7 viser hvordan det fundamentale verdierestimater påvirkes av endringer i driftsinntektsveksten på henholdsvis kort, mellomlang og lang sikt.



Figur 11-6 Sensitivitetsanalyse – driftsinntektsvekst i 2016 og i 2021. Den oransje grafen viser SalMars estimerte aksjeverdi per 4. januar 2016 på 172,50 kroner, mens den blå grafen viser estimert aksjeverdi med forskjellig utvikling i driftsinntektsveksten.

Av figuren er det verdt å merke seg at verdiestimatet er relativt lite sensitivt overfor endringer i driftsinntektsveksten på kort sikt, i 2016. Selv nokså store endringer i driftsinntektsveksten får marginal betydning for verdiestimatet. Det samme gjelder også på mellomlang sikt, i 2021. Virkningen her er imidlertid noe større, da mulighetsområdet er mer begrenset.

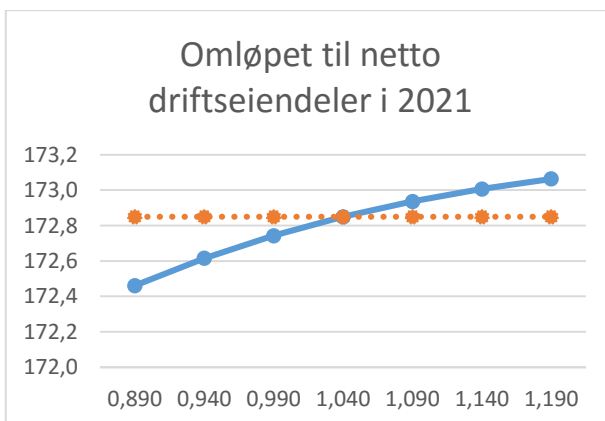
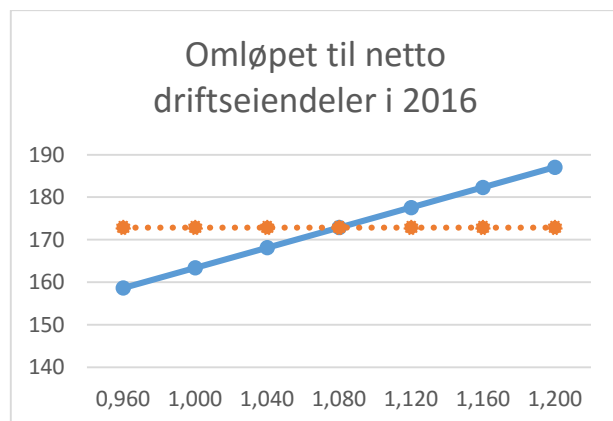
Av figur 11-7 fremkommer det at effekten av endringer i driftsinntektsveksten på lang sikt er betydelig større. Særlig i tilfeller der driftsinntektsveksten er større enn den opprinnelige forventningen på 4,5 prosent, viser effekten seg å være stor. En økning fra nivået på 4,5 prosent til 5,5 prosent, medfører for eksempel at verdiestimatet øker fra 172,50 til hele 294,52 kroner per aksje. Virkningen på verdiestimatet av endringer i driftsinntektsvekst på lang sikt, synes følgelig å være større enn hva simuleringanalysen antydte.



Figur 11-7 Sensitivitetsanalyse – driftsinntektsvekst i konstant vekst. Den blå grafen viser SalMars estimerte aksjeverdi på bakgrunn av forskjellige utviklinger i driftsinntektsvekst i «steady state».

Omløpet til netto driftseiendeler

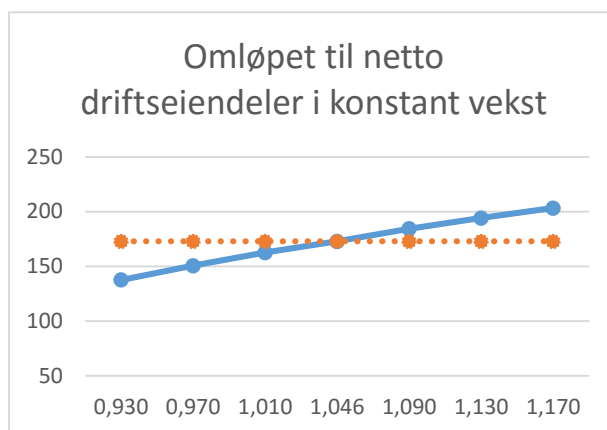
Figur 11-8 og 11-9 viser hvordan det fundamentale verdiestimatet påvirkes av endringer i omløpet til netto driftseiendeler på kort, mellomlang og lang sikt.



Figur 11-8 Sensitivitetsanalyse – omløpet til netto driftseiendeler i 2016 og i 2021. Den oransje grafen viser SalMars verdiestimat per 4. januar 2016 på 172,50 kroner per aksje. Den blå grafen viser videre estimat på selskapets aksjeverdi på bakgrunn av forskjellige utviklinger i omløpet til netto driftseiendeler på kort og mellomlang sikt.

Figur 11-8 viser at verdiestimatet til en viss grad påvirkes av endringer i omløpet til netto driftseiendeler på kort sikt. På mellomlang sikt er derimot effekten av endringer i omløpet svært liten. En økning i omløpet til netto driftseiendeler for 2021, fra det forventede nivået på 1,04 og opp til 1,19, vil for eksempel medføre at verdiestimatet ikke øker med mer enn cirka 0,21 kroner, fra 172,50 til 173,06 kroner per aksje.

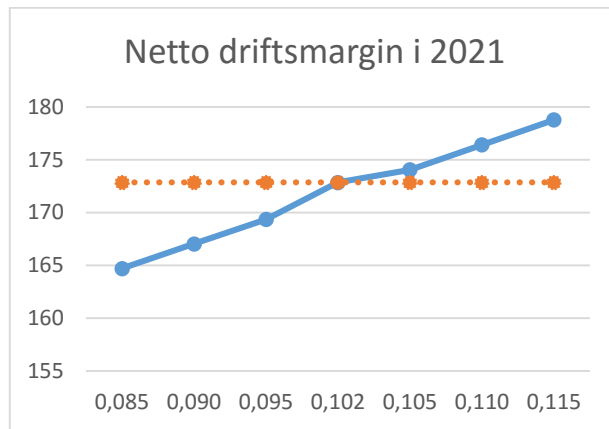
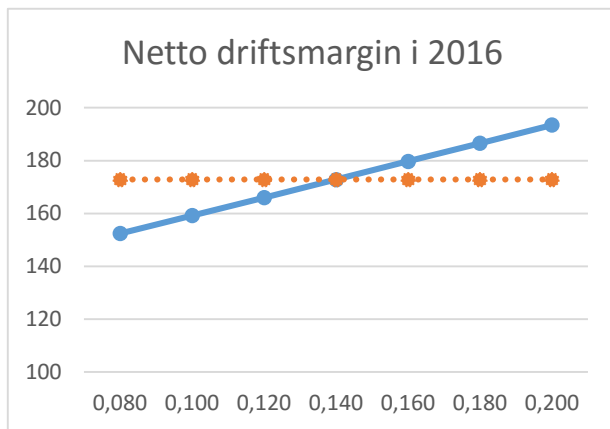
Effekten på verdiestimatet ved endringer i konstant vekst fremstår som stor, som vist i figur 11-9. Marginale endringer i omløpet til netto driftseiendeler gir relativt store utslag i verdiestimatet. En forholdsvis liten økning i omløpet til netto driftseiendeler, fra forventet verdi på 1,046 i konstant vekst til 1,13, medfører for eksempel at verdiestimatet øker fra 172,50 til 194,14 kroner per aksje. Funnene viser følgelig at omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst er en sentral verdidriver som i relativt stor grad påvirker verdiestimatet, hvilket også samsvarer med våre funn fra simuleringsanalysen.



Figur 11-9 Sensitivitetsanalyse – omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst. Den blå grafen viser verdiestimat på SalMar-aksjen ved forskjellige utviklinger i omløpet til netto driftseiendeler i «steady state».

Netto driftsmargin

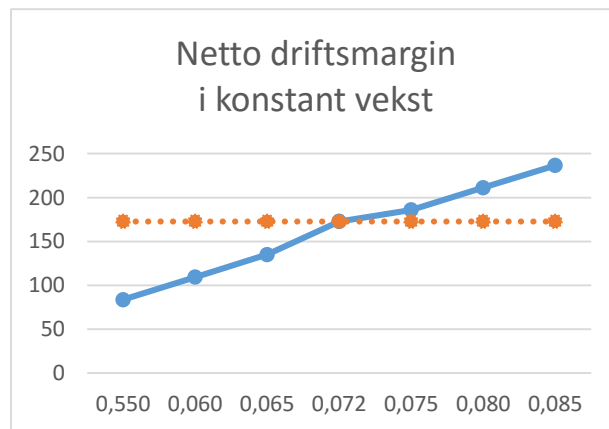
SalMars netto driftsmargin ble i simuleringsanalysen pekt ut som den driveren som utgjorde den viktigste variabelen til å forklare usikkerheten i verdiestimatet. I det følgende studeres det nærmere hvordan det fundamentale verdiestimatet påvirkes av endringer i netto driftsmarginen på henholdsvis kort, mellomlang og lang sikt. Funnene illustreres nedenfor i figur 11-10 og 11-11.



