

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Vår 2016

SalMar ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Tomas Hansen

Veileder: Leif Atle Beisland

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon (MRR)

NORGES HANDELSHØYSKOLE



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

Sammendrag

Denne masterutredningen er en fundamental verdsettelse av oppdrettsselskapet SalMar ASA. Det fundamentale verdiestimatet er supplert med en komparativ verdsettelse for å redusere estimatusikkerhet og gi et så godt bilde som mulig av SalMars egenkapitalverdi per 31.12.2015.

Første delen av utredningen er en strategisk analyse av kvalitative forhold i oppdrettsbransjen og internt i SalMar. Den strategiske analysen blir knyttet sammen med den kvantitative regnskapsanalysen i kapittel 5–8. Analysen viser at oppdrettsbransjen er preget av god lønnsomhet og stor vekst i analyseperioden. Det er en attraktiv bransje sammenlignet med andre bransjer og er preget av høye inngangsbarrierer og kapitalkrav. SalMar har hatt en tidsvektet historisk strategisk fordel på 20,29% i analyseperioden. Årsaken til dette stammer blant annet fra bransjefordeler som er utenfor selskapets kontroll, men majoriteten knytter seg til selskapsspesifikke forhold som har resultert i meget god lønnsomhet for SalMar i perioden.

Videre i utredningen har jeg brukt innsikten fra den historiske- og strategiske analysen av SalMar for å utarbeide selskapets fremtidsregnskap og tilhørende krav. Jeg konkluderte med at SalMars strategiske fordel vil reduseres betydelig på lang sikt. Allikevel så mener jeg at selskapet vil evne å videreføre deler av fordelene sine på lang sikt, mye grunnet introduksjonen av havbaserte oppdrettsplattformer. Jeg konkluderte derfor med at SalMar har en varig strategisk fordel på 11,02% på lang sikt.

Kontantstrømmene generert fra fremtidsregnskapet danner grunnlaget for selve verdsettelsen. Ved bruk av egenkapital-, selskapskapital- og sysselsattkapitalmetoden ble de respektive kontantstrømmene neddiskontert med tilhørende krav. Gjennom en konvergeringsprosess fant jeg et fundamentalt verdiestimat basert på alle metodene på 185,85 kr per aksje.

I kapittel 12 gjennomførte jeg en komparativ verdsettelse basert på fem multipler som gav et gjennomsnittlig verdiestimat på 188,08 kr per aksje.

Jeg valgte å vekte begge verdiestimatene likt, grunnet den store estimatusikkerheten som foreligger, og endte på et endelig gjennomsnittlig verdiestimat på 186,96 kr per aksje.

Det endelige verdiestimatet resulterer i en kjøpsanbefaling da observerbar aksjepris for SalMar-aksjen per 31.12.2015 er 155 kr per aksje.

Forord

Denne masterutredningen er en obligatorisk del av masterprofilen regnskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole (NHH). Utredningen bygger i stor grad på masterkurset MRR413A som blir undervist av professor Kjell Henry Knivsflå ved NHH. Rammeverket benyttet er sterkt influert av forelesninger og notater fra dette kurset.

Selv om rammeverket til Knivsflå danner grunnlaget for utredningen har jeg benyttet kompetanse jeg har tilegnet meg gjennom hele min tid på NHH. En fundamental verdsettelse krever innsikt i langt mer enn regnskap og det har vært svært lærerikt å gjennomføre en grundig analyse av de kvalitative og kvantitative forholdene som påvirker et selskap.

Utredningen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, men jeg mener allikevel at informasjonen har vært tilstrekkelig for å utarbeide et fundamentalt verdiestimat av god kvalitet.

Arbeidet har vært utfordrende, men jeg sitter igjen med en mye større forståelse for verdsettelse av et selskap. Spesielt krevende har det vært å gjennomføre en slik utredning alene da jeg ikke har hatt en kontinuerlig sparringspartner gjennom denne lange prosessen. Allikevel så sitter jeg igjen med et stort faglig læringsutbytte, samt bedre innsikt i hvordan jeg takler en slik arbeidsmengde.

Avslutningsvis vil jeg takke min veileder, Leif Atle Beisland, som har vært tålmodig, tilgjengelig og behjelpelig gjennom hele prosessen.

Oslo, juni 2016

Tomas Hansen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG.....	2
FORORD	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	10
1.1 VALG AV SELSKAP.....	10
1.2 MÅLSETTING OG PROBLEMSTILLING	10
1.3 STRUKTUR.....	11
2. PRESENTASJON AV SALMAR ASA OG OPPDRETTBRANSJEN.....	12
2.1 OPPDRETTBRANSJEN	12
2.1.1 <i>Historikk</i>	12
2.1.2 <i>Situasjonen i dag</i>	13
2.1.3 <i>Produksjonsprosessen</i>	15
2.1.4 <i>Kostnadsdrivere og innsatsfaktorer</i>	16
2.2 SALMAR ASA OG KOMPARATIVE SELSKAPER.....	18
2.2.1 <i>Komparative selskaper</i>	18
3. METODER FOR VERDSETTELSE.....	20
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	20
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	21
3.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	21
3.4 VALG AV METODE	22
4. STRATEGISK ANALYSE	23
4.1 EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	23
4.1.1 <i>Porters fem krefter</i>	23
4.2 PESTEL-ANALYSE.....	31
4.2.1 <i>Politiske- og lovmessige faktorer</i>	31
4.2.2 <i>Økonomiske faktorer</i>	32
4.2.3 <i>Sosiokulturelle forhold</i>	34
4.2.4 <i>Teknologiske faktorer</i>	34
4.2.5 <i>Miljømessige faktorer</i>	35

4.3	OPPSUMMERING EKSTERN ANALYSE	36
4.4	INTERN RESSURSBASERT ANALYSE.....	36
4.4.1	<i>InnovaMar</i>	37
4.4.2	<i>Ocean Farming</i>	38
4.4.3	<i>Oppsummering intern analyse</i>	40
5.	REGNSKAPSANALYSE.....	42
5.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG	43
5.1.1	<i>Valg av analysenivå</i>	44
5.1.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	44
5.1.3	<i>Valg av komparative selskaper</i>	45
5.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERE TALL	46
5.2.1	<i>Resultatregnskap SalMar ASA</i>	46
5.2.2	<i>Balanseoppstilling SalMar ASA</i>	47
5.2.3	<i>Endring egenkapital SalMar ASA</i>	48
5.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	48
5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	48
5.3.2	<i>Omgruppering av balanseoppstilling</i>	53
5.3.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i>	57
5.4	MÅLEFEIL OG JUSTERING	58
5.5	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	60
6.	ANALYSE AV RISIKO.....	62
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE.....	62
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	62
6.1.2	<i>Likvidetsgrad 2</i>	63
6.1.3	<i>Rentedekningsgrad</i>	64
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE.....	65
6.2.1	<i>Kapitalstruktur</i>	66
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	68
6.3	OPPSUMMERING AV RISIKO	69
6.3.1	<i>Syntetisk rating</i>	69

7.	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	71
7.1	TEORETISK GRUNNLAG.....	71
7.2	KAPITALVERDIMODELLEN (CAPM).....	71
7.2.1	<i>Risikofri rente.....</i>	72
7.2.2	<i>Markedets risikopremie.....</i>	73
7.2.3	<i>Egenkapitalbetaen.....</i>	74
7.3	KRAV TIL EGENKAPITAL OG NETTO FINANSIELL GJELD.....	75
7.3.1	<i>Egenkapitalkrav</i>	75
7.3.2	<i>Betaverdier og krav for finansiell gjeld og finansielle eiendeler</i>	76
7.3.3	<i>Netto driftskapitalbeta og egenkapitalbeta</i>	78
7.4	NETTO DRIFTSKRAV OG SYSSELSATT KAPITALKRAV	79
8.	LØNNSOMHETSANALYSE OG STRATEGISK FORDEL	82
8.1	EGENKAPITALRENTABILITET.....	82
8.2	BRANSJEFORDEL DRIFT	83
8.3	RESSURSFORDEL DRIFT	84
8.3.1	<i>Common size analyse - marginfordel.....</i>	86
8.3.2	<i>Omløpsfordel.....</i>	87
8.4	GEARINGFORDEL DRIFT.....	88
8.5	OPPSUMMERING SAMLET DRIFTSFORDEL.....	89
8.6	FINANSIERINGSFORDEL	90
8.6.1	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	90
8.6.2	<i>Finansieringsfordel minoritet.....</i>	92
8.7	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL.....	93
9.	FREMTIDSREGNSKAP	95
9.1	ANALYSE AV VEKST	95
9.2	VALG AV BUDSJETTHORISONT (T).....	96
9.3	BUDSJETTERING	97
9.3.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	97
9.3.2	<i>Netto driftseiendeler.....</i>	99
9.3.3	<i>Netto driftsmargin og netto driftsresultat.....</i>	100
9.3.4	<i>Finansiell gjeldsdel</i>	101

9.3.5	<i>Finansiell eiendelsdel</i>	102
9.3.6	<i>Netto finanskostnad og netto finansinntekter</i>	103
9.3.7	<i>Minoritetsdel</i>	103
9.3.8	<i>Minoritetsinteresser</i>	103
9.4	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP OG FRI KONTANSTRØM	104
9.4.1	<i>Fremtidsregnskap</i>	104
9.4.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	104
9.4.3	<i>Fremtidig fri kontantstrøm</i>	105
10.	FREMTIDSKRAV	106
10.1	RISIKOFRI RENTE	106
10.2	MARKEDSRISIKOPREMIE (MRP)	107
10.3	FINANSIELL GJELDSBETA OG GJELDSKRAV	108
10.4	FINANSIELL EIENDELSBETA OG FINANSIELT EIENDELSKRAV	108
10.5	NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV OG FINANSIELL GJELDSBETA	109
10.6	EGENKAPITALBETA OG EGENKAPITALKRAV	110
10.7	EGENKAPITALKRAV	111
10.8	SYSSELSATT KAPITALKRAV	112
10.9	NETTO DRIFTSKAPITALKRAV	113
10.10	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	113
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	116
11.1	EGENKAPITALMETODEN	116
11.1.1	<i>Fri kontantstrøm-modellen</i>	117
11.1.2	<i>Superprofittmodellen (SPE)</i>	117
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN	117
11.2.1	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	118
11.2.2	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	118
11.3	MINORITETSINTERESSER	118
11.4	FØRSTE VERDIESTIMAT	118
11.4.1	<i>Første verdiestimat – egenkapitalmetoden</i>	119
11.4.2	<i>Første verdiestimat – sysselsatt kapitalmetoden</i>	119

11.4.3	<i>Første verdierestimant – netto driftskapitalmetoden</i>	120
11.4.4	<i>Første verdierestimant – minoritetsinteresser</i>	120
11.4.5	<i>Oppsummering første verdierestimant</i>	121
11.5	KONVERGERING MOT FELLESE VERDIESTIMANT	121
11.6	IMPLISITTE MULTIPLER	123
11.7	ANALYSE AV USIKKERHET	124
11.7.1	<i>Konkursrisiko</i>	124
11.7.2	<i>Simuleringsanalyse</i>	124
11.7.3	<i>Crystal ball-simulering</i>	125
11.7.4	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	127
11.7.5	<i>Oppsummering simulering og sensitivitetsanalyse</i>	129
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING	131
12.1	GJENNOMGANG AV MULTIPLER	132
12.1.1	<i>Pris/Bok (P/B)</i>	132
12.1.2	<i>Pris/Fortjeneste</i>	132
12.1.3	<i>EV/EBIT</i>	133
12.1.4	<i>EV/EBITDA</i>	133
12.1.5	<i>EV/KG</i>	133
12.2	MULTIPLIKATORESTIMERING OG VERDIESTIMANT	134
12.2.1	<i>Pris/bok</i>	134
12.2.2	<i>P/E</i>	135
12.2.3	<i>EV/EBIT</i>	136
12.2.4	<i>EV/EBITDA</i>	136
12.2.5	<i>EV/KG</i>	137
12.3	OPPSUMMERING KOMPARATIV VERDSETTELSE	137
13.	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI	138
13.1	OPPSUMMERING	138
13.2	HANDLINGSSTRATEGI	139
14.	REFERANSELISTE	140
14.1	FIGUROVERSIKT	147
14.2	TABELLOVERSIKT	148

15. VEDLEGG.....	152
16. OVERSIKT OVER FORKORTELSER	155

1. Innledning

I dette kapitlet gjør jeg rede for valg av selskap, målsetting og problemstilling for utredningen samt struktur og eventuelle avgrensninger.

1.1 Valg av selskap

Årsaken til at jeg valgte SalMar som analyseobjekt er todelt. Gjennom studiet på NHH har jeg blitt presentert for flere selskaper og bransjer i forbindelse med ulike kurs. Dette har typisk vært alt fra store og globale selskaper til bokbransjen i Norge. Å gjennomføre en fundamental verdsettelse krever innsikt innen både kvalitative og kvantitative felt som igjen vil gi meg god faglig ballast for fremtiden. Oppdrettsnæringen, ved siden av oljenæringen, er en svært viktig grunnstein i norsk næringsliv og jeg ville gjerne lære mer om denne store næringen. Samtidig er det en næring som har store utfordringer med tanke på miljø, videre vekst og bærekraft.

I tillegg er jeg en lidenskapelig fluefisker som fisker laks hvert eneste år. Påvirkningen oppdrettsbransjen har hatt på villaksen i elvene jeg har besøkt i løpet av de siste årene har trigget interessen min for å vite mer om hvordan næringen er bygd opp, og ikke minst hvilke tiltak de bruker for å motvirke påvirkningen de har på miljøet.

SalMar ble valgt fordi de er en stor aktør på det norske markedet som har utmerket seg med god lønnsomhet og vekst de siste årene. Selskapet ble i tillegg stiftet i 1991 noe som indikerer at det godt med informasjon tilgjengelig om både den økonomiske- og selskapsspesifikke utviklingen de har hatt.

1.2 Målsetting og problemstilling

Formålet med utredningen er å fastsette et fundamentalt- og komparativt verdiesimat for verdien av egenkapitalen til SalMar. Gjennom verdsettelsen vil jeg forsøke å avdekke om det er underliggende verdier markedet ikke har priset inn i aksjen.

Problemstillingen for denne oppgaven er med andre ord å fastsette den underliggende verdien av egenkapitalen til SalMar ASA per 31.12.2015 og dernest komme med en handlingsstrategi basert på en sammenligning av observerbar aksjekurs på samme tidspunkt.

1.3 Struktur

Oppgaven er inndelt i tre deler. Del I består av kapittel 2-4 hvor jeg innledningsvis starter med å presentere oppdrettsbransjen, SalMar ASA og de komparative selskapene som benyttes i utredningen. I kapittel 3 presenterer jeg ulike former for verdsettelse og begrunner mitt valg av verdsettelsesteknikk. Kapittel 4 tar for seg en analyse av de eksterne- og interne forholdene i henholdsvis bransjen og SalMar. Denne analysen danner grunnlaget for det videre arbeidet i utredningen.

Del II omfatter kapitlene 5-8. Her gjennomføres en historisk regnskapsanalyse av SalMar og de komparative selskapene i den angitte analyseperioden. Resultatet fra regnskapsanalysen skal underbygge eller avkrefte konklusjonen fra den strategiske analysen.

Del III tar for seg den fundamentale- og komparative verdsettelsen av SalMar. Først utarbeides fremtidsregnskapet med tilhørende kontantstrømmer, som igjen danner grunnlaget for verdierestimater. Verdierestimater beregnes ved hjelp av tre ulike metoder og avslutningsvis gjennomføres en konvergeringsprosess hvor krav og inngående verdier blir oppdatert slik at samtlige metoder gir et konsistent verdierestimat.

Det konvergente verdierestimater suppleres med gjennomsnittet av en komparativ verdsettelse basert på fem ulike multipler. Sammen utgjør gjennomsnittet av den fundamentale- og komparative verdsettelsen basis for anbefalt handlingsstrategi sammenlignet med observerbar aksjekurs på samme tidspunkt.

2. Presentasjon av SalMar ASA og oppdrettsbransjen

I dette kapittelet vil jeg presentere oppdrettsbransjen og SalMar ASA. Kapittelet skal gi leseren et kort historisk innblikk i næringens historie og situasjonen i dag. Avslutningsvis vil ulike makroforhold om bransjen og de komparative selskapene bli presentert. Disse danner sammenligningsgrunnlaget for den videre analysen i verdsettelsen.

2.1 Oppdrettsbransjen

2.1.1 Historikk

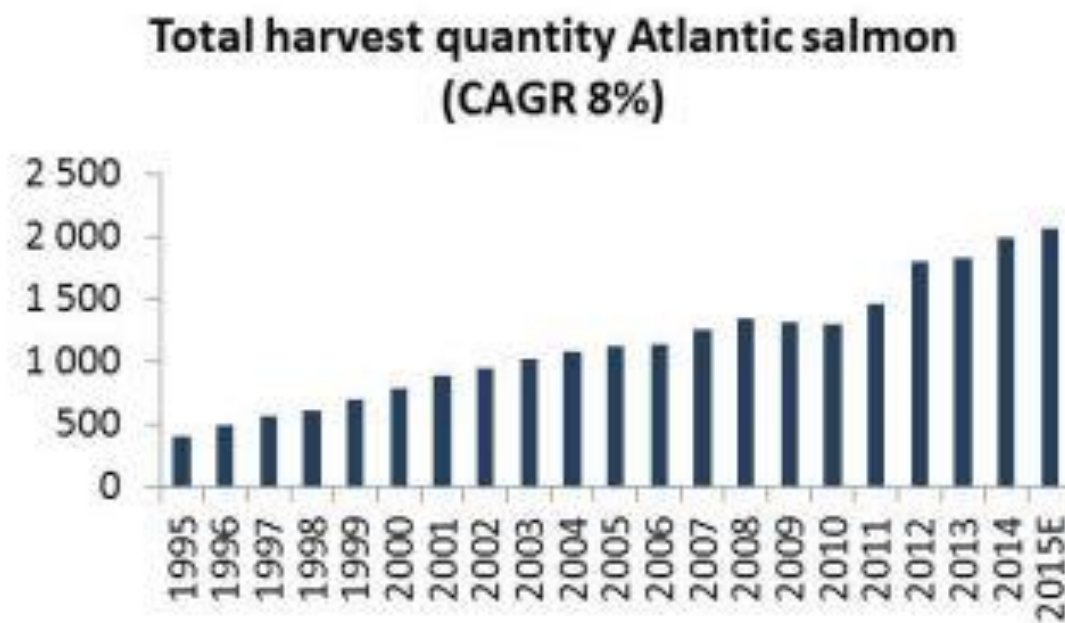
Fangst og foredling av fisk har lange tradisjoner i Norge, men oppdrettsnæringen er relativt ny sett i et historisk perspektiv. Det er kun i løpet av de siste 50 årene at oppdrett av laks har utviklet seg til å bli en av våre primærnæringer. Norges lange kystlinje med utallige dype og store fjorder, samt gunstige temperaturforhold gir ideelle forhold for lakseoppdrett.

Den kommersielle starten på norsk lakseoppdrett stammer fra brødrene Grøntvedt fra Hitra i Sør-Trøndelag som i 1969 startet med ørret i en sementkumme på land. Ørretforsøket ble kortvarig og brødrene gikk raskt over til å forsøke med oppdrett av laks. I 1970 kjøpte de 20 000 smolt fra settefiskanlegget på Lundamo og siden den tid har anlegget bare vokst. Oppdrettsanlegget på Hitra blir regnet som verdens første oppdrettsanlegg (Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening og Eksportutvalget for Fisk, 2011).

I 1973 vedtar Stortinget en konsesjonslov for oppdrettsnæringen som et ledd i arbeidet for å sikre at verdiskapningen fra næringen tilfaller lokalsamfunnene langs norskekysten og ikke blir en industri preget av noen få store produsenter. Perioden fra 1970 til 1990 er preget av store variasjoner for næringen. Etter en eksplosiv økning i produksjon på midten av 70-tallet blir det innført midlertidig stopp for utstedelse av nye konsesjoner som et ledd i å regulere markedet. På starten av 80-tallet oppretter Fiskeoppdretternes Salgslag prosjektet "Frisk Fisk" for å jobbe med bekjempelse av sykdommer i merdene som har blitt et stort problem i næringen (Norges Fiskeri- og Kysthistorie, ved Dag Møller). I 1986 settes det i gang et initiativ for å få norsk laks og ørret inn på det Japanske sushimarkedet. I løpet av fem år så øker eksporten til Japan med over 250 % og dette bidro sterkt til globaliseringen av norsk laks (Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening og Eksportutvalget for Fisk, 2011).

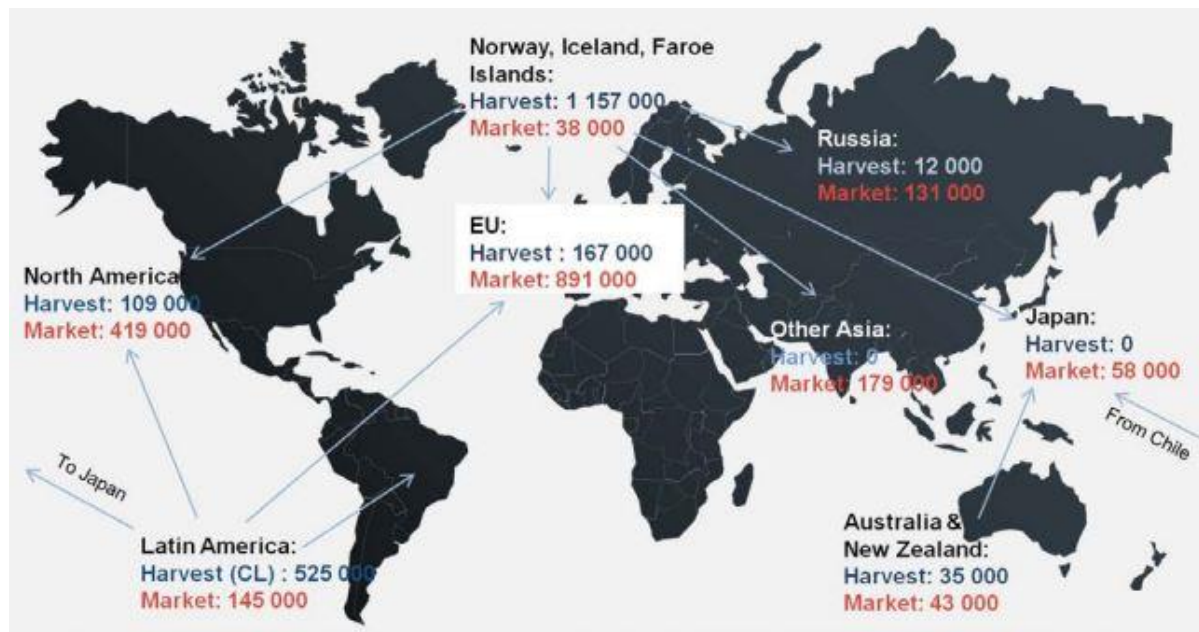
2.1.2 Situasjonen i dag

Laks er i dag en av Norges viktigste eksportartikler og viktigheten av lakseeksport ventes å øke i omfang i årene som kommer. Veksten i næringen har, helt siden oppstarten, vært markant. Figuren under viser veksten i totalt årlig slaktevolum for atlantehavslaks i verden i perioden 1995 – 2014 med estimert volum for 2015.



Figur 1 - Global vekst i slaktevolum 1995-2015. Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 17, ved Kontali Analyse, 2015)

Av figuren fremkommer det at veksten de siste seks årene skiller seg ut. Slaktevolumet har økt betydelig i perioden noe som vitner om en bransje i stor vekst. Norge, inkludert Island og Færøyene er de største produsentene av atlantehavslaks i verden. En oversikt over den globale produksjon og størrelsen på markedene er vist i figuren under. Verdt å merke seg er at det norske markedet kun har behov for ca. 3,3% av det totale slaktevolumet i regionen. Eksport er dermed den definitivt største kilden til inntekt for selskapene i den norske bransjen.



Figur 2 - Produksjon og etterspørsel i verden. Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 20, ved Kontali Analyse, 2015)

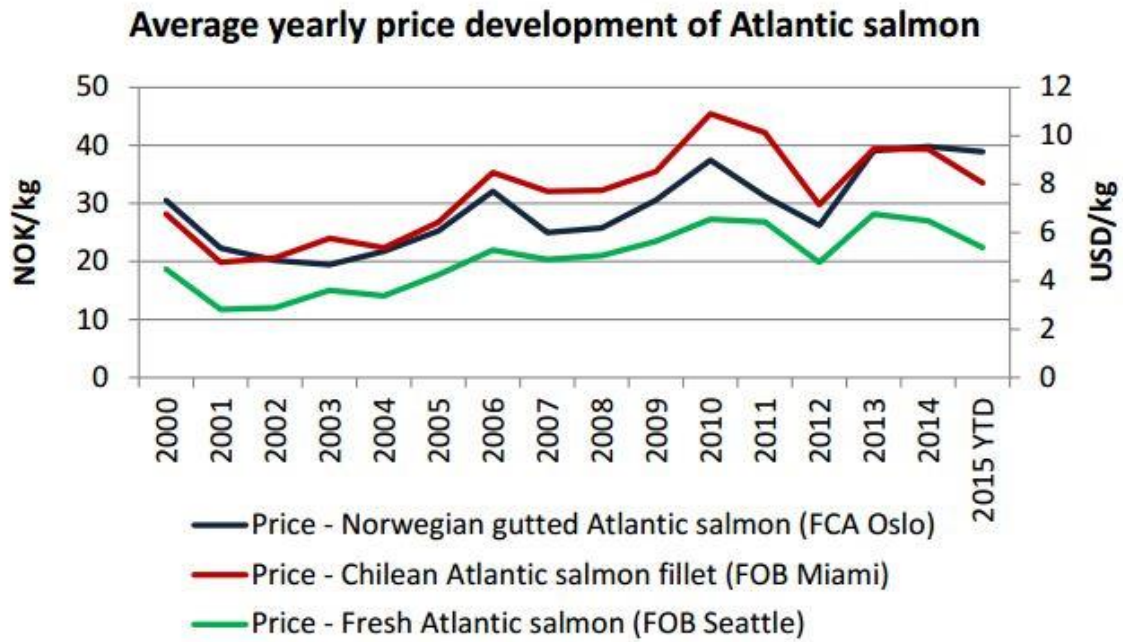
Som figuren over illustrerer er produksjonen av laks knyttet til noen få lokasjoner verden over. Dette kommer av at oppdrett er avhengig av en relativt stabil havtemperatur hvor optimalt intervall er mellom 8 og 14 grader. Dette er hovedårsaken til at Norge, Chile, Skottland og Canada er de største produsentene av oppdrettslaks (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Havforholdene i Chile er ansett for å være de mest gunstige i verden noe som fører til at de i gjennomsnitt har en litt kortere produksjonssyklus sammenlignet med resten av verden.

Norsk oppdrettsbransje er ledende innenfor teknologi, kompetanse, offentlig forvaltning, samt at vi er et av noen få land i verden som har svært gode naturlige forutsetninger for lakseoppdrett med vår lange kystlinje, gunstige havtemperaturer og dype fjorder (Norsk Havbrukssenter, 2015). Disse faktorene kombinert med utfordringene i oljesektoren knyttet til lønnsomhet, miljøspørsmål og bærekraft peker på at oppdrettslaks vil få enda større betydning for norsk næringsliv i fremtiden.

2.1.3 Produksjonsprosessen

Det tar ca. 3 år før laksen er slakteklar og havner på matbordet ett sted i verden. I løpet av den tiden er det flere sykluser som laksen skal gjennom. Laks er en anadrom fiskeart noe som betyr at den lever mesteparten av sitt liv i saltvann, men gyter i ferskvann. I oppdrettsbransjen forsøker de å replisere den naturlige syklusen til villaksen. Prosessen starter med befruktning av rogn i kar hvor de ligger til ligger til klekking i ca. 60 dager. Når laksen er klekket så flyttes den etter hvert over i større kar hvor den begynner å ta til seg fôr. Syklusen frem til laksen havner i sjøen kalles smoltifisering. Hvor lang tid smoltifiseringen varier, men prosessen fra klekking til laksen er i sjøen tar ca. 15 måneder og da veier den et sted mellom 60 og 100 gram. Når laksen kommer ut i sjøen så vokser den nærmest eksponentielt. Etter å ha levd ca. tre år har laksen gått fra rogn til å veie 4 til 6 kilo (Laks.no, 2016). Da er laksen slakteklar og blir fraktet levende i brønnbåt til en foredlingsfabrikk.

Produksjonstiden til laks er med på å gjøre tilbudet i markedet relativt uelastisk på kort sikt. Produsentene har et gitt volum med laks i sine merker som er slakteklare om en viss periode. Variabler som påvirker etterspørselen vil dermed føre til at markedet enten har en over- eller underdekning. Dette er vanskelig for produsentene å ta høyde for noe som fører til store svingninger i lakseprisen. Det er en av hovedårsakene til at lakseprisen er så volatil. Prisvariasjonene globalt er illustrert i figuren under.



Figur 3 - Global historisk prisutvikling for laks, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 24, ved Kontali Analyse, 2015)

2.1.4 Kostnadsdrivere og innsatsfaktorer

Kapital er den viktigste innsatsfaktoren for å kunne drive med oppdrett. Som beskrevet over så tar det ca. 3 år fra laksen klekkes til den er klar for salg. Det vil si at det må betydelige investeringer til før man får avkastning på investert kapital. Selv om det har vært store teknologiske fremskritt de siste årene så kreves det mye kapital for å få levert det ferdige produktet.

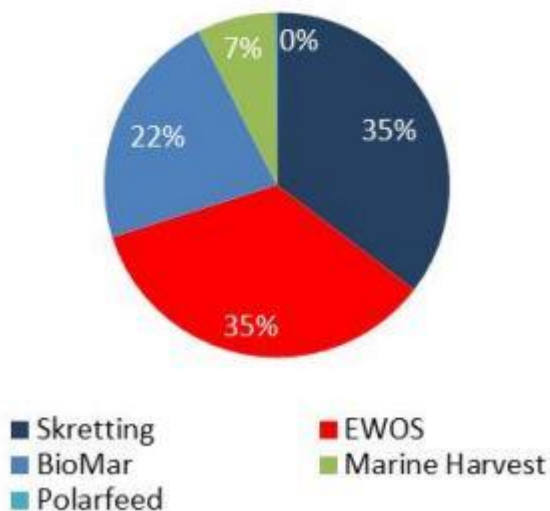
Fordelingen av kostnadene knyttet til produksjon kan splittes i flere poster. De viktigste og mest vesentlige kostnadene er knyttet til smolt, fôr, lønn og andre kostnader. I tabellen under illustreres gjennomsnittlige kostnader per produsert kilo laks for norske produsenter i 2015.

Beregnete kostnader per kilo produsert fisk (rundvekt)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Smoltkostnad per kilo	Kr	2,13	1,97	2,45	2,27	2,16	2,19	2,52
Fôrkostnad per kilo	Kr	9,93	9,99	10,98	11,00	10,85	11,50	11,83
Forsikringskostnad per kilo	Kr	0,15	0,14	0,15	0,14	0,12	0,11	0,10
Lønnskostnad per kilo	Kr	1,45	1,30	1,69	1,60	1,55	1,80	1,92
Avskrivninger per kilo	Kr	1,08	1,01	1,16	1,09	1,15	1,23	1,26
Annen driftskostnad per kilo	Kr	2,93	2,94	3,30	3,36	3,26	5,58	5,54
Netto finanskostnad per kilo	Kr	0,95	0,39	0,29	0,19	0,22	0,28	0,20
Produksjonskostnader per kilo	Kr	18,61	17,73	20,03	19,66	19,31	22,69	23,38
Slaktekostnad per kilo	Kr	2,37	2,38	2,84	2,52	2,67	2,64	2,46
Sum kostnad per kilo	Kr	20,98	20,11	22,87	22,18	21,98	25,33	25,83

Tabell 2-1 - Gjennomsnittskostnad per kilo produsert fisk, Kilde: (Fiskeridirektoratet, 2015)

Av tabellen fremkommer det at fôr er den største kostnadsdriveren. Fôr utgjør tilnærmet 50 % av produksjonskostnadene per kilo i hele analyseperioden. Fôrproduksjonen i Norge er dominert av få, men store aktører. Skretting, BioMar og EWOS er de desidert største produsentene, men Marine Harvest har tatt en liten del av markedet etter at de åpnet sitt produksjonsanlegg i Bjugn i 2014. Markedsandelene til de ulike aktørene er illustrert i figuren under.

Feed producers' market share in Norway 2014



Figur 4 - Oversikt over markedsandeler i det norske fôrmarkedet, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 43, ved Kontali Analyse, 2015)

Fôrprodusentene opererer, historisk, med kostpluss-kontrakter på fôret de selger. Dette betyr at kundene deres (oppdrettsselskapene) bærer kostnadene for variasjonene i råvareprisene som fôrprodusentene må forholde seg til. Maringene til produsentene er dermed i stor grad gitt og eventuelle prisendringer belastes oppdretterne direkte gjennom prisen de betaler for fiskefôr.

2.2 SalMar ASA og komparative selskaper

SalMar startet i 1991 sin virksomhet med én konsesjon for oppdrett av laks (SalMar, 2016). Siden den gang har selskapet vokst enormt og er i dag Norges tredje største produsent av atlantehavlaks med en produksjon på 150 000 tonn i 2015. De er også en av Storbritannias største oppdrettere gjennom sitt tilknyttede selskap Norskott Havbruk. Norskott Havbruk er heleid av SalMar og Lerøy som sitter på 50% hver av aksjene i selskapet. Norskott Havbruks datterselskap, Scottish Seafarms, er den tredje største produsenten på de britiske øyer (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). SalMar startet som et familieselskap og familien Witzøe er fortsatt majoritetseier i selskapet gjennom sitt selskap Kverva As. De har en andel på 53,4% av utestående aksjer. De 20 største aksjonærene eier totalt 78,83 % av selskapet (SalMar, 2016). Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2007 og per 31.12.15 er SalMar-aksjen verdsatt til 155 kr. Dette gir en markedsverdi på over NOK 17 mrd.

Selskapet har fire virksomhetsområder; smolt, oppdrett, slakting og foredling, samt salg og distribusjon. Dette betyr at selskapet er vertikalt integrert, da de innehar alle segmentene fra smoltproduksjon til ferdig produkt. Selskapet selv står dermed for levering av produkter og tjenester innad i konsernet noe som er positivt fra et kostnadsperspektiv samt at de har kontroll over kvaliteten på produktene i alle ledd.

2.2.1 Komparative selskaper

Under følger en kort gjennomgang av de komparative selskapene som benyttes i denne utredningen. Selskapene danner sammenligningsgrunnlaget for SalMar gjennom hele oppgaven og er valgt på grunn av at de er tilnærmet konsistente i struktur, sammensetning og forretningsområde. Begrunnelsen for valget er ytterligere utdypet i kapittel 5.1.3.

Marine Harvest Group

Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap og produserte i 2015 420 128 tonn laks. Selskapet er vertikalt integrert slik som SalMar og har i tillegg åpnet eget fôrproduksjonsanlegg i Norge. De har virksomheter i Norge, Skottland, Chile, Færøyene, Irland og Canada (MarineHarvest, 2016). Selskapet har vært børsnotert siden 2006 og er notert

på Oslo Børs og New York Stock Exchange. Gjennom selskapet Geveran Trading er John Fredriksen selskapets største aksjonær med en eierandel på 24,13%. Aksjekursen per 31.12.15 er 119,6 kr noe som gir selskapet en markedsverdi på nesten NOK 54 mrd.

Lerøy Seafood ASA

Lerøy Seafood er Norges nest største produsent av oppdrettslaks med en produksjon i 2015 på 157 697 tonn laks. Selskapet har i likhet med Marine Harvest og SalMar virksomhet innen produksjon, foredling, salg og distribusjon og er således et godt sammenligningsgrunnlag for SalMar. Selskapets største aksjonær er Austevoll Seafood ASA som har en eierandel på 57,52% (LerøySeafood, 2016). Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 2002 og per 31.12.15 var Lerøy-aksjen verdsatt til 330 kr noe som gir selskapet en markedsverdi på rett over NOK 18mrd.

Grieg Seafood ASA

Grieg er en betydelig aktør i det norske markedet med et produsert volum i 2015 på 65 398 tonn laks. Grieg Seafoods største aksjonær er Grieg Holding AS med en eierandel på 49,97% (GriegSeafood, 2016). Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 2007 og per 31.12.15 var Grieg-aksjen verdsatt til 31 kr noe som gir selskapet en markedsverdi på rett under NOK 3,5 mrd.

Grieg er det minste selskapet i utvalget, for eksempel er det mindre enn Cermaq på det norske markedet. Grunnet til at Cermaq ikke er inkludert er at det har gjennomgått store endringer de siste årene og grunnet omstruktureringer i selskapet så danner det ikke et like godt sammenligningsgrunnlag som Grieg. Historikk og konsistens i utvalget er vel så viktig som størrelse for å ha et godt sammenligningsgrunnlag.

3. Metoder for verdsettelse

Det finnes flere metoder og fremgangsmåter for å verdsette et selskap. I dette kapittelet vil jeg presentere kort tre metoder som er mye brukt i praksis og i litteraturen; fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse. Avslutningsvis vil jeg begrunne mitt valg av metode for denne utredningen.

3.1 Fundamental verdsettelse

For å kunne verdsette et selskap må man ha kunnskap om underliggende forhold knyttet til selskapet, produktet, bransjen, ledelsen og hvilke lovregulerende faktorer som gjør seg gjeldende for selskapet (Penman, 2013). Analysen av de interne og eksterne forholdene til selskapet gir grunnlag for å si noe om hvilke risikofaktorer og fordeler som eventuelt foreligger for selskapet. Videre gjennomføres en historisk regnskapsanalyse hvor analyseperioden avhenger av type selskap, bransje og hvor langt selskapet har kommet i modningsprosessen. Informasjonen fra den strategiske- og regnskapsanalysen danner grunnlaget for å predikere et fremtidsregnskap med tilhørende balanse. Det er den fremtidige kontantstrømmen som danner grunnlaget for verdsettelsen av selskapet (Penman, 2013).

Selve verdsettelsen tar utgangspunkt i to hovedmetoder; egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Både egenkapital og selskapskapitalmetoden baserer seg på neddiskontert fri kontantstrøm og superprofitt. Forskjellen er at egenkapitalmetoden bygger på direkte fri kontantstrøm til egenkapitalen, mens selskapskapitalmetoden bygger på den frie kontantstrømmen til eiendelene justert for nåverdien av selskapets gjeld. Begge metodene skal ved konsistent bruk gi samme verdiestimat (Damodaran, 2012).

Usikkerheten rundt verdiestimater er alltid stor, også under fundamental verdsettelse. Metoden er best egnet for selskaper som er i en moden og relativt stabil fase med positive kontantstrømmer som lar seg predikere (Damodaran, 2012). Børsnoterte selskaper opererer i et effektivt marked som kontinuerlig priser aksjen (selskapet) til virkelig verdi basert på tilgjengelig informasjon. Forutsetningen for enhver verdsettelse, uavhengig av metode, er med andre ord å vise at markedet er ineffektivt og har feilpriset selskapet, eller å bygge opp under prisingen et effektivt marked gjør.

3.2 Komparativ verdsettelse

I motsetning til fundamental verdsettelse, som bygger sitt verdiestimat på predikerte kontantstrømmer, så benytter komparativ verdsettelse tilgjengelig selskapsinformasjon (Penman, 2013). Det skilles mellom direkte og indirekte komparativ verdsettelse. Den direkte metoden verdsetter, eksempelvis, en eiendel ved å se på hvordan markedet har priset lignende eller identiske eiendeler i sammenlignbare selskaper (Damodaran, 2012). Verdsettelsen blir ofte utført via ulike enkle nøkkeltall, ofte kalt multipler, som er like for selskapene. Dette er typisk multipler som bygger på forholdet mellom aksjeprisen og fortjenesten og aksjeprisen og verdien av bokført egenkapital. For at estimatet skal være best mulig bør selskapene som benyttes som sammenligningsgrunnlag være tilnærmet identiske i struktur, risikoprofil og inntjening. Eventuelle forskjeller i eksempelvis kapitalstrukturen fører til at multiplikatoren som benyttes må justeres for å ta høyde for disse forskjellene.

Den indirekte metoden, substansverdimodellen, estimerer salgsv verdien til et selskaps eiendeler sammenlignet med salgsv verdi på tilsvarende eiendeler. Gjelden blir deretter trukket fra for å finne substansverdien til egenkapitalen (Penman, 2013).

Disse formene for verdsettelse er mye brukt i praksis da den krever betydelig mindre tid, ressurser og informasjon enn eksempelvis en fundamental verdsettelse. Verdiestimatet kan sies å være mer ett øyeblikksbilde av markedets oppfatning av verdien til eiendelen da den ikke baserer seg på fremtidige kontantstrømmer og ikke vektlegger historisk utvikling i like stor grad (Damodaran, 2012). Komparativ blir ofte brukt som en supplerende verdsettelse til det fundamentale verdiestimatet. Da metoden, som nevnt over, ikke er like ressurskrevende gir den et bedre bilde av presisjonen til det fundamentale verdiestimatet.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse verdsetter en eiendel fra underliggende aktiva. Ofte er det en verdsettelse av eksempelvis selskapets ulike rettigheter, patenter og naturlige ressurser (Damodaran, 2012). Verdsettelsen ser på verdien av et selskaps rett, men ikke plikt til å utøve en aktivitet i fremtiden. Metoden benyttes gjerne som et supplement til en fundamental verdsettelse da denne, ofte, ikke verdsetter selskapets underliggende verdier i like stor grad.

3.4 Valg av metode

I denne utredningen vil jeg gjennomføre en fundamental verdsettelse av SalMar. Selskapet ble stiftet i 1991 og er således i en moden fase. SalMar er et børsnotert selskap og det er tilgang på mye informasjon som gjør det mulig å analysere historikken og de underliggende forholdene i selskapet på en god måte. Metoden krever en inngående intern- og eksternanalyse av selskapet med tanke på bransje, ledelse, økonomiske- og makroforhold (Penman, 2013). En fundamental verdsettelse, hvis gjort riktig, minimerer også påvirkningen til kortvarige økonomiske svingninger og markedets «humør» og gir dermed et bedre bilde av de underliggende verdiene (Damodaran, 2012). I denne utredningen mener jeg at det er nok tid til rådighet for å bli kjent med disse forholdene, og dermed kunne gjøre veloverveide prediksjoner vedrørende selskapets fremtidige vekst.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til et fundamentalt verdiestimat og jeg vil i kapittel 12 benytte en multippel basert komparativ verdsettelse for å supplere estimatet. Rammeverket som benyttes er basert på det fundamentale verdsettelsesrammeverket til Penman (2013) og Knivsflå (2016).

4. Strategisk analyse

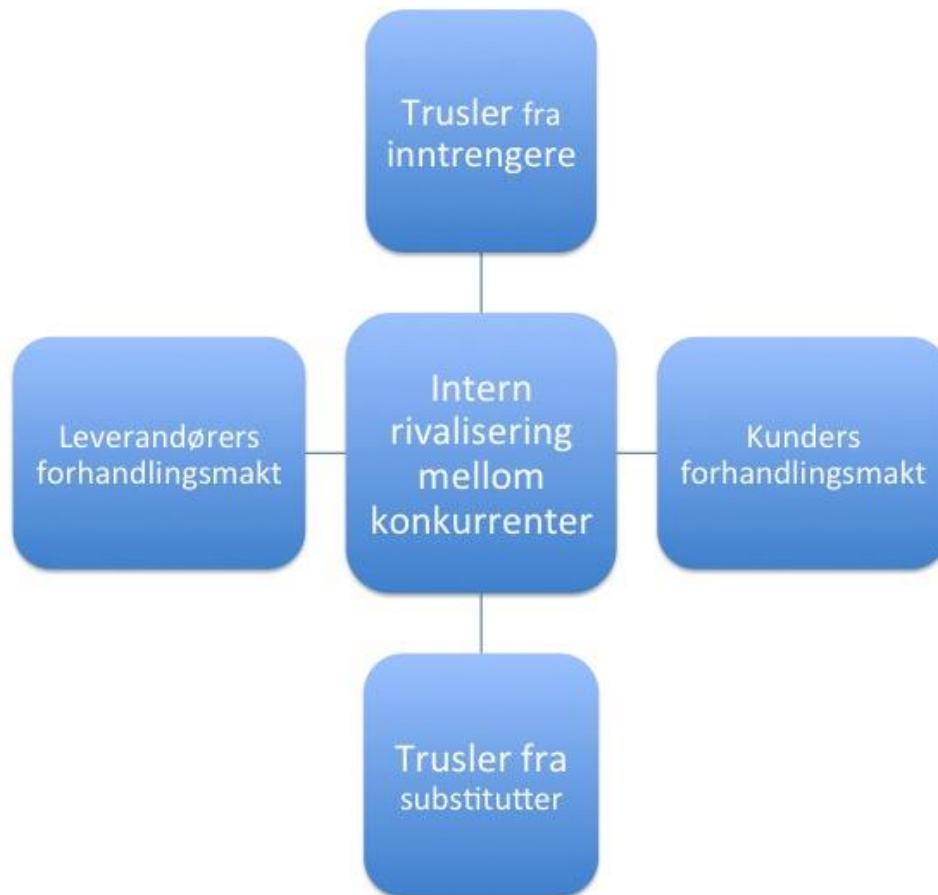
I dette kapittelet skal jeg se på selskapets underliggende økonomiske forhold gjennom en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen har som hensikt å identifisere de eksterne forhold som påvirker SalMars virksomhet. I den interne analysen rettes fokuset mot SalMars styrker og svakheter sett opp mot de øvrige bransjedeltakerne.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Analysen av SalMars makroforhold bygger på Porters fem krefter og PESTEL-rammeverket. Årsaken til at jeg benytter begge modellene er for å gi et så nyansert bilde av SalMars makro- og bransjeforhold som mulig. Porter ser på bransjen som helhet, mens PESTEL ser på overordnende makro-forhold som påvirker industrien.

4.1.1 Porters fem krefter

Modellen til Porter fokuserer på fem ulike krefter som påvirker konkurransen i en bransje. Disse kreftene er leverandørenes forhandlingsmakt, kunders forhandlingsmakt, trusler fra inntrengere og substitutter som alle påvirker den interne rivaliseringen mellom konkurrenter (Johnson, et al., 2011). Rammeverket til Porters fem krefter er illustrert i figuren under.



Figur 5 - Porters fem krefter – analyse av bransjeforhold, kilde: (Porter, 1980, p. 4)

Trusler fra inntrengere

Hvilke inngangsbarrierer som må overkommes for å entre et marked er avgjørende for hvor stor trusselen fra inntrengere kan være i et eksisterende marked. Høye investeringskostnader, tilgang til distribueringskanaler, lovreguleringer og differensiering er typiske inngangsbarrierer som en ny aktør må overvinne for å komme inn på et eksisterende marked (Johnson, et al., 2011).