Figur 11-10 Sensitivitetsanalyse – netto driftsmargin i 2016 og i 2021. Den oransje grafen viser SalMars estimerte aksjeverdi per 4. januar 2016 på 172,50 kroner, mens den blå grafen viser hvordan verdiestimatet påvirkes av endringer i netto driftsmargin på kort og mellomlang sikt.

Endring i netto driftsmargin på kort sikt vil i likhet med omløpet til netto driftseiendeler påvirke verdiestimatet til en viss grad. På mellomlang sikt er imidlertid følsomheten mindre, og verdiestimatet vil ikke la seg påvirke like mye i dette punktet. En økning i SalMars netto driftsmargin fra det antatte nivået i 2021 på 0,102 til eksempelvis 0,110, medfører at verdiestimatet øker fra 172,50 til 176,40 kroner per aksje, altså en økning på 3,55 kroner.

Figur 11-11 viser at effekten på verdiestimatet ved endringer i netto driftsmarginen er av størst betydning på lang sikt. En forholdsvis liten økning fra det antatte nivået på 0,072 til 0,085 i konstant vekst, medfører at verdiestimatet øker til 236,64 kroner per aksje. Marginale endringer i netto driftsmarginen vil følgelig gi store utslag i verdiestimatet. I konstant vekst fremstår netto driftsmarginen sammen med omløpet til netto driftseiendeler som viktige kilder til endringer i verdiestimatet. Dette samsvarer også med våre

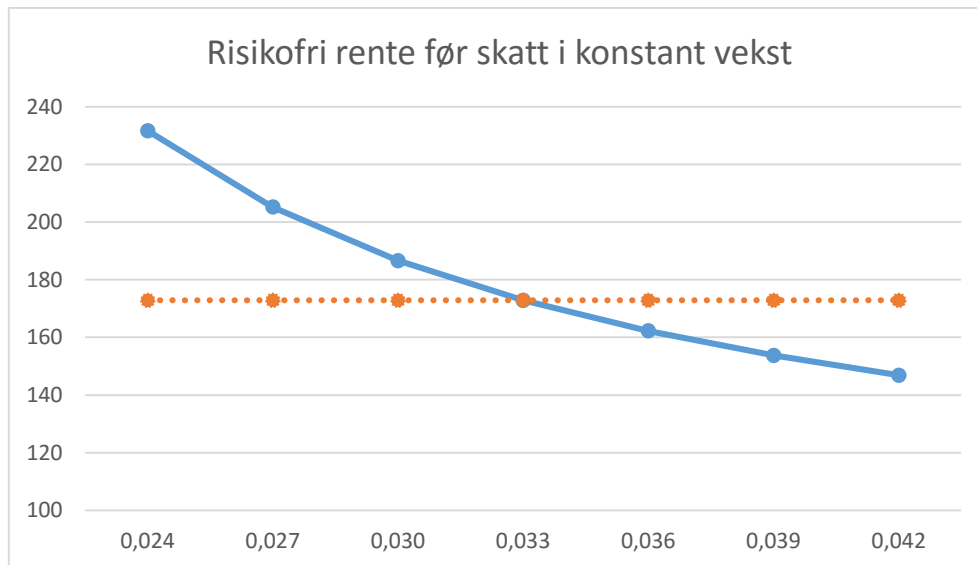


Figur 11-11 Sensitivitetsanalyse – netto driftsmargin i konstant vekst. Den blå grafen viser hvordan SalMars verdiestimat påvirkes av forskjellige utviklinger i netto driftsmargin.

funn fra simuleringsanalysen, som antydte at netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst var faktorer som i stor grad forklarte variasjonen i verdiestimatet. Historisk har disse budsjettdriverne hatt sterk samvariasjon, og i realiteten kan det derfor tyde på at de påvirker verdiestimatet i enda større grad enn det som fremkommer av sensitivitetsanalysen.

Finansielle drivere

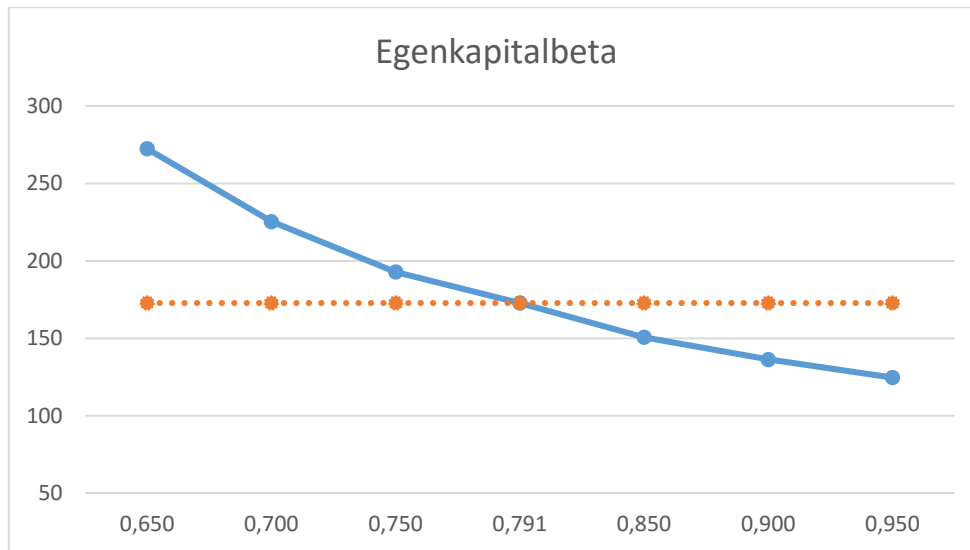
Avslutningsvis tar vi for oss virkningen på verdiestimatet ved endringer i de to finansielle driverne egenkapitalbeta og risikofri rente. Først studeres virkningen av endringer i risikofri rente i konstant vekst, som vist i figur 11-12.



Figur 11-12 Sensitivetsanalyse – risikofri rente før skatt i konstant vekst. Den oransje grafen viser det beregnede verdiestimatet på SalMar-aksjen per 4. januar 2016, på 172,50 kroner. Den blå grafen viser hvordan verdiestimatet endrer seg som følge av endringer i risikofri rente før skatt i «steady state».

Av figuren fremgår det at verdiestimatet er følsomt for endringer i den risikofrie renten. Dersom risikofri rente før skatt forutsettes å bli for eksempel 3,9 prosent i konstant vekst, fremfor våre tidligere antakelser om 3,3 prosent, medfører dette at verdiestimatet reduseres til 153,77 kroner per aksje. Forventninger om en høyere risikofri rente gir nemlig opphav til et høyere fremtidskrav, som igjen fører til at verdiestimatet reduseres.

Figur 11-13 viser videre hvor følsomt verdiestimatet er for endringer i egenkapitalbeta:



Figur 11-13 Sensitivitetsanalyse – egenkapitalbeta. Den oransje grafen viser SalMars verdiestimat per 4. januar 2016 på 172,50 kroner per aksje. Den blå grafen viser videre estimerte aksjeverdier ved forskjellig utvikling i SalMars egenkapitalbeta.

Figuren viser at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i egenkapitalbetaen, hvilket også samsvarer med den tidligere simuleringsanalysen. Dersom egenkapitalbetaen øker fra nivået på 0,791 til eksempelvis 0,90, reduseres verdiestimatet til 136,33 kroner per aksje. Dette tilsvarer en reduksjon på 21,1 prosent. Funnene viser følgelig at egenkapitalbetaen er en sentral driver som i relativt stor grad påvirker verdiestimatet.

Oppsummering – sensitivitetsanalyse

Den gjennomførte sensitivitetsanalysen bekrefter, i likhet med simuleringsanalysen, at det fundamentale verdiestimatet på SalMar-aksjen er forbundet med betydelig usikkerhet. Verdiestimatet viste seg å være spesielt sensitivt overfor endringer i driverne i konstant vekst. Dette var tilfellet både for driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendelene og netto driftsmarginen. En viktig forskjell fra simuleringsanalysen er at SalMars driftsinntektsvekst i konstant vekst, virker å ha større betydning for verdiestimatet enn det som fremgår av avsnitt 11.5.2 (side 186). Årsaken til dette må trolig ses i sammenheng med at driftsinntektsveksten i konstant vekst ved simulering, ble antatt å følge en uniform fordeling, hvilket reduserte usikkerheten til driveren.