Oppdrettsnæringen har en naturlig barriere da det ikke er mange områder i verden hvor det er egnet å drive med oppdrett. Som nevnt i kapittel 2 så er havtemperaturen en nøkkelfaktor for vellykket oppdrett. Den optimale temperaturen for oppdrett av laks ligger mellom 8 og 14 grader celsius (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Dette kombinert med at laksen trenger enn viss strømming i vannet, men ikke for mye slik at den kan svømme fritt, gjør at svært få kystområder som er egnet for oppdrett av laks. I hovedsak så foregår oppdrett av laks i Norge, Chile, Canada og Skottland. De norske hav- og

fjordforholdene gjør at Norge, sammen med Chile, har de mest optimale forholdene for lakseoppdrett.

En ny aktør er dermed svært geografisk begrenset i forhold til hvor det er mulig å drive med lakseoppdrett.

I dag er det slik at alle områder hvor det drives oppdrett er underlagt strenge krav og reguleringer fra de lokale myndighetene. Fiskeridepartementet er lovgivende myndighet i Norge og står samtidig for tildeling av lisenser og konsesjoner i næringen. Siden 1982, da industrien fikk fotfeste i Norge, er det bare tildelt nye konsesjoner i utvalgte år. Seneste tildeling kom i 2013 da det ble lyst ut 45 nye såkalte grønne konsesjoner. I realiteten var 35 av disse en fornyelse av eksisterende konsesjoner og kun 10 resulterte i nyetableringer. Disse gikk til allerede etablerte aktører i markedet (Ellefsen, 2012). Stortinget vedtok i 2014 en ny akvakulturlov (L17.06.2005 nr. 79 Lov om akvakultur). Endringene i loven skal sikre en bærekraftig vekst og produksjon i næringen. En av endringene er at kystlinjen blir delt inn i ulike regioner hvor visse kriterier må være tilfredsstillende for at det kan foreligge en økning i produksjonen. Blir alle kravene møtt så kan regionen vokse med maksimalt 6 % i løpet av en to-års periode. Selv om regjeringen i dag ønsker betydelig vekst i næringen så er det mye som tyder på at Norge, med den teknologien som er tilgjengelig i dag, nærmer seg et tak for hva som er bærekraftig (Svåsand, 2015).

Oppdrettsnæringen er preget av få, men store produsenter. Norge er det lakseproduserende landet i verden hvor det er flest ulike aktører i bransjen. Allikevel så står de 10 største selskapene for om lag 71 % av all produsert laks (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). I et globalt perspektiv markedsandelene til de største selskapene enda mer dominerende. Bransjen har i løpet av det siste tiåret vært preget av store oppkjøp og konsolideringer. Denne trenden ser man også i norsk sektor selv om myndighetene har strenge reguleringer for å prøve og sikre at selv små produsenter kan overleve i markedet.

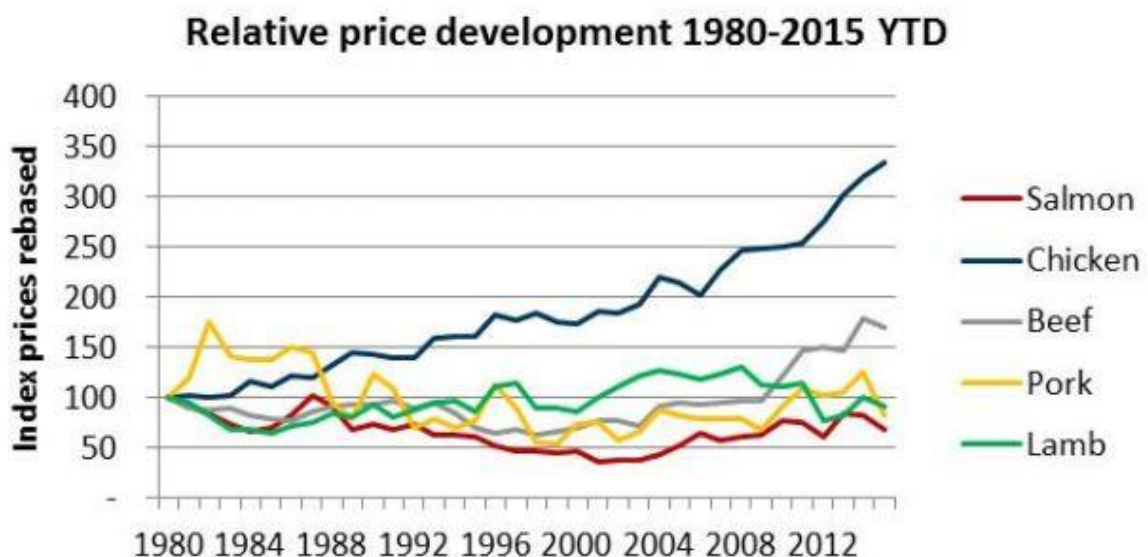
Det faktum at bransjen er preget av få og store veletablerte selskaper, er svært kapitalintensiv, har begrensede geografiske områder for lakseoppdrett og er en næring som er strengt regulert gjør at inngangsbarrierene er svært høye.

Trusselen fra inntrengere er lav.

Trusler fra substitutter

Johnson et al (2011) definerer substitutter som produkter eller tjenester som dekker det samme behovet for kunden, men gjennom en annen prosess (Johnson, et al., 2011). Den typiske kunden for oppdrettsbransjen varierer fra foredlingsindustrien til grossister og detaljhandler. Selv om sluttforbrukeren ikke er den direkte kunden for selskapene i næringen så vil sluttforbrukerens preferanser være styrende for salget, direkte eller indirekte. Med andre ord så er substituttet til laks annen type mat, med hovedvekt på proteinbaserte produkter som svin, kylling, okse og annen sjømat.

Forholdet mellom prisen på produktet og hvilke kvaliteter man får igjen for den angitte prisen er den viktigste faktoren når det kommer til substitutter (Johnson, et al., 2011). Laks har historisk vært et dyrere produkt enn de identifiserte substituttene nevnt over. Prisutviklingen, illustrert i figuren under, har imidlertid vært synkende de siste 30 årene.



Figur 6 - Prisutviklingen på substitutter, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 16, ved Kontali Analyse, 2015)

Prisforskjeller utgjør én viktig faktor, samtidig må kvaliteten vurderes. De helsemessige fordelene ved et kosthold som inkluderer fisk, herunder laks, er mye omtalt. Laks er rikt på omega 3-fettsyrer og viktige vitaminer. Helsedirektoratet i Norge anbefaler at andelen fisk i kostholdet bør økes på bekostning av substituttene nevnt over (Helsedirektoratet, 2016). Globalt så har konsumet av fisk ligget stabilt på ca. 6,5% av totalt næringsinntak de siste årene hvor konsumet av anadrome fisker kun utgjør 4,2% av dette igjen. (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Årsaken til dette er uklar, men med en relativt sett

høyere pris så kan det tenkes at det blir ansett som et mer «luksuriøst» produkt sammenlignet med kylling, svin, storfe og andre typer sjømat. Det selges betydelig mer laks i land som har tilnærmet lik levestandard som i Norge, noe som også reflekteres i figur 2 vist i kapittel 2.

Oppsummert så er det store vekstmuligheter for konsumet av fisk, herunder laks, globalt og med tanke på hvor ressurseffektivt oppdrett er sammenlignet med substitutt-industriene så er det nærliggende å forvente at produksjonen vil øke i årene fremover noe som vil redusere prisen ytterligere.

Jeg anser trusselen fra substitutter som moderat.

Kundenes forhandlingsmakt

I dette segmentet så er det viktig at man skiller mellom sluttforbrukeren og produsentens direkte kunder. Kundene som kjøper produktet i detaljhandler faller ikke under definisjonen av direkte kunder. Forhandlingsmakten til kundene er avhengig av størrelsen på kunden. Store kunder har større forhandlingsmakt da de kjøper en vesentlig del av produsentens varer. Dette fører igjen til at de kan presse prisene nedover eller kreve tilleggsytelser som påvirker kostnadsnivået til bransjen. I tillegg til størrelsen på kunden så er forhandlingsmakten avhengig av byttekostnader og muligheter for vertikal integrasjon (Johnson, et al., 2011). For oppdrettsbransjen så er de typiske kundene grossister, detaljhandler, restauranter og foredlingsindustrien.

Hovedvekten av den europeiske oppdrettslaksen blir solgt videre til foredlingsindustrien (VAP, value-added processing) som igjen selger det ferdig foredlede produktet til detaljhandler. I Skottland og Chile blir mesteparten av laksen solgt ferdig sløyd med hodet (HOG, head-on-gutted) til ulike kunder. VAP-bransjen i Europa er en veldig fragmentert industri med over 4000 ulike deltakere (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Det er allikevel en betydelig industri med en omsetning på over 25 mrd EURO. De fleste selskapene innenfor VAP-industrien er små i størrelse, men det er noen store aktører i dette kundemarkedet som Marine Harvest, Icelandic Group, Young's Seafood, Deutsche See, Royal Greenland og Lerøy Seafood. Hovedvekten av all oppdrettslaks som blir solgt til VAP-industrien blir enten røyket, filetert eller vakuumpakket i en modifisert atmosfære (MAP) (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Det faktum at industrien har over 4000 aktører som i all hovedsak er mindre selskaper reduserer kundenes forhandlingsmakt da majoriteten av selskapene ikke kjøper en betydelig andel av

produsentenes produkter.

Byttekostnadene til kundene er nært knyttet til produktet de kjøper. Oppdrettslaks er et svært homogent produkt hvor variasjonene i produkt fra produsent til produsent er minimale. Mangelen på differensiering mellom produsentene øker kundenes forhandlingsmakt da det gir økt anledning til å presse prisene nedover (Johnson, et al., 2011). Dette kommer av at byttekostnadene ved å skifte leverandør er liten. Årsaken er at forskjellen mellom laks fra ulike produsenter er relativt uvesentlig. En annen faktor som bidrar til økt forhandlingsmakt for kundene er laksemarkedet, Fish Pool (Fishpool, 2016). Det at kundene har muligheten til enhver tid å kjøpe laks til spotpris gir dem tilnærmet full informasjon om markedet i forhandlinger med sine leverandører. Dette bidrar til å presse prisen på oppdrettslaks nedover og oppdrettsselskapene er kun pristakere i markedet. De konkurrerer på bakgrunn av tilbudt kvantum og ikke på pris.

Trusselen fra kunder er høy.

Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt blir bestemt av konsentrasjonen av leverandører, byttekostnader og konkurransen mellom leverandørene (Johnson, et al., 2011)

Som vist i tabell 2-1 i kapittel 2 så utgjør fôr over 50% av de totale produksjonskostnadene for selskaper i oppdrettsbransjen. Dermed har prisene gitt fra disse leverandørene en betydelig påvirkning på marginene til selskapet. Fôrbransjen er dominert av noen få og store aktører. Skretting, BioMar og EWOS står nærmest alene om leveringene til selskapene. Marine Harvest sitt fôrannlegg i Bjugn skal i hovedsak levere til selskaper innad i konsernet og er dermed med på å redusere forhandlingsmakten til leverandørene ved at etterspørselen rettet mot dem synker. Allikevel så har disse tre aktørene stor makt over selskapene i oppdrettsbransjen. Dette eksemplifiseres gjennom at de blant annet operer med såkalte kost-pluss kontrakter på fôret de leverer. Kontrakten innebærer, som nevnt i kapittel 2, at eventuelle prisendringer på innsatsfaktorene i produksjonen av fôret lempes over på kundene av fôret (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Fôrbransjen er i tillegg lite preget av mellomledd som formidler fôr til oppdrettsselskapene. Leverandørene er med andre ord nært knyttet opp til kunden, noe som forbedrer forhandlingsmakten deres (Johnson, et al., 2011), og den eneste reelle konkurransen er mellom Skretting, BioMar og EWOS.

Oppdrettsselskapene har flere leverandører av produkter og tjeneste og den mest relevante er leverandørene av egg til produksjonen. Dette utgjør allikevel en så liten del av kostnadene at påvirkningen disse leverandørene har er betydelig mindre enn for fôr.

Når oppdrettsselskapene etablerer egne virksomheter som overtar og eliminerer behovet for eksterne leverandører så reduseres forhandlingsmakten til leverandørene (Johnson, et al., 2011). Flere av selskapene i bransjen er vertikalt integrerte og står selv for levering av ulike produkter og tjenester innad i konsernet. For fôr er denne andelen fortsatt veldig liten og leverandørene har fortsatt en betydelig forhandlingsmakt overfor oppdrettsselskapene.

På grunn av den store andelen av de totale produksjonskostnadene fôr utgjør, anser jeg leverandørens forhandlingsmakt som moderat til høy.

Intern rivalisering mellom konkurrenter

Slik som figur 5 illustrerer vil de fire kreftene analysert over ha en påvirkning på den interne rivaliseringen mellom konkurrentene i næringen. I tillegg til disse fire kreftene er det flere faktorer som påvirker konkurransen innad i en bransje; vekstraten til bransjen, differensiering, konsentrasjonen og balansen mellom konkurrenter og utgangsbarrierer (Johnson, et al., 2011).

Som figur 1 illustrerer så har oppdrettsbransjen opplevd en eventyrlig vekst de siste 20 årene. Dette stammer i all hovedsak fra økt etterspørsel etter produktet. Som nevnt tidligere så er oppdrettsselskapene pristakere og ikke prissettere i markedet. Konkurransen baserer seg dermed på tilbudt volum og etterspørselen bestemmer prisen i markedet. Oppnår selskapene forskjellig pris knytter dette seg i all hovedsak til mer eller mindre gunstige forwardkontrakter inngått i perioden.

Laks er et relativt homogent produkt og det er vanskelig for selskapene å differensiere seg fra hverandre på produksiden. Differensieringen i markedet i dag henspeiler seg til videreforedlingssegmentet hvor de ulike produsentene leverer litt forskjellige produkter. Dette går på utvikling av nye smakstilsetninger på eksisterende produkter og måter å inkorporere laks i produkter markedet ikke har sett tidligere. Klarer et selskap å oppnå en fordel med et «unik» produkt vil dette høyst sannsynlig være svært kortvarig. Selskapene imiterer hverandre hyppig på produktfronten noe som gjenspeiles i at differensieringen er svært lav.

Norge er det landet i verden som har den største konsentrasjonen av oppdrettsselskaper. Dette er et resultat av streng lovgivning som er implementert for å sørge for at konkurransen opprettholdes i markedet. Bransjen i Norge er allikevel preget av noen få og betydelige aktører som dominerer markedet. Den strenge konsesjonslovgivningen resulterer i at for å ekspandere må ofte selskapene kjøpe eksisterende selskaper som sitter på konsesjoner. Dette har ført til at de største blir større og den reelle konkurransen i Norge står mellom noen få aktører. Tabellen under viser en oversikt over hvor stor markedsandel de 10 største produsentene i Norge innehar.

	Top 10 Norway	Harvest	Top 5 UK ¹⁾	Harvest	Top 5 North America ¹⁾	Harvest	Top 10 Chile	Harvest
1	Marine Harvest	258 000	Marine Harvest	48 900	Cooke Aquaculture	34 000	Marine Harvest	67 500
2	Salmar	141 000	The Scottish Salmon Com	30 200	Marine Harvest	26 700	Salmones Multiexport	54 200
3	Lerøy Seafood	133 000	Scottish Seafarms	27 600	Cermaq	19 000	Empresas AquaChile	52 000
4	Cermaq	53 000	Grieg Seafood	19 200	Northern Harvest	15 000	Cermaq	49 000
5	Nordlaks	38 000	Cooke Aquaculture	17 400	Grieg Seafood	6 300	Pesquera Los Fiordos	47 000
6	Nova Sea	38 500					Camanchaca	35 400
7	Grieg Seafood	37 500					Blumar	34 900
8	Alsaker Fjordbruk	25 500					Australis Seafood	25 500
9	Norway Royal Salmon	22 500					Salmones Humboldt	19 500
10	Sinkaberg-Hansen	20 500					Cooke Aquaculture	18 000
	Top 10	767 500	Top 5	143 300	Top 5	101 000	Top 10	403 000
	Market size	1 079 100	Market size	154 350	Market size	109 260	Market size	524 610
	Market share top 10	71%	Market share top 5	93%	Market share top 5	92%	Market share top 10	77%

Tabell 4-1 - Top 10 produsenter i de 4 største produserende landene, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 27, ved Kontali Analyse, 2015)

Ønsket om å vokse vil dermed føre til at de største selskapene fortsetter å kjøpe opp mindre aktører for å tilegne seg markedsandeler. Hvorvidt den totale biomassen i havet kan øke betydelig er det flere som sår tvil rundt. Svåsand (2015) argumenterer for at det bærekraftige taket snart er nådd med tanke på dagens måte å produsere laks på (Svåsand, 2015).

Som en direkte konsekvens av konsesjonslovgivningen og de store selskapenes oppkjøpsfokus så er utgangsbarrierene i bransjen lave. Ved en eventuell avvikling av virksomhet så er de nærliggende å anta at det vil være flere selskaper som er interessert i å overta virksomheten og konsesjonene.

Oppsummert så er det stor konkurranse om nye og eksisterende konsesjoner, liten differensiering på produktnivå og selskapene er pristakere i markedet.

Den interne rivaliseringen i bransjen er høy.

Oppsummering Porters fem krefter

Analysen av Porters fem krefter viser at det er trusselen fra kunder, leverandørens forhandlingsmakt og den interne rivaliseringen som har størst påvirkning på selskapene i bransjen og dermed også konkurransen. Trusselen fra substitutter og inntrengere er henholdsvis moderat og svært lav.

Oppsummert konkluderer jeg med at bransjen er attraktiv og konkurransen er moderat til høy.

4.2 PESTEL-analyse

PESTEL-rammeverket kategoriserer seks ulike makrofaktorer som sammen utgjør en ytre påvirkning på en bransje (Johnson, et al., 2011). De ulike faktorene er; politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og lovmessige forhold. PESTEL-analysen, supplert med Porter-analysen, gir grunnlag for å si noe om virksomhetens/bransjens muligheter og utfordringer

4.2.1 Politiske- og lovmessige faktorer

Politiske- og lovmessige faktorer er sterkt knytte til hverandre. I Norge er det Stortinget som vedtar lover og setter rammebetingelsene for oppdrettsnæringen innad i landet. Jeg vil fokusere på handelsbarrierer, konsesjonssystemet i Norge samt norsk og internasjonal lovgivning.

Det politiske forholdet mellom Norge og land som er markedsplasser for norsk laks påvirker den norske næringen. I senere tid så har Kina varslet importforbud mot norsk laks to ganger i løpet av noen få år. Den første varslede boikotten kom som en reaksjon på utdelingen av Nobels Fredspris til Liu Xiaobo i 2010. I 2014 innførte Kina importforbud mot oppdrettslaks fra utvalgte norske fylker grunnet frykt for sykdommen ILA (infeksiøs lakseanemi) (Johansen & Thonhaugen, 2015). Norge ble også gjenstand for et midlertidig importstopp fra russiske myndigheter i 2014 som en reaksjon på sanksjoner vesten innførte mot landet i forbindelse med situasjonen i Ukraina (Strand & Mogen, 2014). Disse hendelsene er utenfor

oppdrettsselskaperes kontroll og kan føre til store tap. Dette understreker hvordan politiske relasjoner kan få en direkte påvirkning på omsetningen til norske oppdrettere.

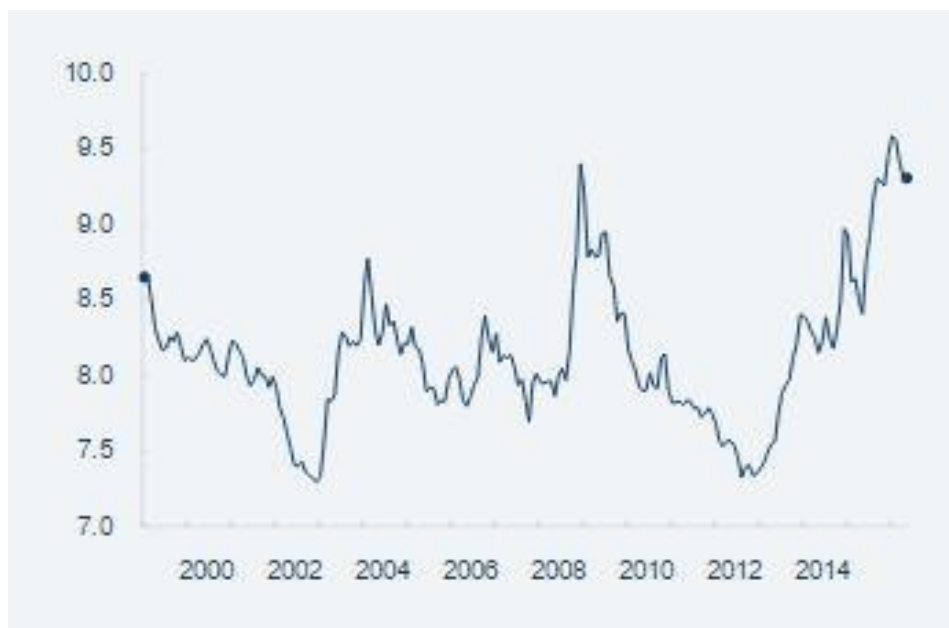
Utdeling av konsesjoner i Norge er en strengt regulert prosess. De ulike kravene har sitt utspring fra akvakulturloven som kom i 2005 (Akvakulturloven, 2005). Reguleringen er et resultat av at myndighetene vil sørge for at selskapene i bransjen evner å drive bærekraftig med tanke på sikkerhet, lokale tilpasninger og kravene stilt fra Mattilsynet for matprodusenter (Mattilsynet, 2016). Systemet betyr at norske myndigheter til enhver tid har kontroll over hvor mye som kan produseres i norske farvann (Stortinget, 2014). Følgelig må selskapene kjøpe allerede eksisterende og tildelte konsesjoner for å øke sin produksjon. Den hyppige oppkjøpsraten i bransjen kan tilskrives denne regelen.

EØS-avtalen får implikasjoner for norske oppdrettere. Som figur 2 viser så er EU det største markedet for norsk laks. EØS-avtalen fører til at oppdrettere som driver med eksport til enhver tid må følge EUs mat- og veterinærregelverk samt at de blir berammet av toll på foredlet fisk (Foss, 2011).

4.2.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer har en betydelig innvirkning på hverdagen til norske oppdrettere. Jeg velger å fokusere på valutakursen, oljeprisen og etterspørselen.

Majoriteten av all laks produsert i Norge blir eksportert til utlandet og i 2015 ble det eksportert laks for NOK 47,7 mrd hvorav ca. NOK 35 mrd stammer fra eksport til EU (Norges Sjømatråd, 2016). EU det desidert største markedet for norske oppdrettere. Dette medfører at oppdretterne har brorparten av sin inntekt i utenlandsk valuta og kostnadene sine i norske kroner. Styrkeforholdet til kronen opp mot utenlandsk valuta utgjør dermed en vesentlig faktor for inntjeningen til selskapene. I figuren under er svingningene til euroen på 2000-tallet illustrert.



Figur 7 - Euro-utviklingen 2000-2015, kilde: (Norges-Bank, 2016)

Av figuren fremkommer det at euroen har svingt veldig i perioden, men den høye eurokursen er en sterkt medvirkende faktor for rekordåret for norsk eksport i 2015 (Norges Sjømatråd, 2016). Selv om selskapene benytter seg av valutasikringer og andre instrumenter for å redusere virkningen av svingninger i kursen påvirker det omsetningen. Det markante fallet i oljeprisen er hovedårsaken til at den norske kronen har svekket seg betydelig den siste tiden (Andreassen & Enge, 2015). Samtidig som norsk økonomi svekkes styrker oppdretterne sin inntjening indirekte ved den lave oljeprisen, som er ventet å forbli lav i flere år (DN.no, 2016).

Forholdet mellom tilbudt volum og etterspørsel har forskjøvet seg de siste årene. Dette har ført til rekordhøye laksepriser, hvor 2015 hadde den høyeste gjennomsnittlige eksportprisen siden 1998 (Norges Sjømatråd, 2016). Årsaken til dette kan i stor grad tilskrives et redusert tilbud knyttet til de store sykdomsproblemene og nedslaktingen av biomasse i Chile. Samtidig så er det tydelig at den globale økonomisk uroen som verden har sett den siste tiden ikke påvirker etterspørselen etter norsk laks i negativ forstand. Hvilket er svært positivt med tanke på fremtidsutsiktene til bransjen.

4.2.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold er i denne sammenhengen faktorer som påvirker utviklingen, vanene og trendene til befolkningen i verden. Jeg velger å se på befolkningsveksten og mattrender.

Verdens befolkningstall har hatt nærmest en eksponentiell vekst de siste 200 årene. I 2011 passerte verden en milepæl da 7 milliarders-grensen ble brutt og det er forventet at tallet vil stige til nesten 10 milliarder i 2050 (FN, 2016). Befolkningsveksten vil føre til at enda flere landområder blir utilgjengelig for landbasert matproduksjon samtidig som behovet for mat øker. Utfordringen for lakseindustrien blir å finne nye måter å drive havbasert oppdrett på. Lakseoppdrett begrenses naturlig av at det er få steder på jorden hvor det er egnet å drive med oppdrett (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Klarer bransjen å utvikle nye metoder som gjør at den kan dekke et økende matbehov i fremtiden er det store vekstutsikter på lang sikt.

Som nevnt tidligere under analysen av Porters fem krefter er laks relativt sett dyrere enn sine konkurrenter på proteinmarkedet. I vestlige land så er konsumentene godt kjent med de helsemessige effektene laks har samtidig som de fleste har råd til produktet. De siste årene har det blitt rettet økt globalt fokus mot hvordan havområdene forvaltes og hvordan økt produksjon av sjømat kan være med på å dekke det økende matbehovet. Samtidig som konsumet av fisk kun utgjør 6,5% (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015) av det globale konsumet så er akvakultur en av verdens raskest voksende matsektorer (Fiskeri- og Kystdepartementet, 2013).

4.2.4 Teknologiske faktorer

Helt siden oppdrettsnæringen fikk fotfeste i Norge har den teknologiske utviklingen vært markant. Selskapene i næringen jobber kontinuerlig med nye måter for å redusere kostnader og effektivisere produksjonssyklusen. SalMars nye slakte- og videreforedlingsanlegg, InnovaMar, er et godt eksempel på dette. Anlegget, som har vært operativt siden 2011, har kapasitet til å slakte og bearbeide 150 000 tonn laks i året (InnovaMar, 2016).

På 2000-tallet har det vært økende problemer i bransjen med rømminger, sykdomsutbrudd og luseproblemer. Rømminger og lakselus har en direkte påvirkning på villaksstammen i Norge

(Miljødirektoratet, 2014) og bekjempingen av dette er et viktig fokusområde for næringen og norske myndigheter. For å underbygge satsningen på bærekraftig oppdrett har myndighetene innført såkalte grønne konsesjoner. Kriteriene for å få tildelt disse konsesjonene er at selskapene benytter seg av virkemidler som reduserer antall lus per fisk i merdene, samtidig som risikoen for rømminger skal reduseres ytterligere (Fiskeridirektoratet, 2014). Som en konsekvens av dette bruker næringen i dag betydelige mer penger på forskning og utvikling av nye anlegg og nye måter å drive oppdrett på. En reduksjon i sykdommer, rømminger og luseutbrudd vil ikke bare tilfredsstille myndighetene, det vil å føre til reduserte kostnader for selskapene og dermed bedre marginer på produktet de selger.

Utviklingen innen nye måter å drive oppdrett på har to kjerneområder; landbasert og havbasert oppdrett. Landbasert oppdrett innebærer at merdene flyttes fra fjordene opp på land til store anlegg. Én av de store fordelene som trekkes frem er at landbasert oppdrett vil redusere belastningen på miljøet i havet betydelig. Det vil allikevel kreve store investeringer fra bransjen og store arealer vil være nødvendig for en slik satsning (Myrset, 2015). Oppdrettsbransjen fokuserer i større grad på havbasert oppdrett. Dette vil si at de ser på muligheter for å bygge større og mer solide anlegg som ikke trenger å ligge vernet i norske fjorder. Såkalt, «offshore-farming», skal få bukt med miljøbelastninger, rømminger og luseproblemet (Thonhaugen, 2016).

4.2.5 Miljømessige faktorer

Som jeg har vært innom i analysen tidligere har oppdrettsbransjen i hovedsak miljømessige utfordringer knyttet til rømming, sykdomsutbrudd og lakselus.

Rømminger fra oppdrettsanlegg fører til at den rømte laksen strømmer opp i nærliggende vassdrag og gyter med villaksen. Oppdrettslaks har over tid blitt genetisk tilpasset et liv i merdene. Når oppdrettslaksen gyter med villfisk så vannes genetikken til villaksen ut. Villaksen har gjennom flere tusen år tilpasset seg livet det lever i den elva den kommer fra og forandringer i genetikken fører til at fisken blir mer mottakelig for sykdommer og dårligere skikket til å takle endringer i naturen (Holstad, 2016). I tillegg til reduserte inntekter så risikerer oppdretterne store bøter ved rømminger.

Lakselus er en parasitt som fester seg på laksen. Det er naturlige forekomster av lakselus i alle havområder på den nordlige halvkule (Lusedata, 2016). Problemet oppstår når konsentrasjonen av laks blir for stor noe som medfører meget gunstige vekst- og formeringsforhold for lusen. Den store konsentrasjonen av lakselus som oppstår i områder hvor det drives oppdrett får konsekvenser for villaksen som blir rammet av betydelige større mengder lus enn normalt. Lusen fører til sår, sykdommer og infeksjoner som svekker fisken og i ytterste konsekvens fører til død. Oppdrettsselskapene bruker kjemikalier for å avluse fisken i merdene sine, dette er en omdiskutert metode som har resultert i stor fiskedød (Aarre, 2015). Det vanligste kjemikalie brukt i avlusningen er hydrogenperoksid og årlig dumpes store mengder hydrogenperoksid i norske fjorder. Hvilke konsekvenser dette har for miljøet i havet er det usikkerhet knyttet til, men legemiddeleksperter er enige om at dette ikke er gunstig for miljøet i havet (Heggestad, 2016).

4.3 Oppsummering ekstern analyse

Den eksterne analysen vitner om en bransje som har opplevd stor vekst i en lang periode og hvor fremtidsutsiktene fortsatt er gode. Inngangsbarrierene i bransjen er høye med konsesjonssystemet og kapitalkravene som fremtredende faktorer. Bransjen blir påvirket av forhold som er utenfor deres kontroll, spesielt fra lovgivende myndigheter internasjonalt og i Norge. Oppdretterne har allikevel utfordringer knyttet til de omtalte miljøproblemene og det økende behovet for innovasjon for å kunne vokse videre.

4.4 Intern ressursbasert analyse

Den interne ressursbaserte analysen har som hensikt å avdekke om SalMar har organisatoriske fordeler som kan danne grunnlaget for konkurransefortrinn (Johnson, et al., 2011). For å avdekke dette vil jeg gjennomføre en VRIO-analyse. VRIO står for Value, Rarity, Imitation og Organization (Barney & Hesterly, 2014). Jeg skal se på utvalgte ressurser som SalMar innehar å vurdere om ressursene er verdifulle for kundene og selskapet, om ressursen er sjelden, om ressursen er vanskelig å imitere og om selskapet er organisert slik at de kan utnytte ressursen (Barney & Hesterly, 2014).

Jeg har valgt å fokusere på to ressurser jeg anser som vesentlig for SalMar i fremtiden: slakte- og foredlingsfabrikken InnovaMar og datterselskapet Ocean Farming som utvikler det de anser som fremtiden innen havoppdrett.

4.4.1 InnovaMar

InnovaMar er et slakte- og foredlingsanlegg som var fullt operativt i 2011. Anlegget har en kapasitet på 150 000 tonn laks i året, noe som tilsvarer det produserte volumet til SalMar i 2015 (SalMar, 2016). InnovaMar-anlegget er et av verdens mest kostnadseffektive anlegg for slakting og bearbeiding av laks (InnovaMar, 2016).

Verdifull

Introduksjonen av anlegget har ført til at SalMar har kunnet øke sin kapasitet når det kommer til slakting og foredling av laksen. Det bidrar og til at kvaliteten på produktene som leveres er konsistent og høy. Anlegget sørger for at en større del av produksjonen er internt i konsernet noe som medfører effektiv drift og god ressursutnyttelse. Selskapet må i mye mindre grad kjøpe disse tjenestene eksternt og kutter således ut et mellomledd før produktet er klar for salg - noe som genererer bedre marginer. Organiseringen og automatiseringen av anlegget gjør at de er godt rustet for å tilpasse seg eventuelle produksjonsendringer som følge av endrede krav fra myndigheter og kunder (InnovaMar, 2016).

Ressursen er verdifull for SalMar og kundene.

Sjelden

Videreforedlingsbransjen, er som nevnt tidligere, svært fragmentert med noen store tilbydere og ekstremt mange små (Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015). Det er med andre ord mange tilbydere av lignende foredlingstjenester i markedet. SalMar er derimot ett av få oppdrettselskaper som har dette inkludert i sin verdikjede. Lerøy og Marine Harvest har liknende anlegg i sitt konsern. Det faktum at InnovaMar-anlegget er relativt nytt og toppmoderne med tanke på teknologi, effektivisering og automatisering gjør allikevel at anlegget er i særstilling blant liknende anlegg.

Ressursen er til en viss grad sjelden.

Imiterbar

Teknologien som er brukt i utformingen av anlegget er tilgjengelig i markedet. Det vil med andre ord være mulig for andre konkurrenter å lage tilsvarende anlegg. Den avgjørende faktoren for om dette skjer er kapital. Et slikt anlegg krever en betydelig investering og allokering av ressurser. Dette er det ikke alle selskaper i bransjen som har anledning til, men det er fullt ut mulig. På kort sikt så vil ressursen ikke la seg imitere i stor grad da bygging av et slikt anlegg tar tid, men på litt lengre sikt vil ressursen la seg imitere

Ressursen er imiterbar, men på kort sikt vil den bidra til et konkurransefortrinn.

Organisering

Siden oppstarten har årlig slaktet og foredlet volum med anlegget steget betraktelig. I 2015 ble det slaktet ca. 128 000 tonn laks på anlegget (SalMarASA, 2016). De nærmer seg da full utnyttelse av anlegget noe som tyder på at organiseringen av driften er god og fortsetter trenden så vil SalMar snart nå full utnyttelse av kapasiteten til anlegget. At anlegget i tillegg er bygd slik at det er lite krevende å endre produksjonen for å dekke nye krav fra kunder og myndigheter vitner om god og effektiv organisering.

Ressursen er godt organisert og er snart ved full utnyttelse.

Oppsummering InnovaMar

På bakgrunn av VRIO-analysen så vil InnovaMar-anlegget gi SalMar et konkurransefortrinn sammenlignet med bransjen. Dette er imidlertid på kort sikt, på lang sikt er ressursen mulig å imitere og teknologien er tilgjengelig for alle. Det er nærliggende å anta at det vil dukke opp flere slike anlegg i fremtiden.

4.4.2 Ocean Farming

Ocean Farming er et datterselskap i SalMar konsernet som driver med utvikling av havbasert oppdrett (Ocean Farming, 2016). Hensikten med prosjektet er å få bukt med rømming, luseproblemer og å sikre videre vekst i fremtiden. Det nye anlegget som er utviklet benytter

teknologi fra oppdrettsnæringen og offshoreindustrien. Dette skal sikre at anlegget er godt rustet for å behandle laksen samtidig som det skal takle tøffe forhold på det åpne hav. SalMar har, som første selskap i næringen, fått havmerden sin godkjent og blitt tildelt åtte utviklingstillatelser (SalMar ASA, 2015).

Havmerden skal kunne senkes ned på dyp mellom 100 og 300 meter. Dette skal sikre stabile og gunstige forhold for laksen. Merden skal kunne håndtere all fisk internt på anlegget noe som eliminerer behovet for eksternt utstyr og båter. Anlegget har lite behov for personell og skal kun bemannes av 3-4 personer (Ocean Farming, 2016). Dette vil være med på å redusere lønnskostnader i konsernet.

Verdifull

Havmerden kan på sikt vise seg å være svært verdifull for SalMar. Som nevnt over fjerner anlegget mange av kostnadsdriverne i dagens produksjon ved å eliminere en rekke risikofaktorer. Myndighetenes krav om bærekraftig utvikling og forvaltning av biomasse vil en slik merd gjøre at SalMar kan øke produksjonen sin og fortsette veksten. Tidligere i utredningen har jeg vist til bekymringene som eksisterer rundt om det er bærekraftig å øke biomassetaket med tanke på hvordan oppdrettsbransjen driver i dag (Svåsand, 2015). Introduksjonen av havmerden vil endre driften og føre til at man kan øke produksjonen.

Ressursen er verdifull

Sjelden

Havmerden til SalMar er den eneste av sitt slag per dags dato. Det er flere selskaper som jobber med liknende anlegg for havbasert oppdrett, men SalMar har kommet lengst i utviklingen noe som reflekteres fra myndighetenes side ved at de er det første selskapet som har fått utviklingstillatelse. Disse utviklingstillatelsene kan, hvis de tilfredsstillter kravene fra myndighetene, omgjøres til ordinære driftskonsesjoner. De vil dermed være først ute med prøveutsettingen som er planlagt i løpet av 2017 (SalMarASA, 2016).

Ressursen er sjelden da det kun finnes prosjekterte og ikke-godkjente liknende anlegg fra konkurrentene i bransjen.

Imiterbar

I likhet med InnovaMar er også denne ressursen imiterbar. Når prosjektet blir lansert er teknologien tilgjengelig på markedet og konkurrentene står fritt til å imitere SalMars merd. Dette er allikevel en tid- og ressurskrevende prosess og anlegget vil ikke la seg imitere på kort sikt. Selv om det kommer liknende anlegg på lengre sikt vil SalMar ligge i front av utviklingen ved at de ligger lenger fremme i prosessen og dermed har anledning til å øke produksjonen fra disse merdene.

Ressursen er imiterbar, men i motsetning til InnovaMar forventer jeg at fortrinnet vil vare betydelig lenger.

Organisering

Anlegget skal kunne håndtere all fisk internt på installasjonen. Det er i tillegg i stor grad automatisert og behovet for personell er minimalt. Personellet som jobber om bord på merden vil i all hovedsak drive med systemovervåkning (Ocean Farming, 2016). Effektivitet er satt i høysete og det vil kreve betydelig mindre ressurser å drifte sammenlignet med dagens måte å drive oppdrett.

Ressursen er godt organisert og vil kunne gi føre til store kostnadsbesparelser.

Oppsummering Ocean Farming

VRIO-analysen viser at havmerd prosjektet er egnet til å gi SalMar et konkurransefortrinn i bransjen. I motsetning til InnovaMar forventer jeg at denne fordelene vil vare på lengre sikt. Fordelen vil bli noe redusert ved at den lar seg imitere, men et slikt prosjekt er tidkrevende og fordelene SalMar innehar som det første selskapet med utviklingstillatelse gir selskapet et stort fortrinn.

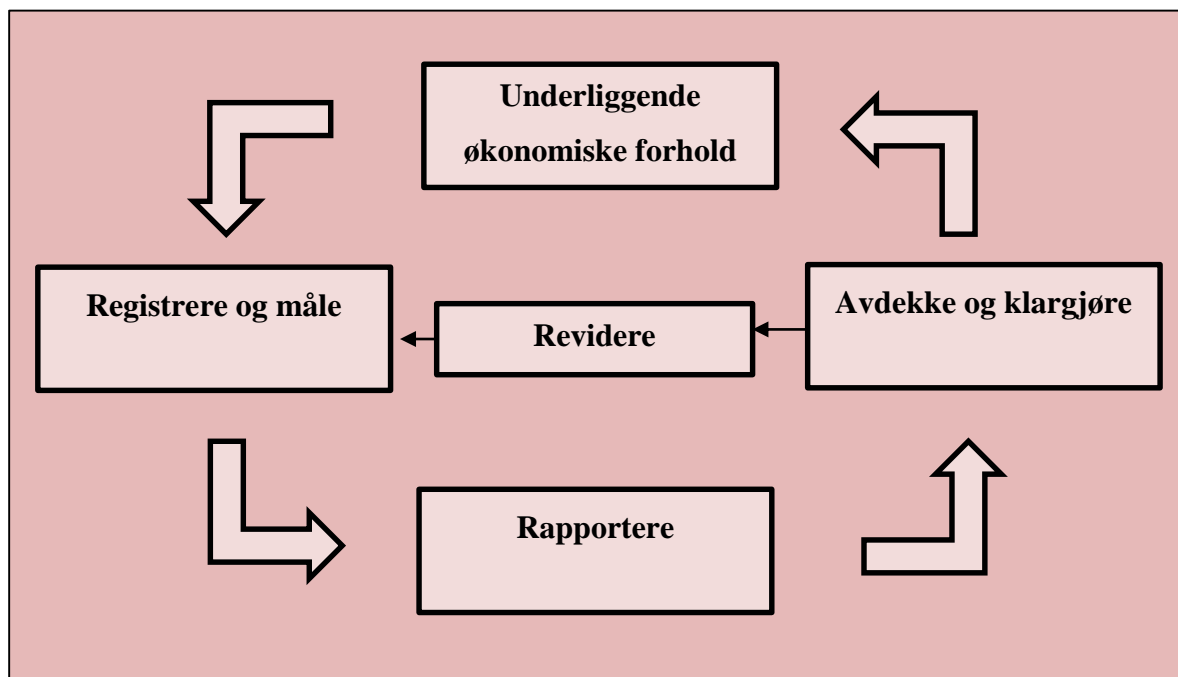
4.4.3 Oppsummering intern analyse

I den interne analysen har jeg konkludert med at de viktigste faktorene for at SalMar skal oppnå konkurransefortrinn i fremtiden er slakte- og foredlingsanlegget InnovaMar og den nye

havmerden som de nylig fikk godkjent av myndighetene. Senere i utredningen kommer det frem at SalMar har hatt en strategisk fordel (høyere rentabilitet) sammenlignet med bransjen i hele perioden. En del av denne fordelen tilskrives ressursfordelen selskapet har sett opp mot konkurrentene. SalMar gjør det spesielt godt på vareforbruket og personalkostnadene, denne trenden er konsistent gjennom hele analyseperioden. At de ligger lavere enn bransjen med tanke på personalkostnader tror jeg delvis skyldes introduksjonen av InnovaMar. Anlegget er i stor grad automatisert noe som reduserer behovet for bemanning og med tanke på hvor stort volum anlegget kan slakte og bearbeide utgjør det en stor forskjell. Det faktum at vareforbruket er lavere vitner om et selskap med god drift, hvor svinnet er lite og innsatsfaktorene i produksjon blir brukt riktig og effektivt. Samtidig er det en pekepinn på at SalMar evner å inkorporere nyervervede selskaper i en tidlig fase og skape økonomisk gevinst. Utvidelse av driften krever vanligvis store ressurser, men SalMar har i perioden opprettholdt lønnsomheten i selskapet på tross av flere oppkjøp.

På lengre sikt forventer jeg at en del av fordelene knyttet til InnovaMar vil vannes ut gjennom at konkurrentene imiterer ressursen og dermed reduserer fordelen de har i dag. Allikevel så forventer jeg at SalMar vil opprettholde en strategisk fordel sammenlignet med bransjen på bakgrunn av introduksjonen av den nye havmerden. Bransjen er avhengig av innovasjoner for å opprettholde og videreføre veksten og på dette området er SalMar tidlig ute. Fordelen vil reduseres i løpet av budsjettperioden ved at konkurrerende selskaper kommer med liknende løsninger, men jeg har tro på at SalMar klarer å videreføre deler av den strategiske fordelen også på lang sikt.

5. Regnskapsanalyse



Figur 8 - Rammeverk for regnskapsanalyse, Kilde (Krvsflå, 2016)

En regnskapsanalyse er en gjennomgang av enhetens regnskapsdata og uttalelser for å avdekke og klargjøre de finansielle forholdene i enheten. Med regnskapsdata snakker man som oftest om historiske og nåværende kvartals- og årsrapporter som enheten publiserer. Dette gjøres gjennom en analyse av enhetens finansregnskaper for å få innsikt i den økonomiske fortiden, nåtiden og hvilke fremtidsutsikter som forespeiles i enhetens rapporter (Penman, 2013). Dette er offentlige rapporter tilgjengelig for allmennheten og danner grunnlaget for den videre analysen av SalMar.

Enhetens finansielle rapportering har mange brukere, både internt i enheten og eksternt i markedet. De eksterne brukerne er differensierte og de omfattes av alt fra lovgivende myndigheter, kapitalinnskyttere, leverandører, kunder, ansatte og samfunnet ellers. Revisor, som er allmennhetens tillitsperson, vil revidere rapporten for å validere om enheten gir riktige opplysninger til markedet.

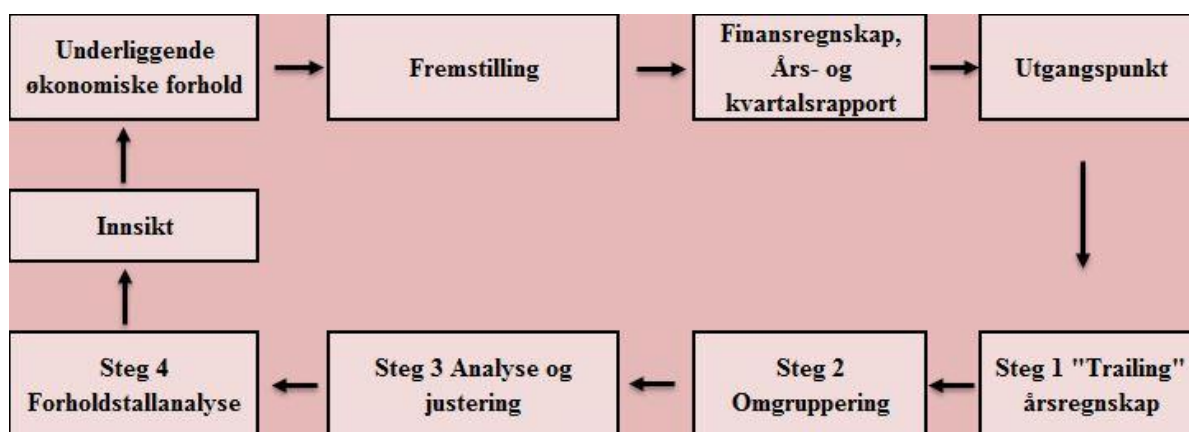
Det finnes flere typer regnskapsanalyse, men de mest utbredte formene er kreditt- eller investororientert analyse. Hvilken form for analyse som blir gjort avhenger av brukeren av rapporten. En kredittorientert analyse blir mye brukt av långivere i markedet. Analysen gir de

innsikt i om enheten har verdier, inntjening og en risikoprofil som tilfredsstillende de kravene som långiver har til enheten for å yte samt betjene gjeld de har utstedt.