11.6 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet

Basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet med tilhørende fremtidskrav, i henholdsvis kapittel 9 og 10 (side 148 og 170), ble det i dette kapitlet gjort estimater på SalMars egenkapitalverdi. I den fundamentale verdivurderingen ble egenkapital- og selskapskapitalmetoden tatt i bruk for å sikre konsistens i verdiestimatet. Første verdiestimat ble utarbeidet ved bruk av budsjetterte vekter i avkastningskravet. Gjennom konvergeringsprosessen ble de budsjetterte vektene oppdatert til verdivekter, og det konvergente verdiestimatet viste da en verdi på 172,849 kroner per aksje. SalMars konkursrisiko ble imidlertid ikke tatt hensyn til ved utarbeidingen av fremtidsregnskapet, og verdiestimatet måtte derfor nedjusteres som følge av dette.

Simulerings- og sensitivitetsanalyse ble videre benyttet for å vurdere usikkerheten i estimatet. Simuleringsanalysen avdekket at verdiestimatet hadde et årlig standardavvik på 52,5 prosent, hvilket antyder høy grad av usikkerhet. Usikkerheten knytter seg i hovedsak til potensielle endringer i budsjett drivere i konstant vekst, og de driftsrelaterte driverne er alle av betydning. Sensitivitetsanalysen underbygget for det meste funnene i simuleringsanalysen, men avdekket i tillegg at finansielle drivere også kan påvirke verdiestimatet i stor grad.

Det endelige verdiestimatet er på **172,503 kroner per aksje**. Det påpekes at verdiestimatet er forbundet med betydelig usikkerhet, og de forutsetningene som ligger til grunn for fremtidsregnskapet og avkastningskravet bør vurderes av den enkelte før verdiestimatet aksepteres eller forkastes.

12 Komparativ verdivurdering

I kapittel 11 (side 179) ble det endelige verdiestimatet på SalMar-aksjen utarbeidet ved bruk av fundamental verdivurdering. Verdiestimatet er imidlertid forbundet med usikkerhet, og vi vil derfor gjennomføre en komparativ verdivurdering for å supplere den fundamentale verdivurderingen. Komparativ verdivurdering ble presentert i delkapittel 3.1.2 (side 34), og oppsummert er dette en verdsettelsesteknikk som estimerer verdien basert på hva tilsvarende virksomheter eller eiendeler omsettes for i markedet (Kaldestad & Møller, 2011, side 31). Innen komparativ verdivurdering skiller man vanligvis mellom to modeller: multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Vi velger å benytte multiplikatormodellen på grunn av oppdrettsnæringens karakter og dens utsikter til fortsatt drift. Multiplikatormodellen går ut på at man sammenligner verdien av egen- eller selskapskapitalen til verdsettelsesobjektet relativt til børns- eller selskapsverdien til det komparative bransjeutvalget (Kaldestad & Møller, 2011, side 31).

Komparativ verdivurdering ved multiplikatormodellen kan utarbeides etter følgende fremgangsmåte:

Steg 1 – Finn komparative selskaper.

Steg 2 – Velg aktuelle multiplikatorer og regn ut disse.

Steg 3 – Regn ut verdien av egenkapitalen basert på observerte multiplikatorer.

12.1 Komparative virksomheter

Valg av komparative selskaper står sentralt i den komparative verdivurderingen. Det bør benyttes sammenlignbare selskaper som man antar at er «korrekt» priset i markedet, det vil si børnoterte selskaper med likhetstrekk. Bransjeutvalget som ble definert i delkapittel 5.2.3 (side 74) benyttes også i den komparative verdivurderingen. Dette innebærer at Marine Harvest, Lerøy, NRS og Grieg Seafood utgjør vårt bransjeutvalg. Ved å benytte samme bransjeutvalg som tidligere, vil det komparative verdiestimatet best kunne sammenlignes med resultatet fra den fundamentale verdivurderingen. Valget kan videre underbygges av den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8 (side 124), der det ble avdekket at rundt én tredjedel av SalMars strategiske fordel består

av bransjefordel drift, og at både SalMar og bransjeutvalget var utsatt for de samme sykliske svingningene. På bakgrunn av dette må selskapene sies å ha likhetstrekk. Selskapene er imidlertid ikke identiske og utvalget er følgelig ikke optimalt, men det anses likevel som tilfredsstillende til vårt bruk.

12.2 Utvalgte multiplikatorer

En multiplikator utgjør forholdet mellom selskapets børsv- eller selskapsverdi og nøkkeltall hentet fra dets finansregnskap (Penman, 2013, side 76). Multiplikatoren er dermed et forholdstall som består av et verdigrunnlag (teller) og en basis for verdsettelsen (nevner). Avhengig av likhetstrekk i kapitalstrukturen mellom de komparative selskapene, utgjør egenkapitalverdien eller total kapitalverdien, målt ved netto driftskapital, det relevante verdigrunnlaget. Basisverdien bør være blant selskapets viktigste verdidrivere (Dyrnes, 2004). Med dette menes en ressurs eller et regnskapstall som mer eller mindre gjenspeiler forventningene til fremtidig verdi. Det påpekes at basisen må være en positiv verdi som er konsistent med verdigrunnlaget i telleren. Dessuten må basisen være normalisert, siden unormale poster ikke virker inn på verdiestimatet.

Av multiplikatorer har vi valgt å benytte Pris/Bok, Pris/Fortjeneste, Enterprise Value/EBITDA og Enterprise Value/EBIT. Enterprise Value er ifølge Dyrnes (2004) forventet å gi et mer treffsikkert estimat, ettersom selskapsverdien tar hensyn til forskjeller i finansiering mellom selskapene. I det følgende gis en presentasjon av de valgte multiplikatorene.

Pris (P)/Bok (B)

Pris/Bok benytter børskurs som verdigrunnlag og bokført egenkapitalverdi per aksje som basis, som vist i formel 22 (Kaldestad & Møller, 2011, side 161).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Balanseført egenkapital per aksje}}$$

Formel 22 Multiplikator – Pris/Bok.

Forholdstallet gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskaping, der et Pris/Bok-forhold større enn én indikerer at selskapet forventes å skape merverdier for eierne (Kaldestad & Møller, 2011,

side 161). I motsatt tilfelle, dersom forholdstallet er mindre enn én, forventes en verdiforringelse for eierne, ettersom at markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn bokført verdi. Pris/Bok er en mye brukt multiplikator, da den er lett forståelig og enkel i bruk. En ulempe er imidlertid at den ikke tar hensyn til forskjeller i kapitalstruktur mellom de komparative selskapene. Ulikheter i kapitalstrukturen bør i utgangspunktet justeres for, men siden vi i tillegg benytter multiplikatorer som tar utgangspunkt i selskapsverdien, velger vi å ikke justere forholdstallet. Potensielle feilkilder ved multiplikatoren er ulik bruk av sentrale regnskapsprinsipper, samt ulikheter i historisk vekstprofil (Dyrnes, 2004). Et selskap med organisk vekst vil typisk ha mindre bokførte verdier enn et selskap som har vokst gjennom oppkjøp, siden balanseføring av goodwill og forskning og utvikling tillates for sistnevnte selskap. Det er imidlertid vanskelig å påvise tallmessige ulikheter mellom de komparative selskapene som følge av ulik vekstprofil, og dette vil derfor ikke bli justert for.

Pris (P)/Fortjeneste (E)

Pris/Fortjeneste benytter børskurs som verdigrunnlag og normalisert nettoresultat per aksje som basis, som vist i formel 23 (Kaldestad & Møller, 2011, side 157).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Normalisert nettoresultat til egenkapital per aksje}}$$

Formel 23 Multiplikator – Pris/Fortjeneste.

Forholdstallet viser sammenhengen mellom selskapets egenkapitalverdi og forventet kontantstrøm til egenkapitalen. Pris/Fortjeneste-forholdet er en populær multiplikator innen verdsettelse. Nødvendige data er ofte lett tilgjengelige og metoden er dessuten enkel i bruk. Et problem er imidlertid at multiplikatoren varierer sterkt fra bransje til bransje, og det komparative utvalget fremstår derfor som den beste målestokken i vårt tilfelle. Videre er det viktig å være oppmerksom på at Pris/Fortjeneste-forholdet også kan variere stort innenfor utvalget, siden forhold som kapitalstruktur, risikonivå og vekstpotensiale ikke blir tatt hensyn til (Furuseth, 2010). Denne multiplikatoren har dermed de samme utfordringene som Pris/Bok-forholdet. Vi har ikke tilgang til all informasjon som er nødvendig for å gjennomføre justeringer, og velger derfor å bruke ujusterte forholdstall også her.