Den fundamentale verdsettelsen jeg foretar av SalMar i denne utredningen er en investororientert analyse. Denne analysen har flere fokusområder; nettoverdien til enheten, inntjening sett opp mot avkastningskrav og såkalt superrentabilitet som påvirker egenkapitalverdien med positiv eller negativ effekt.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Rammeverket for videre analyse bygger på Knivsflås rammeverk, som igjen er sterkt i tråd med rammeverket til Stephen H. Penman. Regnskapsanalysen deles opp i fire steg slik det er illustrert i figur 9



Figur 9 - Rammeverk for regnskapsanalyse, Kilde (Knivsflå, 2016)

Det første steget i regnskapsanalysen er trailing av årsregnskapet. Trailing er relevant i situasjoner hvor årsregnskapet ikke foreligger. Typisk så trailes Q4-tall på bakgrunn av eksisterende historiske kvartalsrapporter for å fullføre et selskaps årsrapport. Dette gjør seg ikke gjeldende for denne utredningen da kvartalsrapporten Q1 for 2016 er tilgjengelig. I denne kvartalsrapporten inngår regnskapstallene for 2015. Detaljnivået i kvartalsrapporten er noe mangelfull sammenlignet med årsrapporten og det er en del poster i regnskapet for 2015 som er samlet i større poster. Dette medfører at det er noen størrelser i regnskapet som må estimeres, men bildet av enhetens finansielle stilling er fortsatt god og jeg anser ikke dette som et problem for å gjennomføre en fullverdig analyse av enheten og bransjen for øvrig. De påfølgende stegene er omgruppering av finansregnskapet for investor- og kreditororientert analyse, analyse av målefeil og justering og til slutt en forholdstallsanalyse som fokuserer på

rentabilitet og risiko. Innledningsvis før selve regnskapsanalysen initieres må det gjøres noen praktiske valg med tanke på valg av analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter. Dette vil gjennomgås i de påfølgende avsnittene.

5.1.1 Valg av analysenivå

Når det gjelder valg av analysenivå er det flere faktorer som gjør seg gjeldende for hva som er hensiktsmessig. I et børsnotert selskap som SalMar så leverer de konsernregnskap for hele virksomheten. Det er liten tilgang på spesifikk regnskapsinformasjon for de ulike forretningsområdene. Variasjonen i mengden informasjon som leveres fra de ulike selskapene i bransjen er også svært stor. Det ville gjort analysen lite spesifikk og det ville vært vanskelig å få konsistente og sammenlignbare tall mellom SalMar og benchmarken i bransjen. De ulike forretningsområdene leverer i stor grad tjenester innad i konsernet og dette gjelder i stor grad for selskapene som inngår i sammenligningsgrunnlaget. Jeg anser det derfor ikke hensiktsmessig å analysere hvert segment hver for seg og analysen vil baseres på de ulike selskapenes konsernregnskaper.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Analyseperioden som velges bør avspeile utviklingen til selskapet over tid samtidig som den tar høyde for hvor stabil eller labil virksomheten er. Perioden bør også, det er snakk om en syklisk bransje, få med minimum en oppgangs- og nedgangskonjunktur. Oppdrettsbransjen generelt er preget av mange oppkjøp og konsolideringer. De største selskapene har en tendens til å kjøpe nye aktører på markedet for å tilegne seg en større markedsandel og bedre sin posisjon. Store deler av årsaken til denne atferden kan spores til det norske konsesjonssystemet. Det er et begrenset antall konsesjoner i markedet og for å vokse videre så er oppkjøp av selskaper ofte den eneste muligheten til å ekspandere virksomheten.

Hvorvidt et selskap er stabilt eller labilt er et vanskelig spørsmål. Stabilitet tilsier en lang analyseperiode og omfatter selskaper som driver med det samme over tid og hvor driften har endret seg lite over en lang periode. Et labilt selskap preges av store endringer over tid og selskapet tilegner seg ofte nye forretningsområder som medfører at historiske tall ikke gir et godt sammenligningsgrunnlag for driften i dag.

SalMar ble stiftet i 1991 (SalMar, 2016) og har opplevd en enorm vekst siden den gang. Selskapet må sies å falle under definisjon av å være et labilt selskap. Mye av dette tilskrives

deres kontinuerlige oppkjøp av andre aktører i markedet for å øke sin markedsandel. De har på en annen side ikke tilegnet seg nye forretningsområder i den grad av at tilnærmet samtlige oppkjøp er direkte relatert til ulike segmenter innen oppdrett. Bransjen fremstår som svært syklisk mye grunnet den volatile lakseprisen som påvirkes av alt fra politiske forhold og naturkatastrofer til mattrender. Dette gjenspeiles gjennom de enorme svingningene som har vært i lakseprisen bare de siste 5 årene.

På grunnlag av dette velger jeg en analyseperiode på 6 år for SalMar og de komparative selskapene, fra 2010 – 2015. Dette mener jeg gir et godt grunnlag for analysen og perioden reflekterer store svingninger i lakseprisen samt utviklingen til selskapene.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

Ved valg av komparative selskaper er det viktig å bruke selskaper som er så lik SalMar som mulig både i størrelse og i utforming. Som nevnt tidligere er SalMar et vertikalt integrert selskap, noe som betyr at de selv står for alt i fra smolt/settefiskproduksjon til foredling av ferdige produkter. Dette gjør at selskapet er i en særstilling i forhold til mange av aktørene i det norske markedet. Det er allikevel noen aktører som har mye av den samme strukturen og størrelsen som SalMar. Jeg har derfor valgt Marine Harvest ASA, Lerøy Seafood ASA og Grieg Seafood som komparative virksomheter. Selskapene er nærmere presentert i kapittel 2.

I henhold til rammeverket til Knivsflå (2016) skal selskapet som analyseres vanligvis inkluderes i sammenligningsgrunnlaget (Knivsflå, 2016). Som nevnt i forrige avsnitt er det ikke et stort utvalg av oppdrettsselskaper som har samme struktur og størrelse som SalMar i det norske markedet. Siden utvalget av hensiktsmessige komparative virksomheter er lavt velger jeg ikke å inkludere SalMar i sammenligningsgrunnlaget. Årsaken til dette er at jeg mener at ved å ekskludere SalMar så blir sammenligningen med bransjen mer spisset. Ved å holde SalMar utenfor sammenligningsgrunnlaget danner det seg et tydeligere bilde av forskjeller i driften. Dette kommer av at SalMar er en betydelig aktør og en inkludering ville ført til unødvendig støy i arbeidet med å avdekke eventuelle forskjeller og likheter mellom selskapet og de komparative selskapene.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

I det påfølgende presenteres resultatregnskapet, balansen og endring i egenkapital for SalMar i analyseperioden 2010-2015. Disse tallene utgjør grunnlaget for den videre analysen i utredningen og er hentet fra selskapets årsrapporter og kvartalsrapporter i analyseperioden. SalMar rapporter etter IFRS og tallene er oppgitt i 1000 NOK.

5.2.1 Resultatregnskap SalMar ASA

Tabulert Resultatregnskap Salmar	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
Vareforbruk	1 530 655	1 997 525	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 800
- Lønn og andre personalkostnader	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 900
- Andre driftskostnader	517 067	705 891	885 983	1 086 299	1 142 953	1 272 200
- Avskrivninger	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	321 400
= DR for unormale kostnader	974 458	606 341	341 213	1 264 493	1 881 447	1 403 900
Andre gevinster og tap	-3 635	-60 070	7 776	161 755	-	-
- Nedskrivninger	1 668	543	547	5 000	2 399	-
+ Verdjustering av biologiske eiendeler	184 658	-368 098	290 417	528 177	-232 349	39 900
= Driftsresultat	1 153 813	177 630	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 800
+ Normalt nettoresultat tilknyttet selskap	147 366	97 999	93 909	157 980	96 136	40 200
+ Unormalt nettoresultat tilknyttet selskap	-	-	-	-	-	-
+ Normale Finansinntekter	5 639	5 276	2 956	9 958	9 057	8 803
- Normale Finanskostnader	49 597	98 791	169 084	168 053	124 193	100 023
+ Unormale Finansinntekter	18 495	2 774	50 177	374 357	2 044	1 369
- Unormale Finanskostnader	14 931	24 410	8 313	1 596	902	10 449
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minor	1 260 785	160 478	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 700
- Normal skattekostnad	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 900
- Unormal skattekostnad	-	-	-	-	-	-
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minor	958 118	147 372	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 800
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-
- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
= Årsresultat	946 818	144 855	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 300
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-26 973	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
+ Andre Finansielle resultatelement	-6 899	-	-	-	-	-
= Totalresultat	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 500
Utdelt utbytte (majo)	223 520	409 740	2 940	-	896 000	1 120 000
Netto kapitalinskudd	-36 954	7 045	316 599	26 542	-4 380	24 245

Tabell 5-1 - Resultatregnskap, SalMar (SalMarASA, 2016)

5.2.2 Balanseoppstilling SalMar ASA

BALANSE	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-
• Konesjoner, patenter og lignende	1 315 218	1 483 752	1 702 152	2 030 710	2 451 271	2 913 500
• Goodwill	372 710	433 348	433 348	433 348	447 372	-
= Sum immaterielle eiendeler	1 687 928	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 898 643	2 913 500
Tomter, bygninger og annen fast eie	179 364	206 409	233 732	473 408	489 496	-
• Maskiner, anlegg og driftsløsøre	636 720	845 581	947 824	1 248 820	1 336 126	2 412 000
• Skip, transportmidler og lignende	55 951	74 455	87 247	137 096	191 953	-
= Sum varige driftsmidler	872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	2 017 575	2 412 000
Investeringer i tilknyttet selskap	866 809	918 868	948 575	402 338	523 711	622 038
• Investeringer i aksjer og andeler	1 426	762	15 760	384	519	-
• Aksjer tilgjengelig for salg	-	-	-	-	-	-
• Pensjonsmidler	3 901	2 023	2 492	802	1 592	1 602
• Andre fordringer	12 276	4 609	4 029	5 225	13 403	12 560
• Langsiktige fordringer	-	-	-	-	-	-
= Sum finansielle anleggsmidler	884 412	926 262	970 856	408 749	539 225	636 200
= Sum anleggsmidler	3 444 375	3 969 807	4 375 159	4 732 131	5 455 443	5 961 700
Biologiske eiendeler	1 580 934	1 420 789	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 100
• Andre varer	128 973	227 935	303 682	171 539	206 454	328 200
= Sum varer	1 709 907	1 648 724	2 289 895	3 248 689	3 321 138	3 634 300
Kundefordringer	409 707	505 280	660 944	662 149	888 219	815 500
• Fordring morselskap	-	-	-	-	-	-
• Andre fordringer	136 266	144 993	245 501	217 584	292 644	258 300
= Sum fordringer	545 973	650 273	906 445	879 733	1 180 863	1 073 800
Bankinnskudd, kontanter og lignende	107 062	47 621	55 336	1 070 998	166 963	273 700
= Sum omløpsmidler	2 362 942	2 346 618	3 251 676	5 199 420	4 668 964	4 981 800
= SUM EIENDELER	5 807 317	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 500
Aksjekapital	25 750	25 750	28 325	28 325	28 325	28 325
• Egne aksjer	-350	-325	-325	-325	-325	-325
• Overkurs	112 880	112 880	415 286	415 286	415 286	415 286
• Annen innskutt egenkapital	25 684	38 337	49 957	32 822	34 834	57 714
= Sum innskutt egenkapital	163 964	176 642	493 243	476 108	478 120	501 000
Fond	2 187 391	1 915 740	2 338 170	4 246 867	4 598 535	4 646 300
= Sum opptjent egenkapital	2 187 391	1 915 740	2 338 170	4 246 867	4 598 535	4 646 300
Minoritetsinteresser	118 012	122 228	136 300	337 809	60 622	79 700
= Sum egenkapital	2 469 367	2 214 610	2 967 713	5 060 784	5 137 277	5 227 000
Pensjonsforpliktelser	1 714	1 213	528	-	-	-
• Utsatt skatt	761 633	738 475	872 398	1 199 557	1 262 594	1 099 300
• Gjeld til kredittinstitusjoner	1 760 568	2 028 537	2 098 240	1 974 521	1 780 174	2 480 400
• Leasing gjeld og annen langsiktig gjeld	108 606	173 460	125 188	471 716	411 388	412 800
= Sum langsiktig gjeld og forplikt	2 632 521	2 941 685	3 096 354	3 645 794	3 454 156	3 992 500
Gjeld til kredittinstitusjoner	51 431	501 754	596 288	397 186	276 667	140 400
• Leverandørgjeld	351 042	412 802	762 765	515 856	409 485	-
• Betalbar skatt	148 088	66 399	7 008	25 843	321 839	-
• Skyldige offentlige avgifter	48 023	52 980	43 192	93 532	143 757	100
• Annen kortsiktig gjeld	106 845	126 195	153 515	192 556	381 226	1 583 500
= Sum kortsiktig gjeld	705 429	1 160 130	1 562 768	1 224 973	1 532 974	1 724 000
= Sum gjeld	3 337 950	4 101 815	4 659 122	4 870 767	4 987 130	5 716 500
= SUM EGENKAPITAL OG GJELD	5 807 317	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 500

Tabell 5-2 - Balanseoppstilling SalMar 2010-2015. Kilde: (2015, SalMar)

5.2.3 Endring egenkapital SalMar ASA

Egenkapitaloppstilling	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Egenkapital per 01.01.	1 698 892	2 351 355	2 092 382	2 831 413	4 722 975	5 076 655
Arsresultat	946 818	144 855	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 300
+ Sum utvidet resultat	-33 872	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
= Årets totalresultat	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 500
+ Sum transaksjoner med eierne	-260 483	-402 707	314 424	26 876	-900 883	-1 095 855
= Egenkapital per 31.12.	2 351 355	2 092 382	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 300

Tabell 5-3 - Endring egenkapital SalMar 2010-2015. Kilde: (SalMarASA, 2016)

5.3 Omgruppering for analyse

Regnskapsoppstillingene etter både IFRS og GRS har et større kreditororientert fokus enn det investororienterte. Hensikten med omgrupperingen er å gjøre oppstillingsplanen mer investororientert for å tilfredsstille investorer. Dette medfører å gjøre oppstillingsplanen mer anvendelig for analyser med tanke på rentabilitet, vekst og verdsettelse (Gjesdal & Johnsen, 1999). Investorer har i all hovedsak større fokus på inntjening og egenkapitalverdi mens kreditorer fokuserer i større grad på risikoprofilen til selskapet.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Både SalMar og de komparative selskapene rapporterer etter IFRS. På bakgrunn av at man i IFRS operer med AFR, gjerne omtalt som «other comprehensive income» (OCI), så skal det i utgangspunktet ikke eksistere «dirty surplus». I noen tilfeller, som ved verdjustering av noen typer finansielle instrumenter, blir justeringen, som er definert som «dirty surplus» ført over OCI (Penman, 2013). Det er allikevel praksis at noen typer kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen til tross for rapportering under IFRS. «Dirty surplus» er i direkte konflikt med kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3 som sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. «Dirty surplus» omtaler inntekter og kostnader som blir direkte ført mot egenkapitalen (Penman, 2013). For SalMar gjør dette seg gjeldende via posten «andre endringer» knyttet til egenkapitaltransaksjoner. Det fremkommer ingen annen informasjon om dette i notene til selskapet.

	Fullstendig nettoresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ÅRE	Årsresultat	946 818	144 855	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 300
AFR	+ Annet fullstendig resultat	-33 872	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
"FNR"	= Totalresultat	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 500
DSP	+ Dirty Surplus	-9	-12	765	334	-503	-100
FNR	= Fullstendig nettoresultat	912 937	143 722	425 372	1 865 020	1 254 060	1 166 400

Tabell 5-4 - Fullstendig nettoresultat (FNR)

Omgruppering – skillet mellom drift og finans

Fordelingen av fullstendig nettoresultat sikrer at de ulike kapitalene i balansen får «sitt» resultat før skatt. Dette gjøres for å synliggjøre hvilket resultat, eksempelvis finansresultat, som knyttes opp mot en finanseiendel i balansen. Som et ledd i denne prosessen så er det viktig å skille mellom hvilke resultater som er finansielle og driftsrelaterte. Denne fordelingen gir et godt bilde på hvor i selskapet verdiskapningen skjer.

Tilknyttede selskaper – Dette er selskaper hvor SalMar har en eierandel på 20-50 %. Eierandelen tilsier at selskapet har betydelig innflytelse i det tilknyttede selskapet. Av disse selskapene er Norskott Havbruk AS desidert størst og så følger Salmus AS. De utgjør majoriteten av de tilknyttede selskapene og de er i likhet med SalMar oppdrettsselskaper. Resultatet anses som driftsrelatert og inngår i SalMars driftsresultat.

Sikringsinstrumenter – Det foreligger ulike kriterier for føring av slike instrumenter under IFRS. Hvorvidt de skal føres via OCI eller over det ordinære resultatet. Skillet mellom hva som er knyttet til drift og finans er derfor komplisert å skille ut. Jeg velger derfor å ta utgangspunkt i noteinformasjonen som foreligger å fordele instrumenter som sikrer noe driftsrelatert til drift og motsatt for finansiering.

Annet fullstendig resultat – Denne posten inneholder i all hovedsak ulike omregningsdifferanser i datterselskaper/tilknyttede selskaper og utvidede resultatposter i tilknyttet selskap. Disse anses som driftsrelaterte og blir klassifisert under drift. I 2010 ble det foretatt en reklassifisering av sikringsinstrumenter og dette klassifiseres som finansielt.

Omgruppering – normalisering

Normalisering gjøres for å skille mellom hvilke poster som er typiske engangshendelser og hvilke som går igjen og således gir et godt grunnlag for å predikere fremtidig vekst i selskapet. Skillet mellom hva som er normalt og unormalt kan variere veldig fra selskap til selskap og grunnet mangelfull noteinformasjon fra selskapene kan identifisering være svært vanskelig (Penman, 2013). Disse unormale eller transitoriske postene bør identifiseres for å sikre konsistens og ett rettviseende bilde for videre analyse og verdsettelse av selskapet.

Identifiserte driftsrelaterte transitoriske/unormale poster:

- **Engangsgevinster knyttet til oppkjøp** anses som en unormal post. Forekommer sjeldent og det er ingen konsistens over tid.
- **Tapskontrakter** anses som en unormal post. Forekommer kun en gang i analyseperioden.
- **Særskilte biologiske hendelser** anses som en unormal post. Forekommer to ganger i perioden og posten er knyttet til ekstraordinære hendelser.
- **Nedskrivninger** anses som en unormal post. Svært små beløp som ikke er konsistente over tid og ikke inngår i den normale driftssyklusen.
- **Endring i virkelig verdi på biologiske eiendeler** anses som en unormal post. Dette er en stor post i regnskapet og utgjør store verdier. Etter IAS 41 skal biologiske eiendeler føres til virkelig verdi med endringer over resultatet. Klassifiseringen av denne posten som unormal kan virke unaturlig fra en investors ståsted, men hvordan verdijusteringen slår ut er vanskelig å si noe om da laksen gjerne realiseres i en senere periode. På grunn av at lakseprisen er såpass volatil og det foreligger lite informasjon om hvilket volum som skal verdijusteres hvert år, samt hvor stor andel av biomassen som blir justert så klassifiseres den som unormal. Dette er for å sikre konsistens i verdsettelsen og minimere støy i framskrivingen.

Identifiserte finansielle transitoriske/unormale poster:

- **Reklassifisering av sikringsinstrumenter** anses som en unormal post. Det er en typisk engangshendelse uten gjentakelse.
- I tillegg inngår en del agio/disagio og andre finansielle inntekter og kostnader. Dette er typisk valutagevinster og tap samt inntekter og kostnader på finansielle inntekter som er inkonsistente i størrelse og hyppighet.

Omgruppering – fordeling av skattekostnaden

For å isolere de respektive resultatelementene så må skattekostnaden splittes for å få et mest mulig nyansert bilde av hvert enkelt resultat. Grunnet mangelfull noteinformasjon hos selskapene har jeg funnet det svært vanskelig å isolere unormal skattekostnad. Skattekostnaden anses derfor i sin helhet å være normal og blir fordelt på de ulike resultatelementene deretter.

Finansinntektsskattesatsen – Ved beregning av skattesatsen på netto finansinntekter så er det flere faktorer som må vektlegges. I Norge blir ikke utbytte og aksjegevinster skattlagt på selskapsnivå da dette faller under fritaksmetoden jf. Sktl §2-38. Konsekvensen av dette er at det blir en reduksjon i effektiv skattesats på normal finansinntekt og unormalt finansresultat. Den eneste skattleggingen av utbytte på slike investeringer er på 3 % jf sktl. §2-38 6.ledd, bokstav a. Grunnet manglende noteinformasjon så velger jeg å benytte «tommelfingerregelen» som Knivsflå benytter i sitt rammeverk. Finansinntektsskattesatsen beregnes da til 18 % for analyseperioden (Knivsflå, 2016).

Unormalt netto finansresultat – Ved beregning av denne skattesatsen benyttes samme argumentasjon som for finansinntekter og satsen er følgelig på 18 %.

Netto finanskostnad – Her benyttes den nominelle skattesatsen i Norge som i analyseperioden er på 28 % fra 2010 – 2013 og 27 % i 2014 – 2015.

Netto driftsresultat – Knivsflå (2016) definerer driftsskattesatsen med følgende formel:

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

NSK = Normal Skattekostnad

fiss = finansinntektsskattesats (18%)

ufrss = unormal finansresultatskattesats (18%)

fkss = finanskostnadskattesats (28-27%)

Normalisert driftsskattesats (ndss) – Ved beregning av ndss benyttes det minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen til driftsskattesatsen i analyseperioden. Normalisert driftsskattesats for SalMar blir i perioden 24,80 %.

Unormal driftsskattesats – Dette er differansen mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen, dss – ndss.

Resultatene fra omgrupperingen og fordelingen av skattekostnaden som er gjort med tanke på resultatregnskapet fremkommer i tabellene under.