Enterprise Value (EV)/EBITDA

Enterprise Value/EBITDA benytter virkelig selskapsverdi i form av netto driftskapital som verdigrunnlag og driftsresultat før skatt, avskrivninger og nedskrivninger som basis, som vist i formel 24 (Kaldestad & Møller, 2011, side 160).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen} + \text{minoritetsinteresser} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Formel 24 Multiplikator – Enterprise Value/EBITDA.

Forholdstallet fokuserer på selskapets underliggende drift, og viser verdien uavhengig av skattenivå og avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2011, side 160). Multiplikatoren tar hensyn til forskjeller i kapitalstrukturen mellom de komparative selskapene, men ignorerer dog fremtidige investeringsbehov (Dyrnes, 2004).

Enterprise Value (EV)/EBIT

Enterprise Value/EBIT benytter virkelig selskapsverdi i form av netto driftskapital som verdigrunnlag og driftsresultat før skatt som basis, som vist i formel 25 (Kaldestad & Møller, 2011, side 160).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen} + \text{minoritetsinteresser} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Formel 25 Multiplikator – Enterprise Value/EBIT.

I likhet med forholdet Enterprise Value/EBITDA, fokuserer også dette forholdstallet på selskapets underliggende drift (Kaldestad & Møller, 2011, side 160). Her blir i tillegg investeringsbehovet hensyntatt til en viss grad, ved at avskrivningene inkluderes i nevneren. Enterprise Value/EBIT er en mye brukt multiplikator i praksis (Thoresen & Dahl, 2012).

12.3 Komparativt verdiestimat

Basert på børskurs per 4. januar 2016 og justert og omgruppert årsregnskap for 2015, er de størrelsene som er nødvendige for å regne ut multiplene oppsummert i tabell 12-1.

	Pris	Bok	NRE	EBITDA	EBIT
	2015				
SalMar	152,00	45,64	9,02	15,39	12,52
Marine Harvest	117,10	41,16	4,36	9,60	6,76
Lerøy	327,00	142,80	16,78	32,81	24,81
NRS	80,00	25,19	3,38	5,88	4,64
Grieg Seafood	30,00	19,81	-0,21	2,30	0,79

Tabell 12-1 Nøkkeltall som er nødvendige for å beregne de valgte multiplene. De nødvendige nøkkeltallene er pris, bok, nettoresultat til egenkapital (NRE), EBITDA og EBIT for henholdsvis SalMar og bransjeutvalget.

Nøkkeltallene i tabell 12-1 danner grunnlag for beregningen av SalMar og bransjens multipler, som vist nedenfor i tabell 12-2. SalMars multipler er beregnet for sammenligningsformål, basert på børskurs per 4. januar 2016 (SalMar) og vårt verdiesimat fra kapittel 11 (side 179) (SalMar implisitt). Bransjens multipler brukes til å verdsette SalMar. Gjennom en indirekte verdsettelse av SalMar basert på aksjekursen til de komparative selskapene, antas det at selskapene er korrekt priset i markedet, med de potensielle feilkilder det medfører. For å ta høyde for variasjon blir bransjens gjennomsnittsmultiplertatt i bruk ved verdsettelsen av SalMar. Alle selskapene er vektet likt.

	P / B	P / E	EV / EBITDA	EV / EBIT
SalMar	3,3	16,8	11,4	14,1
SalMar (implisitt)	3,8	19,2	12,8	15,7
Marine Harvest	2,8	26,8	14,5	20,5
Lerøy	2,3	19,5	11,9	15,8
NRS	3,2	23,7	15,8	20,0
Grieg Seafood	1,5	-145,7	20,7	60,5
Gjennomsnitt (av bransjen)	2,5	23,3	15,7	29,2

Tabell 12-2 SalMar og bransjens multipler. SalMar (implisitt) er beregnet med utgangspunkt i vårt verdiesimat på 172,50 kroner, mens beregningen av de øvrige multipler er basert på børskurs per 4. januar 2016. Marine Harvest, Lerøy, NRS og Grieg Seafood inngår i gjennomsnittet av bransjen, og alle selskapene er vektet likt. For P/E-variabelen er imidlertid Grieg Seafood utelatt fra gjennomsnittet, fordi selskapet har hatt et negativt nettoresultat til egenkapitalen i 2015.

Til tabellen er det viktig å påpeke at Grieg Seafoods Pris/Fortjeneste-forhold ikke inngår som en del av gjennomsnittet i bransjen. Selskapet har i 2015 hatt et negativt nettoresultat til egenkapital, hvilket medfører at basisen i Pris/Fortjeneste-forholdet er negativ og ikke kan brukes. For de øvrige multiplikatorene observeres det også at Grieg Seafood skiller seg noe fra de andre selskapene. Det er imidlertid ikke uvanlig at selskaper avviker fra hverandre, og vi velger derfor å beholde Grieg Seafood i bransjeutvalget for de tre andre multiplikatorene.

SalMars multipler basert på det fundamentale verdiestimatet (SalMar implisitt) er for det meste nærmere bransjegjennomsnittet enn multiplene basert på børskurs (SalMar), som vist ovenfor i tabell 12-2. Verdiestimatet synes derfor ikke å være altfor urimelig. Ettersom de komparative selskapene og SalMar har svært lik drift kan gjennomsnittet i bransjen brukes til direkte verdsettelse (Knivsflå, 2016d). Tabell 12-3 viser SalMars verdiestimat basert på multiplikatormodellen:

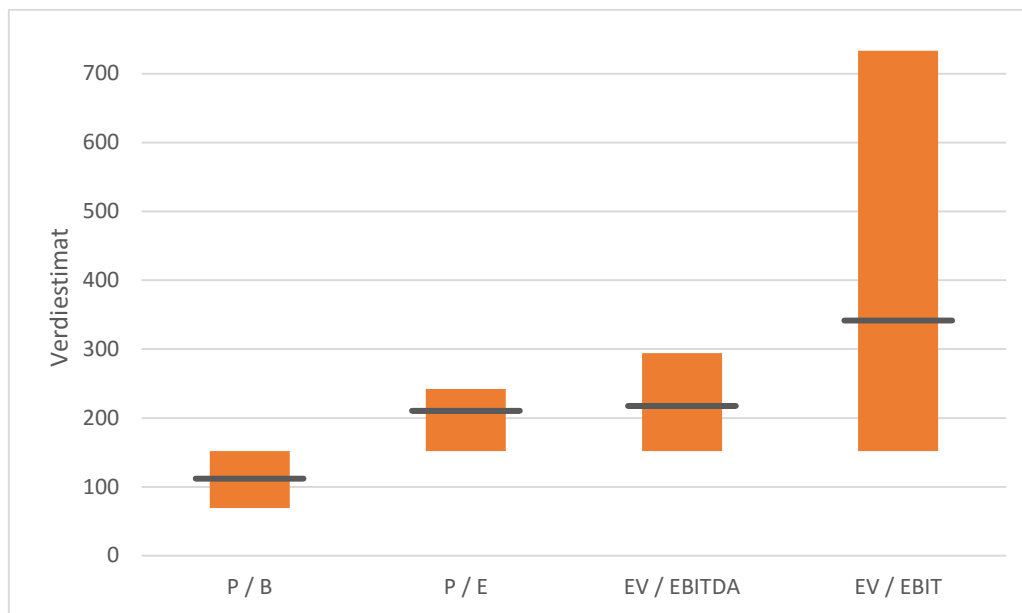
Multipel	Verdiestimat
P / B	112,108
P / E	210,549
EV / EBITDA	217,782
EV / EBIT	341,589
Gjennomsnitt	220,507

Tabell 12-3 Komparativt verdiestimat for SalMar. Gjennomsnittet av verdiestimatene regnet for de valgte multiplikatorene utgjør det komparative verdiestimatet for SalMar.

SalMars komparative verdiestimat er 220,507 kroner per aksje, hvilket tilsvarer en samlet verdi på 24 723 224 647 kroner. Verdiestimatet fra hver enkelt multipel varierer mellom 112,108 og 341,589 kroner, og vi må derfor være kritiske til hvor pålitelig resultatene fra den komparative verdivurderingen er.

12.4 Verdiintervall

Det komparative verdiestimatet basert på gjennomsnittsverdier avviker stort fra det fundamentale verdiestimatet, på 172,503 kroner per aksje. Hvorvidt bruk av gjennomsnittsverdier gir et godt estimat kan derfor diskuteres. Figur 12-1 viser verdiintervall med gjennomsnittsverdier for hver av multiplikatorene.



Figur 12-1 Verdiintervall for hver av de fire multiplikatorene. Toppen og bunnen av stolpene er gitt ved høyeste og laveste verdi for de aktuelle multiplikatorene, og den mørke streken representerer gjennomsnittet.

Figuren viser svingninger i verdiestimat for hver enkelt multiplikator, samt svingninger mellom multiplikatorene. Et poeng er at Marine Harvest i form av sin størrelse og utvidede kontroll over verdikjeden, skiller seg fra SalMar og de andre selskapene i bransjen. Følgelig kan det argumenteres for at Marine Harvest burde vært ekskludert fra utvalget. På den annen side er NRS og Grieg Seafood mindre aktører uten like mye kontroll, hvilket i så tilfelle taler for at også disse burde vært ekskludert. Samlet synes disse forholdene å utjevne hverandre, og forskjellene mellom selskapene i utvalget anses derfor som tilfredsstillende lave.

12.5 Oppsummering

Verdiestimatet fra komparativ verdivurdering ved bruk av multiplikatormodellen er på 220,507 kroner per aksje. Avviket fra det fundamentale verdiestimatet er dermed stort. Det samme gjelder også for avviket fra børskursen per 4. januar 2016 på 152 kroner. Som nevnt er det stor variasjon mellom verdiestimatet fra hver enkelt multiplikator, og vi må derfor være kritiske til hvor pålitelig resultatet fra den komparative verdivurderingen er. Vi anser estimatet fra den fundamentale analysen som mer pålitelig. Dette fordi den fundamentale analysen er mer detaljert, og fordi den ikke i like stor grad som den komparative blir påvirket av ulikheter mellom selskapene i bransjen. På bakgrunn av dette velger vi å beholde det fundamentale verdiestimatet på 172,503 kroner per aksje.

13 Oppsummering og handlingsstrategi

I denne delen ser vi tilbake på problemstillingen for oppgaven vår. Vi vil her oppsummere våre viktigste funn og komme med et forslag til en anbefalt handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering

Det gjennomgående temaet for denne oppgaven har vært strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av SalMar. Gjennom strategiske analyser, regnskapsanalyser, utarbeidelser av fremtidsregnskap og -krav har vi ved bruk av fundamental verdivurdering forsøkt å finne svar på følgende problemstilling:

«Hva er verdien av egenkapitalen til SalMar ASA per 4. januar 2016?»

Den strategiske analysen ga oss innsikt i interne og eksterne forhold vedrørende SalMars virksomhet. I den eksterne bransjeorienterte analysen ble det avdekket at konkurranseintensiteten i oppdrettsnæringen er tilnærmet moderat, mye på grunn av dens restriktive konsesjonspolitik. Dette ble videre vurdert til å gi grunnlag for en varig bransjefordel for aktørene i næringen. Den interne ressursorienterte analysen avdekket at SalMar både besitter og mangler viktige ressurser for å oppnå konkurransefortrinn i bransjen. Samlet fant vi at SalMar likevel har hatt en ressursfordel over analyseperioden, hovedsakelig på grunn av deres evne til å generere gode marginer. Ressursfordelen forventes imidlertid å være avtakende over tid, da det er ventet at konkurrentene vil gjennomføre investeringer og ta etter SalMar slik at ressursfordelen utjevnes. På lang sikt er det derfor ventet at SalMar vil ha en samlet strategisk fordel på 3,1 prosent.

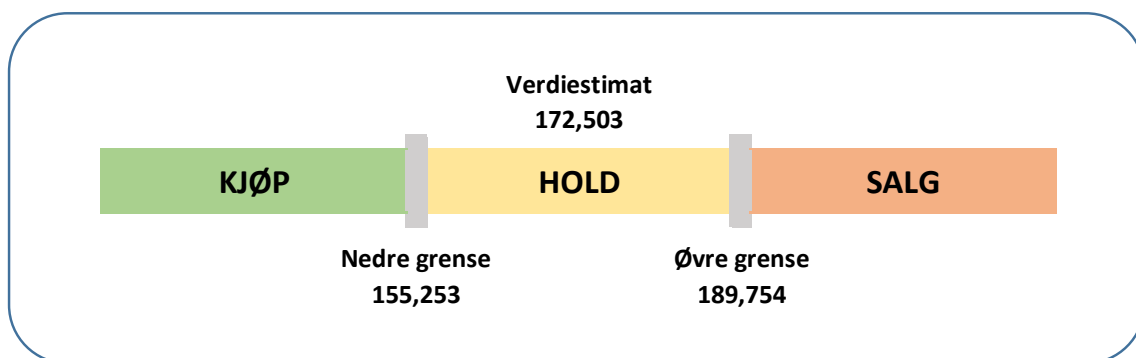
Basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen ble SalMars fremtidsregnskap og -krav utarbeidet for perioden 2016 til 2025. Dette la videre grunnlag for den fundamentale verdivurderingen av selskapet. Den fundamentale egenkapitalverdien ble beregnet ved bruk av både egenkapital- og selskapskapitalmetoden, for å sikre konsistens i verdiestimatet. Første verdiestimat fra de to metodene var på henholdsvis 167,770 og 244,300 kroner per aksje. Gjennom konvergeringsprosessen ble de budsjetterte vektene stegvis oppdatert til virkelige verdivekter, hvilket resulterte i et verdiestimat på 172,849 kroner per aksje. Endelig verdiestimat ble deretter nedjustert for konkurrisiko til 172,503 kroner per aksje per 4. januar 2016.

I visshet om at det var stor usikkerhet i verdiestimatet, gjennomførte vi simulerings- og sensitivitetsanalyser for å kartlegge hvordan kritiske budsjett- og verdidrivere så ut til å påvirke estimatet. Resultatet viste at verdiestimatet særlig var sensitivt overfor endringer i de driftsrelaterte budsjettdriverne i konstant vekst.

Det ble også utført en komparativ verdivurdering ved bruk av multiplikatormodellen, hvilket ga oss et verdiestimat på 220,507 kroner per aksje. Dette var vesentlig høyere enn både børskursen og det fundamentale verdiestimatet. På grunn av stor usikkerhet knyttet til estimatene valgte vi å beholde verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen som vårt endelige estimat. SalMars egenkapitalverdi per 4. januar 2016 er derfor satt til 172,503 kroner per aksje.

13.2 Handlingsstrategi

Avslutningsvis presenteres en anbefalt handlingsstrategi basert på vårt verdiestimat på SalMar. Når vi skal utarbeide handlingsstrategien, sammenlignes verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen med børskurs på verdsettelsestidspunktet. Det endelige verdiestimatet på 172,503 kroner per aksje er utarbeidet på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon frem til årsskiftet 2015/2016, og verdsettelsestidspunktet er derfor satt til 4. januar 2016. Som følge av stor usikkerhet i verdiestimatet har vi valgt å utarbeide handlingsstrategien om kjøp, hold eller salg med et avvik på +/- 10 prosent fra det endelige verdiestimatet. Dersom børskursen er under nedre grense, anbefales kjøp, og dersom børskursen er over øvre grense, anbefales salg. Mellom grensene anbefales hold. Øvre og nedre grense er vist i figur 13-1.



Figur 13-1 Grenseverdiene for vår anbefalte handlingsstrategi om kjøp, hold eller salg for SalMars aksje.

SalMars børskurs per 4. januar 2016 er 152 kroner per aksje. Det vil si at SalMars aksje, ifølge vår analyse, er noe undervurdert. På dette tidspunktet handles aksjen for en pris som er 15 prosent lavere enn vårt beste verdiestimat på 172,503 kroner. Aksjekursen er under nedre grense på 155,253 kroner, og følgelig gis en kjøpsanbefaling per 4. januar 2016.

Referanseliste

Bøker

- Barney, J. (2014). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4. utg.). Boston: Pearson Education.
- Dahl, G., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* (1. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Technigues for Determing the Value of Any Asset* (3. utg.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hoff, K. G., Voldsund, T., & Hansen, S. K. (2007). *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernhard, V. L. (2004). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements* (3. utg.). Mason, Ohio: Thomson, South-Western.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. utg.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1998). *Competitive strategy*. New York: The Free Press.
- Roos, G., von Krogh, G., & Roos, J. (2013). *Strategi – en innføring* (5. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Rusten, G., Potthoff, K. & Sangholt, L. (eds.). (2013). *Norway: Nature, Industry and Society*. Bergen: Fagbokforlaget.