Unormalt netto finansresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormale finansinntekter	18 495	2 774	50 177	374 357	2 044	1 369
- Unormale finanskostnader	14 931	24 410	8 313	1 596	902	10 449
= Unormalt Finansresultat	3 564	-21 636	41 864	372 761	1 142	-9 080
- Skatt på unormalt finansresultat (18%)	642	-3 894	7 536	67 097	206	-1 634
+ Andre finansielle resultat element	-6 899	-	-	-	-	-
+ Finansielt Dirty surplus	-	-	-	-	-	-
= Unormalt netto finansresultat	-3 977	-17 742	34 328	305 664	936	-7 446

Tabell 5-5 - Unormalt netto finansresultat

Unormalt netto driftsresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Andre gevinster og tap	-3 635	-60 070	7 776	161 755	-	-
- Nedskrivinger	1 668	543	547	5 000	2 399	-
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	184 658	-368 098	290 417	528 177	-232 349	39 900
= Unormalt driftsresultat før skatt	179 355	-428 711	297 646	684 932	-234 748	39 900
- dss% skatt på unormalt driftsresultat	48 949	-105 500	77 497	139 437	-63 446	7 792
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-26 973	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 200
+ Driftsrelatert D&P	-9	-12	765	334	-503	-100
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	24 247	-1 182	4 207	-56 217	41 840	-74 054
= Unormalt netto driftsresultat	79 176	-323 162	173 943	676 691	-151 581	169 262

Tabell 5-6 - Unormalt netto driftsresultat

Skattesatser	2010	2011	2012	2013	2014	2015
fss(FK)	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %
fss(FI)	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %
fss(UFR)	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %
dss	27,29 %	24,61 %	26,04 %	20,36 %	27,03 %	19,53 %
- ndss	24,80 %	24,80 %	24,80 %	24,80 %	24,80 %	24,80 %
= dss-ndss	2,49 %	-0,20 %	1,23 %	-4,45 %	2,22 %	-5,27 %
Skattekostnader						
Normal driftsskattekostnad	241 701	150 395	84 633	313 640	466 667	348 218
+ Skatt på finansinntekter	1 015	950	532	1 792	1 630	1 585
- Skatt på finanskostnader	13 887	27 661	47 344	47 055	33 532	27 006
+ Skatt på unormalt driftsresultat	48 949	-105 500	77 497	139 437	-63 446	7 792
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	24 247	-1 182	4 207	-56 217	41 840	-74 054
+ Unormal skattekostnad	-	-	-	-	-	-
+ Skatt på unormalt finansresultat	642	-3 894	7 536	67 097	206	-1 634
= Rapportert skattekostnad	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 900

Tabell 5-7 - Skattesatser og fordeling av skattekostnad

Omgruppert resultatregnskap		2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI	Driftsinntekter	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
VK	Vareforbruk	1 530 655	1 997 525	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 800
LK	- Lønn og andre personalkostnader	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 900
AK	- Andre driftskostnader	517 067	705 891	885 983	1 086 299	1 142 953	1 272 200
AV	- Avskrivninger	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	321 400
DR	= DR fra egen virksomhet	974 458	606 341	341 213	1 264 493	1 881 447	1 403 900
DSK	- Driftsrelatert skattekostnad	241 701	150 395	84 633	313 640	466 667	348 218
NRD	= Netto DR fra egen virksomhet	732 757	455 946	256 580	950 853	1 414 780	1 055 682
NRT	+ Netto resultat fra driftstilknyttet virksomhet	147 366	97 999	93 909	157 980	96 136	40 200
NDR	= Netto driftsresultat	880 123	553 945	350 489	1 108 833	1 510 916	1 095 882
NFI	+ Netto finansinntekter	4 624	4 326	2 424	8 166	7 427	7 218
NRS	= Nettoresultat til Sysselsatt kapital	884 747	558 272	352 913	1 116 998	1 518 343	1 103 100
NFK	- Netto Finanskostnader	35 710	71 130	121 740	120 998	90 661	73 017
NMR	- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
NRE	= Nettoresultat til EK	837 737	484 625	217 100	882 665	1 404 705	1 004 584
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	79 176	-323 162	173 943	676 691	-151 581	169 262
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	-3 977	-17 742	34 328	305 664	936	-7 446
FNR	= Fullstendig nettoresultat til EK	912 937	143 722	425 372	1 865 020	1 254 060	1 166 400
NBU	+ Netto utbetalt utbytte	-260 474	-402 695	313 659	26 542	-900 380	-1 095 755
ΔEK	= Endring i EK	652 463	-258 973	739 031	1 891 562	353 680	70 645
FUT	Utbytte	223 520	409 740	2 940	-	896 000	1 120 000

Tabell 5-8 – Omgruppert resultatregnskap

Egenkapital 01.01	1 698 892	2 351 355	2 092 382	2 831 413	4 722 975	5 076 655
+ Fullstendig nettoresultat til EK	912 937	143 722	425 372	1 865 020	1 254 060	1 166 400
- Netto utbetalt utbytte	260 474	402 695	-313 659	-26 542	900 380	1 095 755
= Egenkapital 31.12 Regnet	2 351 355	2 092 382	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 300

Tabell 5-9 - Egenkapitaloppstilling

5.3.2 Omgruppering av balanseoppstilling

I likhet med resultatregnskapet må balanseoppstillingen omgrupperes for å være mer hensiktsmessig i forbindelse med en verdivurdering. Balanseoppstillingen etter IFRS er av natur mer kreditororientert enn investororientert. Dette er i utgangspunktet for å øke gjennomsiktigheten sett opp mot å møte krav fra kreditorer. For å avdekke selskapets evne til verdiskapning skiftes fokuset i balansen fra det kreditororienterte til et fokus på sysselsatt kapital og netto driftskapital i oppstillingen (Penman, 2013).

Omgruppering – skillett mellom drift og finansering i totalbalansen

Omgrupperingen er en videreføring av måten jeg behandler resultatpostene diskutert over. Dette er for å sikre konsistens og minimere støy i videre analyse. Jeg antar videre at driftsrelatert gjeld er ikke-rentebærende og eventuelle kostnader knyttet til dette klassifiseres som driftskostnader. Dette kommer av at driftsrelatert gjeld i all hovedsak er rentefri eller blir betalt indirekte gjennom prisen på varer og tjenester (Penman, 2013). I forlengelsen av dette anses finansiell gjeld å være rentebærende gjeld. For å sikre konsistens med den tidligere gjennomførte omgrupperingen blir posterings av betydning for driftsresultatet klassifisert som driftseiendeler og tilsvarende for finansresultatet og finansielle eiendeler.

Klassifisering av balanseposter:

- **Immaterielle eiendeler** som konsesjoner, patenter og goodwill anses i sin helhet som driftsrelaterte.
- **Varige driftsmidler** som tomter, bygninger, maskiner og skip anses i sin helhet som driftsrelaterte.
- **Investeringer i tilknyttet selskap** blir i sin helhet ansett som driftsrelaterte. Dette er konsistent med behandlingen av inntektene fra tilknyttet selskap som ble omtalt tidligere.
- **Biologiske eiendeler og andre varer** blir i sin helhet ansett som driftsrelaterte.
- **Kontanter og kontantekvivalenter** er vanskelig å skille i driftsrelaterte- og finansielle eiendeler. Det fremkommer lite informasjon i notene om hvor stor andel som er eventuell overskuddslikviditet eller ikke og de klassifiseres i sin helhet som finansielle eiendeler i tråd med Penman (2013).
- **Kortsiktig gjeld** som leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld blir i sin helhet ansett som driftsrelaterte.
- **Langsiktig gjeld** som utsatt skatt og pensjonsforplikter blir ansett som driftsrelaterte. Pensjonsforpliktelser er en kostnad knyttet til å ha ansatte i arbeid og faller således under drift.
- **Forpliktelser** som gjeld til kredittinstitusjoner og leasing gjeld blir i sin helhet klassifisert som finansielle.

De ulike klassifiseringene kommer tydelig frem i tabell 5-11, som viser totalbalansen til SalMar

Totalbalansen SalMar		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	3430673	3964436	4355370	4726522	5441521	5949140
DOM	+ Driftsrelaterte omløpsmidler	2255880	2298997	3196340	4128422	4502001	4708100
DE	= Driftseiendeler	5686553	6263433	7551710	8854944	9943522	10657240
FAM	Finansielle anleggsmidler	12276	4609	4029	5225	13403	12560
FOM	+ Finansielle omløpsmidler	108488	48383	71096	1071382	167482	273700
FE	= Finansielle eiendeler	120764	52992	75125	1076607	180885	286260
TE	= Totale Eiendeler	5807317	6316425	7626835	9931551	10124407	10943500
EK	Egenkapital	2351355	2092382	2831413	4722975	5076655	5147300
MI	Ikke-kontrollerende eierinteresser	118012	122228	136300	337809	60622	79700
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	763347	739688	872926	1199557	1262594	1099300
KDG	+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	653998	658376	966480	827787	1256307	1583600
DG	= Driftsrelatert gjeld	1417345	1398064	1839406	2027344	2518901	2682900
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	1869174	2201997	2223428	2446237	2191562	2893200
KFG	+ Kortsiktig finansiell gjeld	51431	501754	596288	397186	276667	140400
FG	= Finansiell gjeld	1920605	2703751	2819716	2843423	2468229	3033600
TK	= Totalkapital	5807317	6316425	7626835	9931551	10124407	10943500

Tabell 5-10 – Totalbalanse, SalMar

Omgruppering – Fra totalkapital til sysselsatt kapital

For i større grad å synliggjøre avkastningen på investert og innskutt kapital trengs det en ytterligere omgruppering av balansen. For å gjøre dette går vi fra totalkapital til sysselsatt kapital. Dette kommer av at i totalkapital inngår driftsrelatert gjeld og denne gjelden er ikke-sysselsatt kapital, det er gjeld som stammer fra driften og fra et investorperspektiv blir det tydeligere hva som er investert eller innskutt fra eiere og långivere.

		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	3430673	3964436	4355370	4726522	5441521	5949140
LDG	- Langsiktig driftsrelatert gjeld	763347	739688	872926	1199557	1262594	1099300
NAM	= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2667326	3224748	3482444	3526965	4178927	4849840
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	2255880	2298997	3196340	4128422	4502001	4708100
KDG	- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	653998	658376	966480	827787	1256307	1583600
DAK	= Driftsrelatert arbeidskapital	1601882	1640621	2229860	3300635	3245694	3124500
Sysselsatt kapital balanse		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2667326	3224748	3482444	3526965	4178927	4849840
DAK	+ Driftsrelatert arbeidskapital	1601882	1640621	2229860	3300635	3245694	3124500
NDE	= Netto driftseiendeler	4269208	4865369	5712304	6827600	7424621	7974340
FE	+ Finansielle eiendeler	120764	52992	75125	1076607	180885	286260
SSE	= Sysselsatte eiendeler	4389972	4918361	5787429	7904207	7605506	8260600
EK	Egenkapital	2351355	2092382	2831413	4722975	5076655	5147300
MI	+ Ikke-kontrollerende eierinteresser	118012	122228	136300	337809	60622	79700
FG	+ Finansiell gjeld	1920605	2703751	2819716	2843423	2468229	3033600
SSK	= Sysselsatt kapital	4389972	4918361	5787429	7904207	7605506	8260600

Tabell 5-11- Sysselsatt kapital, SalMar

Omgruppering – Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Som et siste ledd i omgrupperingen av balansen til å bli mer investororientert fjernes finansielle eiendeler. Netto driftskapital utgjøres av egenkapitalen til majoriteten, minoriteten

og netto finansiell gjeld. Finansielle eiendeler fjernes derfor fra finansiell gjeld å synliggjøre den kapital som er investert/innskutt i driften. Den tilleggslikviditeten som finansielle eiendeler utgjør er ikke nødvendig for driften av selskapet og blir således trukket fra slik at netto finansiell gjeld synliggjøres.

Netto finansiell gjeld	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Finansiell gjeld	1920605	2703751	2819716	2843423	2468229	3033600
- Finansielle eiendeler	120764	52992	75125	1076607	180885	286260
= Netto Finansiell gjeld	1799841	2650759	2744591	1766816	2287344	2747340
Netto driftskapital						
Netto driftskapital	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2667326	3224748	3482444	3526965	4178927	4849840
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1601882	1640621	2229860	3300635	3245694	3124500
= Netto driftseiendeler	4269208	4865369	5712304	6827600	7424621	7974340
Egenkapital	2351355	2092382	2831413	4722975	5076655	5147300
+ Ikke-kontrollerende eierinteresser	118012	122228	136300	337809	60622	79700
+ Netto finansiell gjeld	1799841	2650759	2744591	1766816	2287344	2747340
= Netto driftskapital	4269208	4865369	5712304	6827600	7424621	7974340

Tabell 5-12 - Netto driftskapital, SalMar

Omgruppering av resultatregnskapet og balansen er gjennomført for de komparative selskapene og kan leses i tabell 5-13, 5-14 og 5-15.

Omgruppert resultatregnskap - Bransje		2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI	Driftsinntekter	26 625 522	27 373 533	26 644 770	32 389 156	42 275 824	46 010 995
VK	Vareforbruk	14 335 392	15 154 457	17 311 133	17 748 911	23 974 016	27 409 740
LK	- Lønn og andre personalkostnader	3 218 754	3 383 971	3 726 575	4 070 987	4 951 308	5 645 956
AK	- Andre driftskostnader	2 738 343	3 524 892	3 659 858	4 335 604	5 809 152	6 631 520
AV	- Avskrivninger	992 198	1 078 805	1 130 313	1 205 712	1 476 997	1 853 290
DR	= DR fra egen virksomhet	5 340 835	4 231 408	816 891	5 027 942	6 064 351	4 470 489
DSK	- Driftsrelatert skattekostnad	1 587 245	1 257 534	242 772	1 494 256	1 802 267	1 328 587
NRD	= Netto DR fra egen virksomhet	3 753 590	2 973 874	574 119	3 533 686	4 262 084	3 141 902
NRT	+ Netto resultat fra driftstilknyttet virksomhet	336 343	50 110	124 962	421 877	244 304	274 218
NDR	= Netto driftsresultat	4 089 933	3 023 984	699 081	3 955 563	4 506 388	3 416 120
NFI	+ Netto finansinntekter	15 055	36 313	29 668	16 922	17 225	46 577
NRS	= Nettoresultat til Sysselsatt kapital	4 104 988	3 060 297	728 749	3 972 485	4 523 613	3 462 697
NFK	- Netto Finanskostnader	369 609	418 855	441 076	618 214	555 247	486 291
NMR	- Netto minoritetsresultat	37 148	1 168	10 327	180 686	66 657	77 970
NRE	= Nettoresultat til EK	3 698 231	2 640 274	277 346	3 173 585	3 901 708	2 898 436
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	1 256 412	-1 662 407	-57 692	2 823 676	440 160	919 299
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	333 079	365 098	41 108	-614 398	-1 288 245	-400 367
FNR	= Fullstendig nettoresultat til EK	5 287 722	1 342 965	260 762	5 382 862	3 053 624	3 417 368
NBU	+ Netto utbetalt utbytte	-2 431 316	-3 551 696	467 458	1 231 990	-3 929 274	672 466
ΔEK	= Endring i EK	2 856 406	-2 208 731	728 220	6 614 852	-875 650	4 089 834
FUT	Utbytte	2 549 021	3 561 218	382 042	1 225 342	3 951 574	3 002 734

Tabell 5-13 - Omgruppert resultatregnskap, bransje

Netto finansiell gjeld	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Finansiell gjeld	9 943 594	11 616 830	11 240 944	14 030 090	18 138 767	18 349 329
- Finansielle eiendeler	1 983 505	2 181 293	2 768 886	2 877 118	3 191 485	2 374 126
= Netto Finansiell gjeld	7 960 089	9 435 537	8 472 058	11 152 972	14 947 282	15 975 203
Kapital til netto drift	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	16 082 725	17 179 779	16 983 889	20 405 290	22 967 765	25 321 110
+ Driftsrelatert arbeidskapital	12 424 643	10 585 974	10 654 255	16 631 786	17 019 064	19 848 041
= Netto driftseiendeler	28 507 368	27 765 753	27 638 144	37 037 076	39 986 829	45 169 151
Egenkapital	19 928 215	17 719 485	18 447 705	25 062 557	24 186 908	28 276 742
+ Ikke-kontrollerende eierinteresser	619 064	610 731	718 381	821 547	852 639	917 206
+ Netto finansiell gjeld	7 960 089	9 435 537	8 472 058	11 152 972	14 947 282	15 975 203
= Netto driftskapital	28 507 368	27 765 753	27 638 144	37 037 076	39 986 829	45 169 151

Tabell 5-14 – Netto driftskapital, bransje

Egenkapital 01.01	17 071 809	19 928 215	17 719 484	18 447 704	25 062 556	24 186 906
+ Fullstendig nettoresultat til EK	5 287 722	1 342 965	260 762	5 382 862	3 053 624	3 417 368
- Netto utbetalt utbytte	2 431 316	3 551 696	-467 458	-1 231 990	3 929 274	-672 466
= Egenkapital 31.12 Regnet	19 928 215	17 719 484	18 447 704	25 062 556	24 186 906	28 276 740

Tabell 5-15 - Egenkapitaloppstilling, bransje

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

I likhet med resultatregnskapet og balansen er kontantstrømoppstillingen etter IFRS kreditororientert. Jeg ønsker derfor å omgruppere kontantstrømmen for å synliggjøre kontantene som er skapt gjennom drift. Etter omgrupperingen får man fri kontantstrøm til egenkapital (FKE). Dette er kontanter som er «fri» til utdeling og er således en viktig størrelse for investorer. Denne størrelsen tilsvarer «netto betalt utbytte» (NBU). FKE er den kontantstrømmen som blir generert av kapitalen når det er tatt hensyn til reinvesteringer og nødvendige investeringer (Berk & DeMarzo, 2013). De tidligere omgrupperingene i resultatregnskapet og balansen danner grunnlaget for den omgrupperte kontantstrømmen vist under i tabell 5-17.

Omgruppert KS		2010	2011	2012	2013	2014	2015
NDR	Netto driftsresultat	880 123	553 945	350 489	1 108 833	1 510 916	1 095 882
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	-63 157	92 491	-321 236	497 904	420 307	-35 459
ΔNDE	- Δ Netto driftseiendeler	1 657 108	1 011 813	351 756	936 509	1 168 909	344 998
FKD	= Fri kontantstrøm fra drift	-840 142	-365 377	-322 503	670 228	762 314	715 425
NFI	+ Netto finansinntekter	4 624	4 326	2 424	8 166	7 427	7 218
UNFR	+ Unormale netto finansinntekter	-3 977	-17 742	34 328	305 664	936	-7 446
ΔFE	- Δ Finansielle eiendeler	-41 489	-67 772	22 133	1 001 482	-895 722	105 375
FKS	= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-798 005	-311 020	-307 884	-17 425	1 666 399	609 823
NFK	- Netto finanskostnad	35 710	71 130	121 740	120 998	90 661	73 017
ΔFG	+ Δ Netto finansielle gjeld	988 391	783 146	115 965	23 707	-375 194	565 371
NMR	- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
ΔMI	+ Δ Minoritetsinteresse	117 098	4 216	14 072	201 509	-277 187	19 078
FKE	= Fri kontantstrøm til egenkapital	260 474	402 695	-313 659	-26 542	900 380	1 095 755

Tabell 5-16 - Omgruppert kontantstrøm, SalMar

5.4 Målefeil og justering

Til tross for strenge bokføringskrav samt at årsregnskapet er utarbeidet etter gjeldende lover og regler, det være seg IFRS eller Regnskapsloven, kan det eksistere målefeil. Dette er avvik mellom bokførte verdier og reelle verdier. Knivsflå (2015) har valgt å dele målefeil inn i 3 kategorier, dette er i tråd med Penman (2013).

- Type 1, feil som skyldes avvik mellom virkelig verdi og historisk kost
- Type 2, feil som skyldes avvik mellom god regnskapsskikk og historisk kost
- Type 3, feil som skyldes kreativ kreativ bokføring

Feil av type 2 og 3 er feil som kan være så graverende at de kan gi et feil bilde av selskapets økonomiske stilling. Siden SalMar, i likhet med de komparative selskapene, er børsnoterte selskaper hvor det er strenge krav til åpenhet og offentlighet rundt virksomheten, samtidig som de er gjenstand for grundige revisjoner så velger jeg å utelukke feil av type 3. Når det gjelder type 2 feil så er det spesielt to områder som jeg velger å se på for å vurdere om de bør justeres. Dette gjelder kostnader knyttet til forskning og utvikling samt regnskapsføringen av biologiske eiendeler til virkelig verdi.

FOU-kostnader – SalMar, i likhet med resten av næringen, driver med utviklingen av nye former for oppdrett. Dette er blant annet for å løse problematikken med lakselus, rømminger og miljøavtrykket anleggene har på havområdene. Det er en rekke krav som skal tilfredsstilles for å kunne aktivere disse kostnadene. Med den informasjonen jeg sitter på i dag er det vanskelig å si noe om dette vil generere inntekter for selskapet i fremtiden og hvor langt de

faktisk har kommet i prosessen. En eventuell justering blir lite hensiktsmessig da jeg anser at det vil føre til mer inkonsistens og støy i regnskapet.

Biologiske eiendeler – IFRS og IAS 41 regulerer regnskapsføringen av levende fisk. Det har vært og er fortsatt mange diskusjoner innad i næringen, blant revisorer og lovgivende myndigheter om temaet. Fisken i merdene skal vurderes til virkelig verdi, men det er store usikkerhetsmomenter knyttet til dette. I to prinsippnotater knyttet til IAS 41 ble det konkludert med at fisk over 4 kg skulle vurderes til virkelig verdi og fisk under 4 kg til historisk kost (Bernhoft & Fardal, 2007). På bakgrunn av kompleksiteten i virkelig verdi vurderingen og volatiliteten i lakseprisen velger jeg å justere de biologiske eiendelene til historisk kost fordi jeg mener at dette gir et bedre bilde av den underliggende driften ved at resultateffekten fra virkelig verdijusteringen fjernes. Tilsvarende endring er gjort i balansen for å sikre konsistens mellom resultatregnskapet og balanseoppstillingen. Endringene i resultatregnskapet, balanseoppstillingen og egenkapital kan leses i tabell 5-17, 5-18 og 5-19.

Justering i Regnskapet - SalMar		2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Nettoreultat til egenkapitalen	837 737	484 625	217 100	882 665	1 404 705	1 004 584
+	Pre justert unormalt netto driftsresultat	79 176	-323 162	173 943	676 691	-151 581	169 262
-	Økning i merverdi biologiske eiendeler	189 282	-552 756	658 515	237 760	-760 526	272 249
+	Skatteeffekt (ndss) 25,84%	46 949	-137 104	163 336	58 973	-188 638	67 528
+	Unormalt netto finansresultat	-3 977	-17 742	34 328	305 664	936	-7 446
=	Fullstendig nettoreultat til EK	770 604	559 374	-69 807	1 686 233	1 825 948	961 679
Omgruppert og justert resultatregnskap							
	DI Driftsinntekter	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
VK	Vareforbruk	1 530 655	1 997 525	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 800
LK	- Lønn og andre personalkostnader	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 900
AK	- Andre driftskostnader	517 067	705 891	885 983	1 086 299	1 142 953	1 272 200
AV	- Avskrivninger	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	321 400
DR	= DR fra egen virksomhet	974 458	606 341	341 213	1 264 493	1 881 447	1 403 900
DSK	- Driftsrelatert skattekostnad	241 701	150 395	84 633	313 640	466 667	348 218
NRD	= Netto DR fra egen virksomhet	732 757	455 946	256 580	950 853	1 414 780	1 055 682
NRT	+ Netto resultat fra driftstilknyttet virksomhet	147 366	97 999	93 909	157 980	96 136	40 200
NDR	= Netto driftsresultat	880 123	553 945	350 489	1 108 833	1 510 916	1 095 882
NFI	+ Netto finansinntekter	4 624	4 326	2 424	8 166	7 427	7 218
NRS	= Nettoreultat til Syssele satt kapital	884 747	558 272	352 913	1 116 998	1 518 343	1 103 100
NFK	- Netto Finanskostnader	35 710	71 130	121 740	120 998	90 661	73 017
NMR	- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 500
NRE	= Nettoreultat til EK	837 737	484 625	217 100	882 665	1 404 705	1 004 584
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	-63 157	92 491	-321 236	497 904	420 307	-35 459
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	-3 977	-17 742	34 328	305 664	936	-7 446
FNR	= Fullstendig nettoreultat til EK	770 604	559 374	-69 807	1 686 233	1 825 948	961 679
NBU	+ Netto utbetalt utbytte	-260 474	-402 695	313 659	26 542	-900 380	-1 095 755
ΔEK	= Endring i EK	510 130	156 679	243 852	1 712 775	925 568	-134 076
FUT	Utbytte	223 520	409 740	2 940	-	896 000	1 120 000

Tabell 5-17 - Justert og omgruppert resultatregnskap, SalMar

Justering i Balansen		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<i>Verdijustering av biologiske eiendeler</i>		184658	-368098	290417	528177	-232349	39900
Pre Justert Netto driftseiendeler		4269208	4865369	5712304	6827600	7424621	7974340
- Tilbakeføring av merverdi		184658	-368098	290417	528177	-232349	39900
+ Skatteeffekt (ndss) 25,84 %		45802	-91302	72034	131007	-57631	9897
= Justerte Netto driftseiendeler		4130352	5142165	5493921	6430430	7599339	7944337
Egenkapital		2351355	2092382	2831413	4722975	5076655	5147300
- Tilbakeføring av netto merverdi		138856	-276796	218383	397170	-174718	30003
= Justert Egenkapital		2212499	2369178	2613030	4325805	5251373	5117297
+ Ikke-kontrollerende eierinteresser		118012	122228	136300	337809	60622	79700
+ Netto Finansiell gjeld		1799841	2650759	2744591	1766816	2287344	2747340
= Justert Netto Driftskapital		4130352	5142165	5493921	6430430	7599339	7944337
Justert Netto Driftsbalanse		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2667326	3224748	3482444	3526965	4178927	4849840
DAK	+ Driftsrelatert arbeidskapital	1463026	1917417	2011477	2903465	3420412	3094497
NDE	= Netto driftseiendeler	4130352	5142165	5493921	6430430	7599339	7944337
EK	Egenkapital	2212499	2369178	2613030	4325805	5251373	5117297
MI	+ Ikke-kontrollerende eierinteresser	118012	122228	136300	337809	60622	79700
NFG	+ Netto finansiell gjeld	1799841	2650759	2744591	1766816	2287344	2747340
NDK	= Netto driftskapital	4130352	5142165	5493921	6430430	7599339	7944337

Tabell 5-18 - Justert netto driftskapital, SalMar

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital 01.01	1 702 369	2 212 499	2 369 178	2 613 030	4 325 805	5 251 373
+ Fullstendig nettoresultat til EK	770 604	559 374	-69 807	1 686 233	1 825 948	961 679
- Netto utbetalt utbytte	260 474	402 695	-313 659	-26 542	900 380	1 095 755
= Egenkapital 31.12 Regnet	2 212 499	2 369 178	2 613 030	4 325 805	5 251 373	5 117 297

Tabell 5-19 - Egenkapitaloppstilling etter justering, SalMar

Tilsvarende omgruppering og justering er gjort for de komparative selskapene i analysen (se vedlegg).