Presentasjoner

- Knivsflå, K. H. (2016a). *1 Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 12. januar 2016. Hentet 5. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2001%20-%202016.pdf>

- Knivsflå, K. H. (2016b). *16 Fundamental verdivurdering – egenkapitalmetoden*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 3. mars 2016. Hentet 5. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2016%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016c). *17 SK-metoden og verdikonvergens*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 8. mars 2016. Hentet 5. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2017%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016d). *21 Komparativ verdivurdering*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole. Hentet 7. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2021%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016e). *18 Uvisse i verdiestimatet og «some topics in valutaion»*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 10. mars 2016. Hentet 9. mai 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2018%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016f). *2 Strategi, rekneskap og verdi*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 14. januar 2016. Hentet 4. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2002%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016g). *3 Rekneskapsanalyse, ramme og «trailing»*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 19. januar 2016. Hentet 7. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2003%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016h). *13 Framtidsrekneskap – ramme og driftsinntekter*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 23. februar 2016. Hentet 7. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/opplegg/BUS440%20PLAN%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016i). *4 Omgruppering for analyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 21. januar 2016. Hentet 8. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2004%20-%202016.pdf>

- Knivsflå, K. H. (2016j). *5 Omgruppering – balanse og kontantstrøm*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 26. januar 2016. Hentet 11. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202005%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016k). *6 Regnskapsbasert måling og målefeil*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 28. januar 2016. Hentet 13. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202006%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016l). *7 Justering av målefeil*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 2. februar 2016. Hentet 13. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202007%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016m). *8 Kredittvurdering – syntetisk rating*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 4. februar 2016. Hentet 14. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202008%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016n). *11 Strategisk driftsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 16. februar 2016. Hentet 17. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202011%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016o). *9 Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 9. februar 2016. Hentet 18. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202009%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016p). *10 Strategisk rentabilitetsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 11. februar 2016. Hentet 27. april 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202010%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016q). *14 Framtidsrekneskap – andre budsjettdriverarar*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 25. februar 2016. Hentet 3. mai 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%202014%20-%202016.pdf>

Knivsflå, K. H. (2016r). *15 Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 1. mars 2016. Hentet 4. mai 2016 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2015%20-%202016.pdf>

Årsrapporter

Årsrapporter (2009-2014) og fjerdekvartalsrapport 2015 er hentet fra oppdrettsselskapenes hjemmesider:

Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/>

SalMar: <http://salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>

Norway Royal Salmon: <http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Grieg Seafood: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Annen selskapsinformasjon

Grieg Seafood. (2014). *Årsrapport for 2013*. Hentet 21. mars. 2016 fra <http://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2014/12/GSF2013-NORSK-FINAL.pdf>

Grieg Seafood. (2015a). *Årsrapport for 2014*. Hentet 28. januar 2016 fra <http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>

Grieg Seafood. (2015b). *Om Grieg Seafood*. Hentet 28. januar 2016 fra <http://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/>

Grieg Seafood. (2016). *Kvartalsrapport for fjerdekvartal 2015*. Hentet 21. mars 2016 <http://hugin.info/138681/R/1987063/729212.pdf>

Lerøy Seafood Group. (2015a). *Årsrapport for 2014*. Hentet 27. januar 2016 fra <http://hugin.info/131537/R/1912100/682394.pdf>

Lerøy Seafood Group. (2015b). *Historie*. Hentet 27. januar 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Forbruker/Om-Leroy/Historie/>

Lerøy Seafood Group. (2015c). *Verdikjeden*. Hentet 10. februar 2016 fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Verdikjeden/>

Lerøy Seafood Group. (2016). *Kvartalsrapport for fjerdekvartal 2015*. Hentet 21. mars 2016 fra <http://hugin.info/131537/R/1988194/729939.pdf>

- Marine Harvest. (2015a). *Årsrapport for 2014*. Hentet 26. januar 2016 fra <http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2015b). *Norges største oppdrettsselskap*. Hentet 26. januar 2016 fra <http://www.marineharvest.no/about/norges-storste/>
- Marine Harvest. (2016). *Kvartalsrapport for fjerdekvartal 2015*. Hentet 21. mars 2016 fra <http://www.marineharvest.no/investor/quarterly-material/>
- Norway Royal Salmon. (2014). *Årsrapport for 2013*. Hentet 21. mars 2016 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/%C3%85rsberetning_2013-NRS_NO.pdf
- Norway Royal Salmon. (2015a). *Årsrapport for 2014*. Hentet 27. januar 2016 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf
- Norway Royal Salmon. (2015b). *Historie*. Hentet 27. januar 2016 fra <http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie>
- Norway Royal Salmon. (2016). *Kvartalsrapport for fjerdekvartal 2015*. Hentet 21. mars 2016 fra <http://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202015-Q4.pdf>
- SalMar. (2015a). *Årsrapport for 2014*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>
- SalMar. (2015b). *Historie*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://salmar.no/Om-SalMar/Historie>
- SalMar. (2015c). *Yngel og smolt – settefiskproduksjon*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://salmar.no/Om-SalMar/Virksomhetsomrader/Smolt>
- SalMar. (2015d). *Oppdrett*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://salmar.no/Om-SalMar/Virksomhetsomrader/Oppdrett>
- SalMar. (2015e). *Slakt, pakking og foredling (VAP)*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://salmar.no/Om-SalMar/Virksomhetsomrader/Slakting-og-Foredling>
- SalMar. (2015f). *InnovaMar – fra drøm til virkelighet*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://salmar.no/Om-SalMar/InnovaMar>
- SalMar. (2015g). *Salg & distribusjon*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://salmar.no/Om-SalMar/Virksomhetsomrader/Salg-og-Distribusjon>

SalMar. (2015h). *Kvartalsrapport for tredje kvartal 2015*. Hentet 1. februar 2016 fra <http://hugin.info/138695/R/1966223/717995.pdf>

SalMar. (2015i). *Bærekraftsrapport for 2014*. Hentet 31. mars 2016 fra <http://hugin.info/138695/R/1917404/685881.pdf>

SalMar. (2016a). *Kvartalsrapport for fjerde kvartal 2015*. Hentet 21. mars 2016 fra <http://hugin.info/138695/R/1987431/729481.pdf>

SalMar. (2016b). *Årsrapport for 2015*. Hentet 12. mai 2016 fra <http://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>

Rapporter

Andreassen, O. & Robertsen, R. (2014). *Eierendringer for havbrukskonsesjoner tildelt i 2009*. (Rapport nr. 4/2014). Tromsø: Nofima. Hentet 22. januar 2016 fra <http://www.nofima.no/filearchive/rapport-4-2014-eierendringer-for-havbrukskonsesjoner-tildelt-i-2009-runden.pdf>

Asche, F., & Tveterås, R. (2011). *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. (Forskningsrapport 8/2011). Oslo: Handelshøyskolen BI – Institutt for strategi og logistikk. Hentet 18. mars 2016 fra [http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/\\$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf)

Dagens Næringsliv. (2016). *Børs & marked 6. januar 2016*. Dagens Næringsliv (papir).

Fiskeridirektoratet. (2015b). *Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret*. Hentet 4. mars 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Statistiske-publikasjoner/Loennsomhetsundersokelser-for-laks-og-regnbueoerret>

Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening. (2011). *Utslipp av næringsalter og organisk materiale*. Hentet 28. januar 2016 fra http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/importedfiles/faktaark_naeringsalter2011.pdf

Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening & Eksportutvalget for fisk. (2011). *Norsk havbruk*. Oslo: Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening. Tromsø: Eksportutvalget for fisk. Hentet 31. januar 2016 fra http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2009/06/eff_fhl_komplett_lowres.pdf

- Holm, J. C., Vassbotten, K., Hansen, H., Eithun, I., Andreassen, O., Asche, F., Reppe, F., & Grøttum, J. A. (2015). *Laks på land*. På oppdrag fra Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet 17. februar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/1e8b96928110400eb0d5892b9c8c4bdb/laks-pa-land.pdf>
- Jakobsen, S. E., Berge, D. M., & Aarset, B. (2003). *Regionale og distriktspolitiske effekter av statlig havbrukspolitikk*. Arbeidsnotat nr. 16/03. (SNF-prosjekt nr. 4291). Bergen: Samfunns- og næringslivsforskning AS. Hentet 17. januar 2016 fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/krd/rap/2003/0006/ddd/pdfv/182943-a16_03.pdf
- Liabø, L., Nystøyl, R., Pettersen, I., Vang, T. A., & Veggeland, F. (2007). *Rammebetingelser og konkurransevne for akvakultur. En sammenligning mellom Chile, Skottland og Norge*. (NILF-rapport 2007–3). Bergen: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning. Hentet 20. januar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/FKD/Vedlegg/Diverse/2007/R200703Helte.pdf>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Norges sjømatråd. (2015b). *Utviklingstrender i norsk sjømatkonsum*. Hentet 22. februar 2016 fra <http://www.seafood.no/Markedsinnsikt/Rapporter/Markedsrapporter/Utviklingstrender-i-norsk-sj%C3%B8matkonsum-2014>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2013a). *Fakta om fiskeri og havbruk 2013*. Oslo: Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet 17. januar 2016 fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/brosjyrer20og20veiledninger/2013/1-0553n_web.pdf
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2013b). *Verdens fremste sjømatnasjon*. Meld. St. 22 (2012-2013). Oslo: Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet 25. januar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld-st-22-20122013/id718631/?q=&ch=11>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015b). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*. Meld. St. 16 (2014-2015). Oslo: Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet 18. februar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/?q=&ch=2>