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Forholdstallsanalysen legger grunnlaget for videre analyse i utredningen. De ulike historiske avkastningskravene er sentrale for verdiestimatet som utarbeides i kapittel 11. Dette kommer av at historikken er viktig input i den senere budsjetteringen av fremtidige drivere og krav. Avkastningskravet som benyttes i diskonteringen av de fremtidige kontantstrømmene er avhengig av flere faktorer; risikofri rente, selskaps-spesifikk risiko og systematisk- eller markedsrisiko (Penman, 2013). En investor er opptatt av egenkapitalkravet, kreditor/långiver vil se fremmedkapitalkravet og minoriteten vil se minoritetskravet. Jeg vil i de påfølgende kapitlene analysere risiko, avkastningskrav og lønnsomheten til SalMar og de komparative selskapene. Risikoanalysen starter med en likviditets- og soliditetsanalyse som oppsummeres gjennom syntetisk rating. Deretter analyseres avkastningskravet til egenkapitalen i analyseperioden satt i sammenheng med rentabiliteten i selskapet. Avslutningsvis foretar jeg

en rentabilitetsanalyse med fokus på strategiske fordeler sett opp mot de komparative selskapene. Dette danner grunnlaget for videre budsjettering og fremtidsregnskap.

I analysen som følger vil jeg benytte tidsvektede tall. Dette er for å legge litt større vekt på de seneste årene i analyseperioden. Vektingen som benyttes kommer frem i tabell 5-20.

Tidsvektning SalMar	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 5-20 - Tidsvektning for analyse

6. Analyse av risiko

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Kredittrisikoen og likviditeten til et selskap er sterkt knyttet sammen. Lav likviditet øker risikoen for mislighold av den kortsiktige gjelden og øker således risikoen for konkurs (Penman, 2013). I likviditetsanalysen av SalMar fokuserer jeg på likviditetsgrad 1 og 2 samt rentedekningsgraden. Analysen danner grunnlaget for den syntetiske ratingen av selskapet.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

$$\textit{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM}{KG}$$

For å finne likviditetsgrad 1 divideres de mest likvide eiendelene i selskapet på gjelden med kort forfallstid (Knvsflå, 2016). I følge Experian (2015) bør likviditetsgrad 1 være over 2, men sier samtidig at den beste målestokken er sammenligning med resten av bransjen. Dette kommer av at ulike bransjer ulik grad av likviditet og det er vanskelig å sette et absolutt mål på en slik størrelse. Jeg har valgt å legge til utbytte i nevneren da jeg mener det gir et bedre bilde av likviditeten til selskapet.



Figur 10 - Likviditetsgrad 1

SalMar ligger marginalt under bransjesnittet i analyseperioden. Som tidligere nevnt er bransjesnittet den beste målestokken for likviditetsgraden. SalMar følger bransjen svært tett og det er vanskelig å peke på noen store mangler i SalMars evne til å betjene kortsiktig gjeld sett opp mot resten av bransjen. Det store hoppet fra 2012 til 2013 er resultatet av en betydelig økning i biologiske eiendeler i perioden. Det tidsvektede snittet for SalMar og bransjen er henholdsvis 2,297 og 2,272 noe som bekrefter at det er tilnærmet ingen forskjeller mellom selskapene.

Hvor godt likviditetsgrad 1 reflekterer SalMars reelle likviditet kan diskuteres. I omløpsmidlene inkluderes biologiske eiendeler og varer. Hvorvidt disse er mulig å likvidere på kort sikt er vanskelig å vite. Biologiske eiendeler inneholder all fisk i merdene, også den fisken som er under 4 kg. Fisk over 4 kg finnes det et marked for og det er nærliggende å anta at disse kan realiseres på kort sikt. Fisk under 4 kg omsettes ikke i like stor grad på markedet og hvorvidt selskapene klarer å realisere disse på kort sikt er det knyttet mer usikkerhet til.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

For å finne likviditetsgrad 2 divideres omløpsmidlene – varer på den kortsiktige gjelden. Forskjellen mellom likviditetsgrad 1 og 2 er at likviditetsgrad 2 anses som et enda mer spisset forholdstall med tanke på likviditeten i selskapet (Damodaran, 2012). Dette kommer av at man

utelukker omløpsmidler som ikke anses som fullt ut likvide.



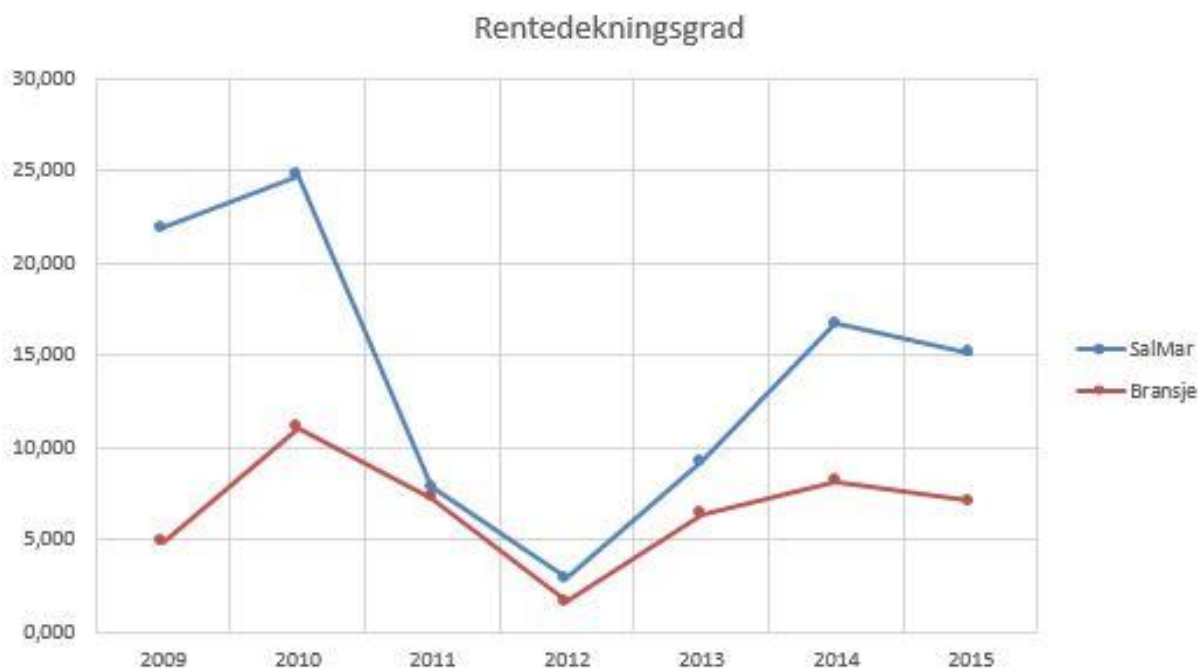
Figur 11 - Likviditetsgrad 2

Det tidsvektede for SalMar og bransjen er her henholdsvis 0,689 og 0,753. Her er forskjellen litt større enn den var for likviditetsgrad 1. Det er allikevel vanskelig å peke på årsakene til at SalMar ligger rett under bransjen. Jeg mener allikevel at SalMar ikke er i utsatt posisjon knyttet til å kunne betjene sin kortsiktige gjeld. Selskapet har de siste to årene delt ut et stort utbytte til aksjonærene og de har en god finansiell stilling. Basert på gjennomgangen så ser jeg allikevel at SalMar har marginalt høyere kredittrisiko kontra bransjen.

6.1.3 Rentedeckningsgrad

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto Finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Rentedeckningsgraden er et måltall på hvor mange ganger nettoresultat fra sysselsatt kapital dekker netto finanskostnader. På generelt grunnlag så bør rentedeckningsgraden ligge mellom 2 og 3 (Dahl, 2015). Den vil allikevel variere stort med tanke på rentenivået som er på det aktuelle tidspunktet. Ved lav rente bør rentedeckningsgraden være høyere enn den er ved lav rente. Det beste sammenligningsgrunnlaget er det samme som det var for likviditetsgraden, nemlig bransjesnittet.



Figur 12 - Rentedekningsgraden

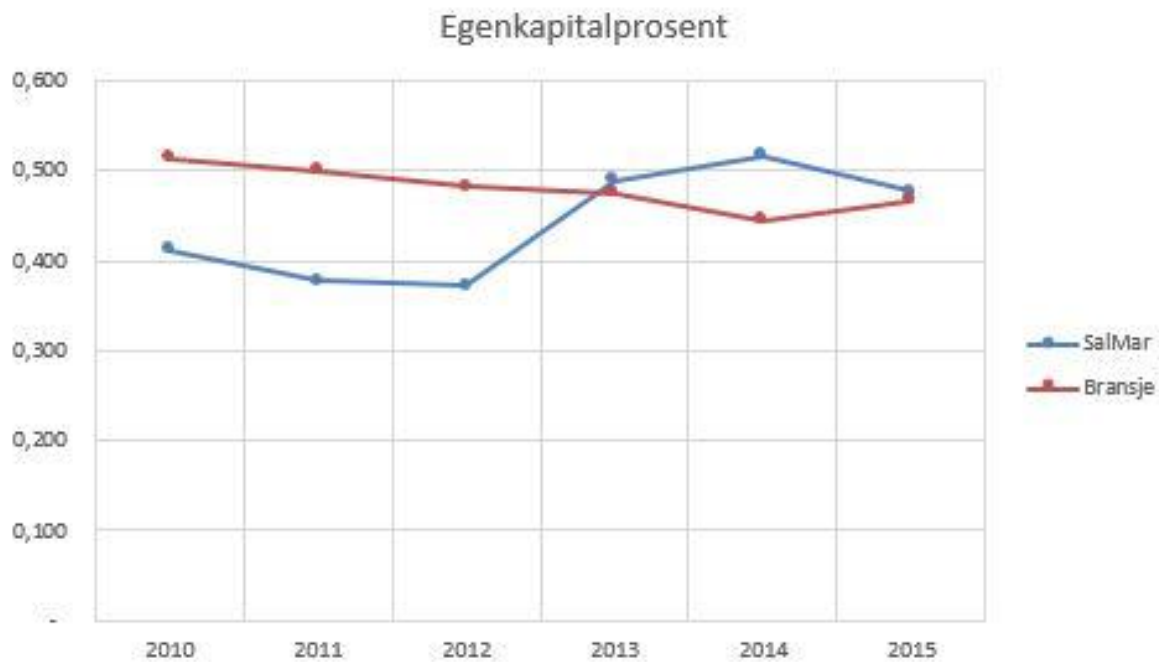
Tidsvektet er rentedekningsgraden til SalMar og bransjen på henholdsvis 12,269 og 6,636. Sett opp mot den tidligere diskusjonen vedrørende krav til rentedekningsgraden har både SalMar og bransjen svært tilfredsstillende rentedekningsgrad. Det tilsier at SalMar i snitt har overskudd til å dekke 12 ganger finanskostnadene sine. Dette tilfredsstiller eventuelle krav om økte investeringer, økning i arbeidskapital og avkastning til eierne.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen tar sikte på kartlegging av selskapets egenskap til å stå imot fremtidig tap (Knvsflå, 2016). Oppstår det tap blir det ført mot egenkapitalen og analysen redegjør for soliditeten til selskapene på dette området. Dette er et viktig måltall for kreditorer da en egenkapitalprosent gjør at de er mer skjermet mot tap og brudd på lånevilkår.

$$\text{Egenkapitalprosent Konsern} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{minoritetsinteresse}}{\text{Totalkapital}}$$

Når det er snakk om konsernforhold som i denne utredningen inkluderes minoritetsinteressene i utregningen av egenkapitalprosenten.



Figur 13 - Egenkapitalprosent

Det tidsvektede snittet for SalMar og bransjen er henholdsvis 0,460 og 0,471. SalMar har hatt en god utvikling fra 2012 og har forbedret egenkapitalprosenten med ca. 10 % i perioden. Både SalMar og bransjen for øvrig er godt rustet for å stå imot fremtidige tap. Sammenlignbare tall fra Oslo børs viser at i perioden 1999-2011 var medianen på ca. 40% (Knvsflå, 2016). Dette underbygger konklusjonen om at SalMar og de komparative selskapene er godt rustet for fremtiden. I en kapitalintensiv bransje som oppdrettsbransjen er det gunstig at selskapene ikke gearer for høyt selv om rentenivået er lavt.

6.2.1 Kapitalstruktur

Videre analyse av soliditeten gjøres gjennom en statisk finansieringsmatrise. Finansieringsmatrisen gir et bilde av kapitalstrukturen i selskapene og er et supplement til soliditetsanalysen. Formålet er å kunne si noe om hvordan selskapets eiendeler er finansiert og dermed påpeke eventuelle risikofaktorer knyttet til finansieringsstrukturen. Jo raskere matrisen når bunnen, jo mindre risikabel er finansieringen (Gjesdal & Johnsen, 1999).

<i>Bransje 2015</i>	<i>Egenkapital</i>	<i>Minoritets-interesser</i>	<i>Langsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Langsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Kortsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Totale eiendeler</i>
<i>Driftsrelaterte AM</i>	28 057 453	917 206	2 253 028	-	-	-	31 227 687
<i>Finansielle AM</i>	-	-	17 400	-	-	-	17 400
<i>Driftsrelaterte OM</i>	-	-	3 636 149	16 719 755	8 031 157	-	28 387 061
<i>Finansielle OM</i>	-	-	-	-	727 152	1 629 574	2 356 726
<i>Totalkapital</i>	28 057 453	917 206	5 906 577	16 719 755	8 758 309	1 629 574	61 988 874
<i>Bransje 2015 (prosent)</i>	<i>Egenkapital</i>	<i>Minoritets-interesser</i>	<i>Langsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Langsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Kortsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Totale eiendeler</i>
<i>Driftsrelaterte AM</i>	89,85 %	2,94 %	7,21 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %
<i>Finansielle AM</i>	0,00 %	0,00 %	100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %
<i>Driftsrelaterte OM</i>	0,00 %	0,00 %	12,81 %	58,90 %	28,29 %	0,00 %	100,00 %
<i>Finansielle OM</i>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	30,85 %	69,15 %	100,00 %
<i>Totalkapital</i>	45,26 %	1,48 %	9,53 %	26,97 %	14,13 %	2,63 %	100,00 %
<i>Salmar 2015</i>	<i>Egenkapital</i>	<i>Minoritets-interesser</i>	<i>Langsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Langsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Kortsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Totale eiendeler</i>
<i>Driftsrelaterte AM</i>	5 117 297	79 700	752 143	-	-	-	5 949 140
<i>Finansielle AM</i>	-	-	12 560	-	-	-	12 560
<i>Driftsrelaterte OM</i>	-	-	334 597	2 893 200	1 450 300	-	4 678 097
<i>Finansielle OM</i>	-	-	-	-	133 300	140 400	273 700
<i>Totalkapital</i>	5 117 297	79 700	1 099 300	2 893 200	1 583 600	140 400	10 913 497
<i>Salmar 2015 (Prosent)</i>	<i>Egenkapital</i>	<i>Minoritets-interesser</i>	<i>Langsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Langsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</i>	<i>Kortsiktig finansiell gjeld</i>	<i>Totale eiendeler</i>
<i>Driftsrelaterte AM</i>	86,02 %	1,34 %	12,64 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %
<i>Finansielle AM</i>	0,00 %	0,00 %	100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %
<i>Driftsrelaterte OM</i>	0,00 %	0,00 %	7,15 %	61,85 %	31,00 %	0,00 %	100,00 %
<i>Finansielle OM</i>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	48,70 %	51,30 %	100,00 %
<i>Totalkapital</i>	46,89 %	0,73 %	10,07 %	26,51 %	14,51 %	1,29 %	100,00 %

Tabell 6-1- Finansieringsmatrise, SalMar og bransje

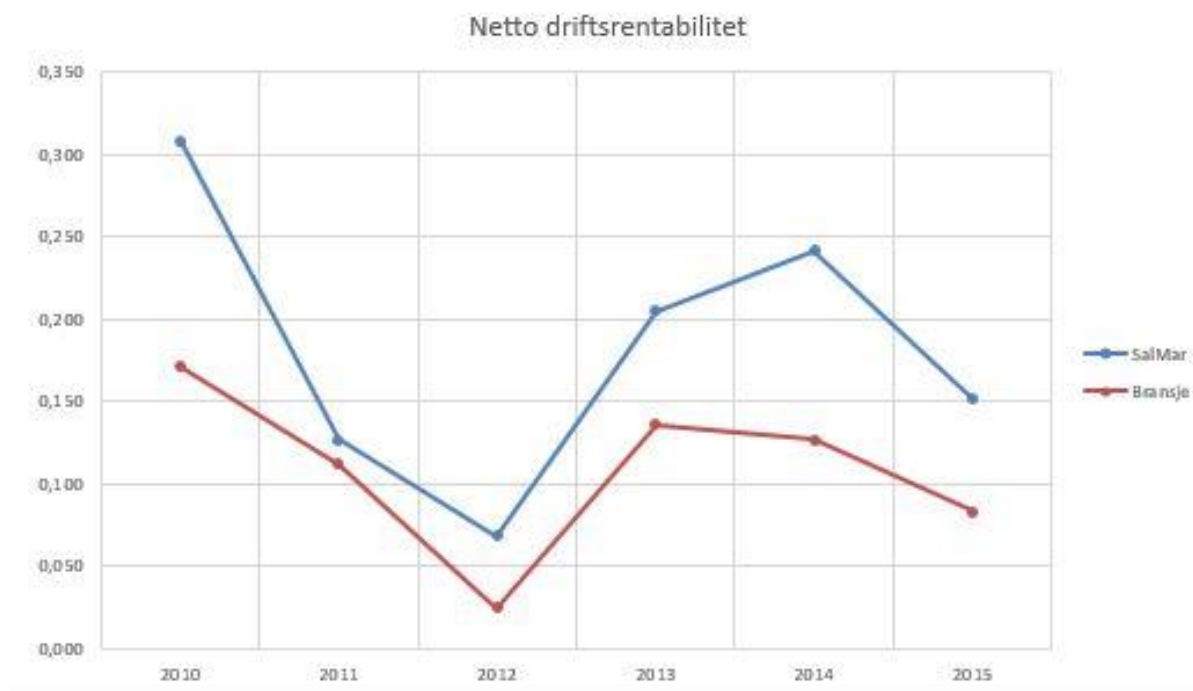
Av matrisene fremkommer det at SalMars anleggsmidler i sin helhet er finansiert av egenkapital, minoritet og langsiktig gjeld. Tilsvarende er tilfellet for de sammenlignbare selskapene i bransjen. Dette vitner om solid finansiering og lav risiko på tvers av bransjen. Omløpsmidlene til SalMar og bransjen er finansiert med henholdsvis 61,85 % og 58,90 % langsiktig gjeld som ytterligere forsterker inntrykket om at det er solid finansiering i selskapene. Det er svært liten forskjell mellom SalMar og de komparative selskapene, finansieringsstrukturen og risikoen synes å være lik og selskapene fremstår sett under ett som svært solide.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Driftsrentabilitet er driftsresultat i prosent av sysselsatt kapital. Driftsrentabiliteten er et måltall på verdiskapningen på bakgrunn av driftseiendelene. Dette utfyller soliditetsanalysen da høy driftsrentabilitet genererer egenkapital som igjen kommer kapitalinnskyterne til gode, forutsatt konstant netto utbetalt utbytte.

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

Her beregnes netto driftsrentabilitet som en etterskuddsrente ved å trekke ut årets opptjente netto driftsresultat ved å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig driftskapital i perioden (Knvsflå, 2016).



Figur 14 - Netto driftsrentabilitet

Av figuren fremkommer det at SalMar i hele analyseperioden ligger over bransjesnittet. Det tidsvektede snittet for SalMar og bransjen er henholdsvis 0,178 og 0,103. At SalMar ligger såpass mye høyere enn bransjesnittet er et kvalitetstegn. På tross av flere oppkjøp i analyseperioden har selskapet, i større grad enn de komparative selskapene, klart å skape gode driftsresultater tidlig. Netto driftsrentabilitet blir også analysert nærmere i kapittel 8.

6.3 Oppsummering av risiko

Risikoanalysen oppsummeres ved at jeg benytter de fire forholdstallene som er beregnet tidligere i kapitlet for å beregne SalMar og bransjens syntetiske rating. Det gjøres en helhetlig vurdering av likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet for å gi en rating til selskapene. Denne helhetlige vurderingen av hvilken informasjon som de ulike forholdstallene gir samlet er vesentlig for å få en mest mulig korrekt rating (Penman, 2013).

6.3.1 Syntetisk rating

Ratingen av selskapene baseres på en modell utviklet av Knivsflå med inndeling av ratingklasser i tråd med rammeverket fra kredittratingselskapet Standard & Poor`s. Modellen som benyttes i denne utredningen blir kritisert for å være mangelfull. Årsaken til dette er at den kun benytter fire variabler for å beregne ratingen. Dette er kun et lite utvalg av hva kredittratingselskapene benytter for i samme øvelse. Jeg anser modellen allikevel som godt egnet i denne analysen. En fullstendig analyse hadde krevd for mye tid og ressurser til at det hadde vært hensiktsmessig.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,169	0,380	0,082
BB	1,300	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	0,345	0,105	0,002
CC	0,500	0,760	0,080	0,002
	0,450	1,170	0,030	0,030
C	0,400	1,580	0,020	0,044
	0,350	1,995	0,100	0,058
D	0,300	2,410	0,180	0,072

Tabell 6-2 - Ratingklasser fra S&P

<i>Syntetisk rating Salmar</i>	2010 5 %	2011 10 %	2012 15 %	2013 20 %	2014 25 %	2015 25 %	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	2,396	1,672	1,947	3,921	1,994	1,741	2,297
Rating	A	BBB	BBB	A+	BBB+	BBB	BBB+
Rentedekningsgrad	24,776	7,849	2,899	9,232	16,747	15,107	12,269
Rating	AAA	AA+	BBB+	AA+	AAA	AAA	AA+
Egenkapitalprosent	0,411	0,378	0,371	0,489	0,516	0,476	0,460
Rating	BBB	BB+	BB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet	0,308	0,127	0,068	0,205	0,241	0,152	0,178
Rating	AA	BBB+	BB	A+	AA	A	A
Gjennomsnittsrating	A+	BBB+	BBB	A+	A	A	A-
<i>Syntetisk rating Bransje</i>	2010 5 %	2011 10 %	2012 15 %	2013 20 %	2014 25 %	2015 25 %	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	2,623	2,165	1,941	2,542	2,328	2,193	2,278
Rating	A	BBB+	BBB	A-	BBB+	BBB+	BBB+
Rentedekningsgrad	11,106	7,306	1,652	6,426	8,147	7,121	6,636
Rating	AAA-	AA+	BBB	AA+	AA+	A+	AA+
Egenkapitalprosent	0,514	0,500	0,483	0,476	0,444	0,467	0,471
Rating	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet	0,171	0,112	0,025	0,136	0,127	0,083	0,103
Rating	AA-	BBB+	B-	A-	BBB+	BB	BBB
Gjennomsnittsrating	A+	A	BBB-	A	A-	BB	BBB+

Tabell 6-3 - Syntetisk rating, SalMar og bransje

SalMar ender opp med en tidsvektet rating på A-. Dette er marginalt bedre enn bransjesnittet som ender opp med en rating på BBB+. Dette er sammenfallende med forholdstallsanalysen som er gjort tidligere i kapittelet. SalMar ligger betydelig høyere enn bransjesnittet både på rentedekningsgraden og netto driftsrentabilitet. Dette gjør at de får en marginalt høyere rating enn bransjen. Gjennomgående i hele analysen har SalMar fått tilfredsstillende måltall som har pekt på at selskapet har god soliditet og lav risiko. Ratingen gjenspeiler resultatene fra analysen og jeg ser ingen grunn, på bakgrunn av en helhetsvurdering, til å endre ratingen til selskapet. Ratingen er også i tråd med eksterne analytikers vurdering av selskapets soliditet og risikoprofil. En rating på A- gir en konkurssansynlighet i løpet av 12 måneder på ca. 0,14%. Sannsynligheten for konkurs er med andre svært liten for SalMar.