PwC. (2015, desember). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Hentet 18. april 2016 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>

Statistisk sentralbyrå. (2015c). *Økonomiske analyser*. Hentet 1. mars 2016 fra <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/attachment/238542?ts=15012986260>

Thoresen, A., & Dahl, G. A. (2012). *Verdivurdering – ulike metoder*. Hentet 11. juni 2016 fra <http://test.lederkilden.no/eBook?marketplaceId=721795&languageId=1&rootContentItemId=43135549&structureId=43135551&action=getPDF>

Lover og forskrifter

Akvakulturloven. (2005). *Lov om akvakultur av 17. juni 2005 nr. 79*. Hentet 18. januar 2016 fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Forskrift om lakselusbekjempelse. (2012). *Forskrift om bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg*. Hentet 28. februar 2016 fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2012-12-05-1140>

Laksetildelingsforskriften. (2005). *Forskrift om tillatelse til akvakultur for laks, ørret og regnbueørret*. Hentet 22. januar 2016 fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>

Regnskapsloven. (1998). *Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56*. Hentet 8. april 2016 fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>

Nettsider

Aadland, C. (2015, 15. mai). *Alt du trenger å vite om lakselus*. Hentet 27. januar fra http://sysla.no/2015/05/15/havbruk/alt-du-trenger-a-vite-om-lakselus_46018/

Aksjemarkedet.com. (u.å.). *Rammeverk for den strategiske analysen*. Hentet 26. februar 2016 fra <http://aksjemarkedet.com/rammeverk-for-den-strategiske-analysen/>

Asche, F., Roll, K. H., & Tvetervås, R. (2012, januar). *FoU, innovasjon og produktivitetsvekst i havbruk*. Hentet 23. februar 2016 fra <https://www.magma.no/fou-innovasjon-og-produktivitetsvekst-i-havbruk>

Berge, A. (2015, 4. februar). – *Det er en reell knapphet på fiskeolje*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://ilaks.no/det-er-en-reell-knapphet-pa-fiskeolje/>

- Berner, P. T., & Lund, S. E. (2003). *Innføring av IFRS – er din virksomhet forberedt?*. Hentet 8. april 2016 fra <https://www.magma.no/innfoering-av-ifrs-er-din-virksomhet-forberedt>
- Bernhoft, A. B., & Fardal, A. (2007). *IFRS og fiskeoppdrett*. Hentet 13. april 2016 fra <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>
- Borge, E. (2015, februar). *Forskning for havbruksnæringen*. Hentet 25. februar 2016 fra <http://www.fiskerioghavbruk.no/forskning-og-innovasjon/forskning-for-havbruksnringen>
- Broback, T. (2015, april). *Slik blir havbruksnæringen i 2020*. Hentet 21. februar 2016 fra <http://www.fiskerioghavbruk.no/forskning-og-innovasjon/slik-blir-havbruksnringen-i-2020>
- Bjørnestad, S., & Barstad, S. (2014, 1. desember). *Lav oljepris kutter lønnskonto og boligpriser*. Hentet 4. februar 2016 fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Lav-oljepris-kutter-lonnskonto-og-boligpriser-7805684.html>
- Dyrnes, S. (2004). *Verdsettelse ved bruk av multiplikator*. Hentet 10. mai 2016 fra <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>
- E24. (2013, 15. august). – *Situasjonen er dramatisk*. Hentet 25. januar 2016 fra <http://e24.no/makro-og-politikk/norsk-laks-faller-i-fisk-i-kina/21355805>
- E24. (2016a). *Hovedindeksen (OSEBX)*. Hentet 18. 2016 fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/OSEBX.OSE>
- E24. (2016b). *SalMar*. Hentet 18. april 2016 fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/SALM.OSE>
- Finansdepartementet. (2016, 5. januar). *Skattesatser 2016*. Hentet 12. april 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/>
- Fish Pool. (2016, 16. februar). *Forward Prices*. Hentet 16. februar 2016 fra <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Fish Pool. (u.å.). *About Fish Pool ASA*. Hentet 29. februar 2016 fra <http://fishpool.eu/about/>
- Fiskeridirektoratet. (2014, 17. november). *Strategier og ansvarsområder*. Hentet 21. januar 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Om-oss/Strategier-og-ansvarsomraader>

- Fiskeridirektoratet. (2015a, 22. mai). *Landbasert akvakultur*. Hentet 17. februar 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Landbasert-akvakultur>
- Fiskeridirektoratet. (2016a, 28. januar). *Laks, regnbueørret og ørret*. Hentet 3. februar 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>
- Fiskeridirektoratet. (2016b, 29. januar). *Rømmingsstatistikk*. Hentet 3. februar 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>
- Fiskeridirektoratet. (2016c, 13. januar). *Vil ha fortgang i teknologiutvikling*. (Pressemelding). Hentet 17. februar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/vil-ha-fortgang-i-teknologiutvikling/id2470187/>
- Fiskeridirektoratet (2016d, 28. februar). *Ocean Farming får de første utviklingstillatelsene*. Hentet 1. april 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2016/0216/Ocean-Farming-faar-de-foerste-utviklingstillatelsene>
- FN. (2016, 5. januar). *Verdens befolkning*. Hentet 21. februar 2016 fra <http://www.fn.no/Tema/Befolkning/Verdens-befolkning>
- Furuset, T. (2010, 6. september). *Introduksjon til aksjeverdsettelse*. Hentet 10. mai 2016 fra <http://www.morningstar.no/no/news/86937/introduksjon-til-aksjeverdsettelse.aspx>
- Hallenstvedt, A. (2015, 12. juni). *Fiskeoppdrett*. I Store norske leksikon. Hentet 17. januar 2016 fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Helsedirektoratet. (2015, 12. november). *Næringsstoffanbefalinger – energi, karbohydrater, fett, protein, vitaminer, mineraler*. Hentet 4. mars 2016 fra <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ertering/neringsstoffanbefalinger-energi-karbohydrater-fett-protein-vitaminer-mineraler>
- Hvamstad, E. (2016, 9. januar). – *Aldri opplevd høyere laksepriser*. Hentet 20. januar 2016 fra http://www.hegnar.no/bors/artikkel577709.ece#_ga=1.262312460.145304998.1453216672
- IFRS. (u.å.). *International Accounting Standards Board (IASB)*. Hentet 14. mars 2016 fra <http://www.ifrs.org/About-us/IASB/Pages/Home.aspx>

- Laks. (u.å.). *Lakseeventyret*. Hentet 23. februar 2016 fra <http://laks.no/lakseeventyret/>
- Laksefakta. (2014a, 22. oktober). *Laks i norsk havbruk*. Hentet 17. januar 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laks-i-havbruk/Les-mer-om/Laks-i-norsk-havbruk>
- Laksefakta. (2014b, 5. desember). *Rømming*. Hentet 26. januar 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Milj%C3%B8-og-b%C3%A6rekraft/Aktuelt/Les-mer-om/R%C3%B8mming>
- Laksefakta. (2014c, 8. desember). *Næringssalter*. Hentet 28. januar 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Milj%C3%B8-og-b%C3%A6rekraft/Aktuelt/Les-mer-om/N%C3%A6ringssalter>
- Laksefakta. (2014d, 17. oktober). *Fra merd til slakting*. Hentet 1. februar 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-merd-til-slakting>
- Laksefakta. (2015a, 26. oktober). *Bærekraftig laksefôr*. Hentet 29. januar 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Dette-spiser-laksen/Les-mer-om/B%C3%A6rekraftig-laksef%C3%B4r>
- Laksefakta. (2015b, 25. august). *Fra rogn til mat*. Hentet 31. januar 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-rogn-til-mat>
- Laksefakta. (2016a, 29. januar). *Laks og helse*. Hentet 22. februar 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Mattrygghet/Laks-p%C3%A5-bordet/Les-mer-om/Laks-og-helse>
- Laksefakta. (2016b, 29. januar). *Laks dominerer i havbruk*. Hentet 4. mars 2016 fra <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laks-i-havbruk/Les-mer-om/Laks-dominerer-i-havbruk>
- Laugen, S. T. (2014, 7. august). *Leter etter omveier for norsk laks*. Hentet 25. januar 2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/2014/08/07/2157/Russlands-boikott/leter-etter-omveier-for-norsk-laks>

- Lorentzen, M. (2015, 29. september). – *Det er et regionalt problem og en nasjonal utfordring*. Hentet 25. januar 2016 fra <http://e24.no/makro-og-politikk/rentemoete-norges-bank/bruker-rentevaapenet-mot-oekt-ledighet-det-er-et-regionalt-problem-og-en-nasjonal-utfordring/23530607>
- Lusedata. (u.å.). *Om lakselus*. Hentet 27. januar 2016 fra <http://lusedata.no/om-lakselus/>
- Marin helse. (u.å.). *Fiskesykdommer*. Hentet 27. januar 2016 fra <http://marinhelse.no/fiskesykdommer/>
- Mattilsynet. (2016, 20. januar). *Lakselus*. Hentet 27. januar 2016 fra http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/
- Miljødirektoratet. (2008, 13. mars). *Økte utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett*. Hentet 28. januar 2016 fra http://www.miljodirektoratet.no/no/Nyheter/Nyheter/Old-klif/2008/Mars_2008/Okte_utslipp_av_naringssalter_fra_fiskeoppdrett/
- Miljødirektoratet. (2014, 28. oktober). *Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett*. Hentet 28. januar 2016 fra <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naringssalter-fra-fiskeoppdrett/>
- Miljødirektoratet. (2015, 3. desember). *Lakselus*. Hentet 27. januar 2016 fra <http://www.miljostatus.no/lakselus/>
- Mikalsen, K. E. (2015, 17. april). *Nå kan Norge igjen selge laks til Kina*. Hentet 25. januar 2016 fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Na-kan-Norge-igjen-selge-laks-til-Kina-7985613.html>
- Myrset, O. (2015, 12. februar). *Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land*. Hentet 17. februar 2016 fra http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land_39673/
- Nesfossen smolt. (u.å.). *Laksefôr og Fiskefôr*. Hentet 1. februar 2016 fra <http://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=16>
- Norges Bank. (2014, 11. desember). *Styringsrenten settes ned 0,25 prosentenheter til 1,25 prosent*. (Pressemelding). Hentet 22. januar 2016 fra <http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2014/Pressemelding-11-desember-2014/>

- Norges Bank. (2015a, 24. september). *Styringsrenten settes ned 0,25 prosentenheter til 0,75 prosent.* (Pressemelding). Hentet 22. januar 2016 fra <http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2015/Pressemelding-24-september-2015/>
- Norges Bank. (2015b). *Styringsrenten.* Hentet 22. januar 2016 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (2015c, 17. desember). *Styringsrenten holdes uendret på 0,75 prosent.* Hentet 22. februar 2016 fra <http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2015/Pressemelding-17122015/>
- Norges Bank. (2016a). *Valutakurs for euro (EUR).* Hentet 21. januar 2016 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR/>
- Norges Bank. (2016b, 2. februar). *Valutakursar og valutareservar.* Hentet 29. februar 2016 fra <http://www.norges-bank.no/FAQ/valutakursar-og-valutareservar/>
- Norges Bank. (2016c, 15. januar). *FAQ – pengepolitikk, inflasjon og styringsrenten.* Hentet 4. april 2016 fra <http://www.norges-bank.no/FAQ/pengepolitikk/>
- Norges Bank. (2016d). *Statsobligasjoner årgjennomsnitt.* Hentet 25. april 2016 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges sjømatråd. (2015a, 7. januar). *Rekordhøy lakseeksport i 2014.* Hentet 19. januar 2016 fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/%E2%80%8BRekordh%C3%B8y-lakseeksport-i-2014>
- Norges sjømatråd. (2016a, 5. januar). *Laks og ørret for 50 milliarder i 2015.* Hentet 25. januar 2016 fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Laks-og-%C3%B8rret-for-50-milliarder-i-2015>
- Norges sjømatråd. (2016b, 5. januar). *Norsk sjømateksport mer enn doblet på 10 år.* Hentet 22. januar 2016 fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Norsk-sj%C3%B8mateksport-mer-enn-doblet-p%C3%A5-10-%C3%A5r2>
- Norges sjømatråd. (u.å.). *Kveite og laks blant unges favoritter.* Hentet 23. februar 2016 fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Kveite-og-laks-blant-unges-favoritter>

- Norges Råfisklag. (u.å.). *Vår historie*. Hentet 1. februar 2016 fra <http://www.rafisklaget.no/portal/page/portal/NR/Omoss/Historikk>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2012, 9. november). *Grønn vekst i lakseoppdrett*. Hentet 18. januar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/gronn-vekst-i-lakseoppdrett/id707527/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2013c, 15. oktober). *Sjømatindustrien – oppdrett*. Hentet 31. januar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/ryddemappe/rydde/sjomatindustrien--oppdrett/id742606/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2014, 1. april). *Regjeringen vil sikre vekst og konkurransekraft i havbruk*. Hentet 18. februar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Regjeringen-vil-sikre-vekst-og-konkurransekraft-i-havbruk/id754291/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015a, 19. juni). *Russland*. Hentet 22. januar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/frihandel-og-naringssamarbeid/russland/id587678/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015c, 20. mars). *Bærekraftig og forutsigbar vekst for laks*. Hentet 18. februar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/barekraftig-og-forutsigbar-vekst-for-laks/id2401801/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015d, 18. desember). *Oppdatert rapport om produksjonsområder*. Hentet 18. februar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/oppdatert-rapport-om-produksjonsomrader/id2468527/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2016, januar). *Retningslinjer for behandling av søknader om utviklingstillatelse til oppdrett av laks, ørret og regnbueørret*. Hentet 17. februar 2016 fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/d883557616f64360baf43e78c0e3a57a/retningslinjer-for-behandling-av-soknader-om-utviklingstillatelser.pdf>
- Olsen, K. E., & Sjørgård, K. O. (2013, 25. mars). *Naturvernforbundet: – Grønne konsesjoner gir økt miljøbelastning*. Hentet 18. januar 2016 fra <http://www.nrk.no/nordland/uenige-om-gronne-konsesjoner-1.10962554>
- Oslo Børs. (2016a, 25. januar). *SalMar*. Hentet 25. januar 2016 fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview>

- Oslo Børs. (2016b, 3. februar). *Aksjer*. Hentet 3. februar 2016 fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/shares/quotelist/ob/all/false>
- Oslo Børs. (u.å.). *Minileksikon*. Hentet 23. april 2016 fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Minileksikon>
- Osvik, A. (2013, 30. september). *Hva er din virksomhet verdt?*. Hentet 3. mars 2016 fra <http://www.ledernytt.no/hva-er-din-virksomhet-verdt.5299417.html>
- Pedersen, P. B. (2015, september). *En syklisk bransje*. Hentet 8. mars 2016 fra <http://www.fiskerioghavbruk.no/sikkerhet-og-hms/en-syklisk-bransje>
- Sander, K. (2015, 10. april). *SWIMA/VRIO – analyse (ressursanalyse)*. Hentet 30. mars 2016 fra <http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>
- Schjetne, S. (2012, 26. januar). *USA fjerner straffetoll på laks*. Hentet 25. januar 2016 fra <http://www.nrk.no/okonomi/usa-fjerner-straffetoll-pa-laks-1.7971019>
- Schølberg, O. (2009). *Finansteori anvendt i praksis*. Hentet 18. april 2016 fra <https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>
- Skaar, I. K., & Lindberg, T. M. (u.å.). *Verdivurdering*. Hentet 5. april 2016 fra <http://www.ledernytt.no/verdivurdering.4515936-112550.html>
- Skivenes, I. (2012, 19. november). *Mindre eksport til Kina, men mer laks*. Hentet 25. januar 2016 fra <http://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/mindre-eksport-til-kina-men-mer-laks>
- Soltveit, T. (2016, 27. januar). – *Laksen er inne i en vekstfase*. Hentet 24. februar 2016 fra <http://kyst.no/nyheter/laksen-er-inne-i-en-vekstfase/>
- Statistisk sentralbyrå. (2015a, 29. oktober). *Akvakultur, 2014, endelige tall*. Hentet 19. januar 2016 fra <http://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2015-10-29#content>
- Statistisk sentralbyrå. (2015b, 29. oktober). *Akvakultur, 2014, endelige tall*. Hentet 19. januar 2016 fra <http://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2015-10-29?fane=om#content>
- Statistisk sentralbyrå. (2016a, 20. januar). *Eksport av laks, veke 2 2016*. Hentet 20. januar 2016 fra <http://ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/laks/uke/2016-01-20#content>

Statistisk sentralbyrå. (2016b, 21. januar). *Eksport av laks*. Hentet 21. januar 2016 fra <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=laks&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&checked=true>

Stenheim, T. (2008). *Virkelig verdi – et utfordrende måleattributt*. Hentet 13. april 2016 fra <https://www.magma.no/virkelig-verdi-et-utfordrende-maaleattributt>