7. Historiske avkastningskrav

7.1 Teoretisk grunnlag

Lønnsomheten til et selskap kan oppsummeres i formelen $ekr > ekk$, med andre ord så er et selskap lønnsomt kun hvis egenkapitalrentabiliteten er større enn kravet til egenkapitalen (Knavsflå, 2016). Gjesdal & Johnsen (1999) definerer avkastningskravet som den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på investeringer med samme risiko som i selskapet. Definisjonen avhenger av fire forhold, kravet omhandler en fremtidig ukjent avkastning, kravet blir sett på som en alternativkostnad til liknende plasseringer med samme risiko, lønnsomheten i sammenlignbare markedsplasseringer bestemmer kravet og risikoen knyttet til investeringen bestemmer kravet.

Avkastningskravet vil i denne utredningen bli brukt som et måltall på rentabiliteten og senere som diskonteringsrente for kapitalen. Jeg vil videre i kapitlet definere SalMars ulike avkastningskrav for blant annet egenkapital, netto driftskapital og finansielle eiendeler.

7.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen er hyppig brukt blant investorer og analytikere verden over for å beregne egenkapitalkravet. Modellen bygger på noen forutsetninger som har blitt kritisert fordi den forenkler en del forhold som ikke nødvendigvis er tro mot virkeligheten. CAPM legger til et perfekt kapitalmarked hvor en investor kan låne og låne ut penger til samme rente. I tillegg forutsetter modellen at usystematisk risiko kan diversifiseres og den eneste reelle risikoen for investorene er markedsrisikoen (Berk & DeMarzo, 2013). Kritikerne mener blant annet at forutsetningen om at en investor kan låne og låne ut penger ikke holder mål (Schølberg, 2009). Dette ser man blant annet ved at lånerenten sjeldent er lik sparerenten man oppnår. Allikevel så brukes CAPM mye i praksis og jeg velger å benytte modellen i videre beregning.

CAPM formelen er gitt ved følgende formel:

$$ek_k = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f)$$

Her representerer β_{EK} den systematiske risikoen, r_m er markedsavkastningen og r_f er risikofri rente. Betaen er et mål på hvor volatil avkastningen til en aksje er sett opp mot volatiliteten i markedet. $r_m - r_f$ kan oversettes til markedsrisikopremien og er avkastningen markedet forventer å få over risikofri rente (Penman, 2013). Selv om modellen forutsetter et perfekt marked må man ta høyde for en viss markedssvikt. Dette synliggjøres ved å tillegge kapitalverdimodellen en illikviditetspremie. Dette er en premie som kompenserer investorer for å investere i illikvide verdipapirer. SalMar er et stort selskap som omsettes hyppig på Oslo Børs og det vil i utgangspunktet være nærliggende å sette illikviditetspremien til 0. Selskapet er familieeid gjennom selskapet Kverva AS med en andel på 53,4% og det er svært usannsynlig at de vil selge seg ut av selskapet i nær fremtid. Jeg velger derfor å sette en illikviditetspremie for SalMar på 1% grunnet at en så stor del av aksjeholdningen er å betrakte som «illikvid». Minoritetsinteressene blir ilagt en illikviditetspremie på 2% da dette i større grad betraktes som «låste midler» siden de blir kontrollert av en majoritet.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er definer som den avkastningen en investor krever for en investering uten risiko (Penman, 2013). Både Penman (2013) og Damodaran (2012) anbefaler bruk av 10-årige statsobligasjoner for beregning av risikofri rente. Knivsflå (2016) argumenterer for bruk av tre måneders NIBOR med fradrag for gjennomsnittlig kredittrating av banker og skatt. Det at jeg opererer med risikofri rente etter skatt kommer av at jeg senere i analysen av finansregnskapet skal sammenligne etter-skatt størrelser. Jeg velger å bruke tre måneders NIBOR for beregning av den risikofrie renten i analyseperioden. Kredittrisikopremien er et anslag på gjennomsnittlig kredittrating av banker og er hentet fra Knivsflås forelesninger (Knivsflå, 2016). Beregningen av den risikofrie renten kan leses i tabellen under.

Risikofri rente	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A
NIBOR- Rente, 3 mnd	0,0256	0,0295	0,0229	0,0180	0,0175	0,0129	
krp fs - Kreditrisikopremie før skatt	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0055	0,0055	
rf = Risikofri rente før skatt	0,0201	0,0239	0,0173	0,0124	0,0121	0,0074	0,0155
- Skatt 27%	0,0056	0,0067	0,0048	0,0035	0,0033	0,0020	
rf es = Risikofri rente etter skatt	0,0145	0,0172	0,0125	0,0090	0,0088	0,0054	0,0112

Tabell 7-1 - Risikofri rente Statistikk hentet fra (OsloBørs, 2016)

Rentenivået har i analyseperioden vært relativt stabilt og gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt i perioden er 1,12%. Rentenivået i analyseperioden er, i et historisk perspektiv, svært lavt. I kjølvannet av finanskrisen i 2008 har rentenivået sunket betraktelig og vi må tilbake til 2004 for å finne rentenivåer som likner dagens. Ved bruk av 10-årige statsobligasjoner slik som Penman (2013) og Damodaran (2012) anbefaler blir risikofri rente etter skatt per 31.12.2015 1,14%. Det er med andre svært liten differanse mellom de to rentemålene.

7.2.2 Markedets risikopremie

Som nevnt under diskusjonen av CAPM tidligere i kapittelet så er markedsrisikopremien differansen mellom markedsavkastningen og risikofri rente (Penman, 2013). Det finnes utallige kilder som beregner markedsrisikopremien. Gjennom analyser av historisk data er markedsrisikopremien analysert over de 60 siste årene blant annet av Johnsen & Gjesdal (1999) og Damodaran (2012). Felles for undersøkelsene er at det er knyttet usikkerhet til estimatene og den historiske markedsrisikopremien blir ofte gitt i et intervall. Knivsflå (2016) kommer frem til en normalisert markedsrisikopremie for perioden 1958-2015 på ca. 5% (Knivsflå, 2016). Dette samsvarer med estimatene til Johnsen & Gjesdal og Damodaran. Utrekningen av markedsrisikopremien vises i tabell 7-2.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
1/3 Årlig risikopremie 95-t	0,0390	0,0360	0,0380	0,0400	0,0400	0,0410	
2/3 Årlig risikopremie 58-t	0,0480	0,0490	0,0490	0,0490	0,0500	0,0500	
mip = Markedets risikopremie	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	0,046625

Tabell 7-2 - Markedets risikopremie, kilde: (Knivsflå, 2016)

Her er markedsrisikopremien beregnet ut i fra et historisk perspektiv, hvor den kortsiktige premien (95-t) er vektlagt med en faktor på 0,25 og den langsiktige (58-t) er vektlagt med en faktor på 0,75. Resultatet er en gjennomsnittlig markedsrisikopremie i perioden på 4,66%. Dette er i tråd med estimatene referert til tidligere.

7.2.3 Egenkapitalbetaen

Gjesdal & Johnsen (1999) definerer betaen som den relative markedsrisikoen til en investering, med andre ord gjenværende risiko når investeringen er inkludert i markedsporteføljen (Gjesdal & Johnsen, 1999). En beta på 1 tilsvarer en risiko lik markedsporteføljen. Variasjoner over eller under 1 reflekterer henholdsvis en høyere risiko enn markedsporteføljen og lavere risiko enn markedsporteføljen. Betaen reflekterer dermed aksjens risiko sammenlignet med markedet. Jeg har valgt å bruke historisk data fra OSEBX som grunnlag for den lineære regresjonsanalysen benyttet ved beregning av egenkapitalbetaen til SalMar. Regresjonsanalyse er en vanlig måte å utlede egenkapitalbetaen, men det finnes flere metoder for dette. Gjesdal & Johnsen (1999) viser til denne formelen for beregning av beta:

$$\beta = \frac{\text{Korr}(r, r_m) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_m)}$$

SalMars ek-beta kan leses i tabell 7-3. Jeg har benyttet månedlig data fra Yahoo Finance.

Regresjonsstatistikk								
Multippel R	0,348853182							
R-kvadrat	0,121698542							
Justert R-kvadrat	0,120995901							
Standardfeil	0,023235745							
Observasjoner	1252							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,093511492	0,093511492	173,2015548	3,8507E-37			
Residualer	1250	0,674874799	0,0005399					
Totalt	1251	0,768386291						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,000858109	0,000656853	1,306394577	0,191658729	-0,000430547	0,002146764	-0,000430547	0,002146764
X-variabel 1	0,73505834	0,055852924	13,16060617	3,8507E-37	0,62548252	0,844634159	0,62548252	0,844634159

Tabell 7-3 - Lineær regresjon, egenkapitalbeta SalMar

Egenkapitalbetaen til SalMar er på 0,735 og noe som betyr at en investering i SalMar aksjen har lavere risiko enn markedet. I et langsiktig perspektiv så vil betaen gå mot 1. For veie opp for variasjonen og statistiske avvik i den estimerte betaen justeres betaverdien. Justeringen er en vekting mellom betaen funnet ved regresjon og en beta på 1. Det finnes flere justeringsformler for beta og to justeringsformler som er mye brukt er utarbeidet av Merrill-Lynch (Damodaran, 2012) og Blume-Koeffisienten. Jeg velger, i tråd med Knivsflå (2016), å benytte Blume-Koeffisienten for justering av egenkapitalbetaen.

$$(\text{Justert Beta}) \beta^* = \left(\frac{2}{3}\right) * \beta + \left(\frac{1}{3}\right) * 1,00$$

Justert egenkapitalbeta for SalMar og bransjen blir henholdsvis 0,8234 og 0,8618. Samme fremgangsmåte er benyttet for beregning av bransjebetaen. Årsaken til at bransjen har en høyere beta stammer i hovedsak fra at Marine Harvest har en beta på 0,9929 noe som trekker snittet opp. Egenkapitalbetaen gir også en indikasjon på gjeldsgraden til selskapet, dette følger av Miller & Modiglianis andre proposisjon (Berk & DeMarzo, 2013). At SalMar har en lavere egenkapitalbeta sammenlignet med bransjen indikerer at selskapet har en lavere gjeldsgrad. Samlet så tyder dette på SalMar har marginalt mindre risiko enn bransjen sett under ett.

7.3 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

7.3.1 Egenkapitalkrav

Avkastningskravet i analyseperioden er gitt ved kapitalverdimodellen og gir et gjennomsnittlig avkastningskrav for SalMar i analyseperioden på 5,96 %. Dette angir ikke de årlige egenkapitalkravene for analyseperioden. Senere i analysen skal jeg beregne netto driftskapitalbetaen som igjen gjør det mulig å beregne egenkapitalkravene for hele perioden. Den er igjen avhengig av finansiell eiendelsbeta, finansiell gjeldsbeta og netto finansiell gjeldsbeta. I tabell 7-4 er utregningen av egenkapitalkravet før årlig justert egenkapitalbeta.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
= Risikofri rente etter skatt	0,0145	0,0172	0,0125	0,0090	0,0088	0,0054	0,0112
+ Justert Egenkapital β							0,8234
* Markedets risikopremie	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	0,0466
= rf+(β* mvp) / CAPM / KVM	0,0559	0,0636	0,0604	0,0488	0,0440	0,0424	0,0496
+ Illikviditetspremie majo	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
= Egenkapitalkrav							0,0596

Tabell 7-4 - Egenkapitalkrav før årlig justert egenkapitalbeta, SalMar

7.3.2 Betaverdier og krav for finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Finansiell gjeldsbeta utledes implisitt gjennom følgende formel:

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

Lang kreditttrisikopremie, her krp , er hentet fra Knivsflå (2016) og blir fastsatt på bakgrunn av den syntetisk ratingen jeg kom frem til i kapittel 6. Markedsrisikodelen, her mrd , er den delen av konkurrisikoen som stammer fra økonomien generelt (Knivsflå, 2016). Den er utledet fra regresjonsanalysen og regnes ut ved følgende formel: $mrd = \frac{EK\beta^2 * VAR(OSEBX)}{VAR(SALMAR)}$

Markedsrisikopremien tilsvarende den brukt i tabell 7-4. Utrengningen av den (implisitte) finansielle gjeldsbetaen er som vist under.

Finansiell gjelds β	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A
Lang Krip etter skatt	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	
+ Markedets risikopremie	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	
= Finansiell gjelds β mrd=1	0,2186	0,2186	0,2162	0,2139	0,2105	0,2094	
+ Markedsrisikodelen	0,1212	0,1212	0,1212	0,1212	0,1212	0,1212	
= Finansiell gjelds β (implisitt)	0,0265	0,0265	0,0262	0,0259	0,0255	0,0254	0,0260

Tabell 7-5 - (Implisitt) Finansiell gjeldsbeta

Den tidsvektede finansielle gjeldsbetaen er på 0,026, dette er lavt og impliserer at SalMars gjeld er lite risikoutsatt og tilsvarende bokført verdi. For å kalkulere finansiell eiendelsbeta må vektning og betaverdier for henholdsvis kontanter, fordringer og investeringer hensyntas. Knivsflå (2016) angir tre forutsetninger for utregningen: Kontanter (KON) er risikofrie og har dermed ingen betaverdi, finansielle investeringer (INV) har en tilnærmet beta = 1 og finansielle fordringer (FOR) er risikoutsatt (Knivsflå, 2016). Dette gir følgende formler:

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{INV} * INV + \beta_{FOR} * FOR}{\text{Finansielle eiendeler}} \text{ og } \beta_{FOR} = \frac{KRP \text{ for fordringer} * MRD}{MRP}$$

Fra formelen kalkuleres fordringsbeta og deretter finansiell eiendelsbeta. Resultatet fremkommer i tabellen under.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A
Kort KRP etter skatt	0,00600	0,00600	0,00600	0,00600	0,00600	0,00600	
/ Markedets risikopremie	0,04575	0,04575	0,04625	0,04675	0,04750	0,04775	
= Fordrings β mrd=1	0,13115	0,13115	0,12973	0,12834	0,12632	0,12565	0,12872
* Markedsrisikodelen	0,12118	0,12118	0,12118	0,12118	0,12118	0,12118	
= Fordrings β	0,01589	0,01589	0,01572	0,01555	0,01531	0,01523	0,01560
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Kontant β	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	
* Kontantvekt KON/FE	0,3030	0,8900	0,8049	0,3778	0,3648	0,3431	
+ Fordrings β	0,0159	0,0159	0,0157	0,0156	0,0153	0,0152	
* Fordringsvekt FOR/FE	0,0881	0,0974	0,0677	0,0081	0,0145	0,0558	
+ Investeringsbeta β	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	
* Investeringsvekt INW/FE	0,0086	0,0125	0,1274	0,0141	0,0007	0,0011	
= Finansiell eiendels β	0,0100	0,0141	0,1285	0,0142	0,0009	0,0020	0,0283

Tabell 7-6 – Fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta

På bakgrunn av utregningene vist i tabell 7-5 og 7-6 kan jeg nå beregne netto finansiell gjeldsbeta. Her vektes henholdsvis finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta mot netto finansiell gjeld, differansen mellom det to størrelsene gir netto finansiell gjeldsbeta.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Implisitt finansiell gjelds β	0,0265	0,0265	0,0262	0,0259	0,0255	0,0254	
* FG/NFG	1,1097	1,0386	1,0238	1,2600	1,3148	1,0926	
- Finansielle eiendeler β	0,0100	0,0141	0,1285	0,0142	0,0009	0,0020	
* FE/NFG	0,1097	0,0386	0,0238	0,2600	0,3148	0,0926	
= Netto finansiell gjelds β	0,0283	0,0270	0,0238	0,0290	0,0333	0,0275	0,0281

Tabell 7-7 - Netto finansiell gjeldsbeta

Når jeg nå har regnet ut den finansielle gjeldsbetaen gir det grunnlag for å kalkulere kravene til finansielle eiendeler (fek), finansiell gjeld (fgk) og netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld (nfgk) er gitt ved formelen:

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

Finansielt gjeldskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Risikofri rente etter skatt	0,0145	0,0172	0,0125	0,0090	0,0088	0,0054	
+ Implisitt finansiell gjelds β	0,0265	0,0265	0,0262	0,0259	0,0255	0,0254	
* Markedets risikopremie	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	
+ 1-mrd	0,8788	0,8788	0,8788	0,8788	0,8788	0,8788	
* Lang Krp etter skatt	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	
= Finansielt gjeldskrav	0,0245	0,0272	0,0225	0,0190	0,0188	0,0154	0,0212

Tabell 7-8 - Finansielt gjeldskrav (fgk)

Finansielt gjeldskrav kan alternativt beregnes på en mindre komplisert måte, ved å summere risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien (kredittrisikopremien er basert på den syntetiske ratingen). Jeg har i beregningen valgt å vise sammenhengen mellom den implisitte gjeldsbetaen beregnet i tabell 7-5 og den delen av kredittrisikopremien som ikke er

markedsrelatert. Resultatet blir det samme ved begge beregningene. Som vi ser er det tidsvektede finansielle gjeldskravet for SalMar i analyseperioden på 2,12%.

Finansielt eiendelskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Risikofri rente etter skatt	0,01446	0,01723	0,01247	0,00896	0,00880	0,00542	
+ Implisitt finansiell gjelds β	0,02649	0,02649	0,02620	0,02592	0,02551	0,02538	
* Markedets risikopremie	0,04575	0,04575	0,04625	0,04675	0,04750	0,04775	
= Finansielt eiendelskrav	0,01568	0,01845	0,01368	0,01017	0,01001	0,00663	0,01244

Tabell 7-9 - Finansielt eiendelskrav (fek)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Finansielt gjeldskrav	0,0245	0,0272	0,0225	0,0190	0,0188	0,0154	
* FG/NFG	1,1097	1,0386	1,0238	1,2600	1,3148	1,0926	
- Finansielt eiendelskrav	0,0157	0,0184	0,0137	0,0102	0,0100	0,0066	
* FE/NFG	0,1097	0,0386	0,0238	0,2600	0,3148	0,0926	
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0254	0,0276	0,0227	0,0212	0,0216	0,0162	0,0225

Tabell 7-10 - Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)

Oppsummert så ligger de respektive kravene relativt stabile for SalMar i analyseperioden. Variasjonene kan i all hovedsak spores til reduksjonen i den risikofrie renten over analyseperioden. Dette påvirker både fgk og fek som igjen påvirker utviklingen til netto finansielt gjeldskrav (nfgk). Sammenlignet med bransjen er samtlige krav under bransjesnittet noe som er positivt og tyder på langsiktig finansiering og lav risiko.

7.3.3 Netto driftskapitalbeta og egenkapitalbeta

Under diskusjonen av kapitalverdimodellen var en av forutsetningene perfekte kapitalmarkeder. Under den samme forutsetningen sier Miller & Modiglianis første proposisjon at verdien av et selskap ikke er avhengig av hvordan selskapet er finansiert (Berk & DeMarzo, 2013). Dette får direkte implikasjoner for betaen til netto driftskapital ved at den er konstant gjennom perioden. Unntaket fra dette gjelder for selskaper i finansiell krise, men dette er ikke tilfellet for SalMar eller noen av de komparative selskapene og påstand har fortsatt hold. Netto driftskapitalbetaen kalkuleres som vist i formelen under:

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

Ved hjelp av vektning finner jeg først netto driftskapitalbetaen for analyseperioden. I forlengelse av det kan jeg kalkulere de årlige egenkapitalbetaene og respektive egenkapitalkrav for perioden.

Netto drifts β	2010-2015
Justert Egenkapital β	0,8234
* EK/NDK	0,5923
+ Justert Egenkapital β	0,8234
* MI/NDK	0,0224
+ Netto Finansiell gjelds β	0,0281
* NFG/NDK	0,3853
= Netto drifts β	0,5170

Tabell 7-11 - Netto driftsbeta for analyseperioden

I tabell 7-12 presenteres de årlige egenkapitalbetaene, egenkapitalkravet og minoritetskravet. Minoriteten er ilagt en illikviditetspremie på 2%, som nevnt under CAPM-analysen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Netto drifts β	0,5170	0,5170	0,5170	0,5170	0,5170	0,5170	0,5170
- NFG/NDK	0,4436	0,5028	0,5130	0,4067	0,3172	0,3439	0,3853
* Netto Finansiell gjelds β	0,0283	0,0270	0,0238	0,0290	0,0333	0,0275	0,0281
/ EK/NDK	0,5376	0,4699	0,4633	0,5600	0,6528	0,6481	0,5923
+ MI/NDK	0,0188	0,0273	0,0238	0,0334	0,0300	0,0079	0,0224
= Egenkapital β	0,9065	1,0125	1,0364	0,8515	0,7417	0,7735	0,8234
ekk og mik	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
= Risikofri rente etter skatt	0,0145	0,0172	0,0125	0,0090	0,0088	0,0054	0,0112
+ Justert Egenkapital β	0,9065	1,0125	1,0364	0,8515	0,7417	0,7735	0,8234
* Markedets risikopremie	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	0,0466
= $r_f + (\beta \cdot mrp)$ / CAPM / KVM	0,0559	0,0636	0,0604	0,0488	0,0440	0,0424	0,0496
+ Illikviditetspremie majo	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
= Egenkapitalkrav	0,0659	0,0736	0,0704	0,0588	0,0540	0,0524	0,0596
+ Illikviditetspremie minor	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
= Minoritetskrav	0,0859	0,0936	0,0904	0,0788	0,0740	0,0724	0,0796

Tabell 7-12 - Egenkapitalbeta, egenkapitalkrav (ekk) og minoritetskrav (mik)

7.4 Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav

Netto driftskrav er et vektet krav på avkastningen til egenkapitalen, med hensyn til major- og minorinteresser og netto finansiell gjeld (Penman, 2013). Dette blir ofte omtalt som «weighted-average cost of capital» eller WACC. Vektingen opp mot nettodriftskapitalen gjøres fordi de ulike finansieringskildene er knyttet til ulik risiko.

Netto driftskapitalkrav (ndk) er gitt ved følgende formel:

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

WACC	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Egenkapitalkrav	0,0659	0,0736	0,0704	0,0588	0,0540	0,0524	0,0596
* EK/NDK	0,5376	0,4699	0,4633	0,5600	0,6528	0,6481	0,5923
+ Minoritetskrav	0,0859	0,0936	0,0904	0,0788	0,0740	0,0724	0,0796
* MI/NDK	0,0188	0,0273	0,0238	0,0334	0,0300	0,0079	0,0224
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,0254	0,0276	0,0227	0,0212	0,0216	0,0162	0,0225
* NFG/NDK	0,4436	0,5028	0,5130	0,4067	0,3172	0,3439	0,3853
= Netto driftskrav	0,0483	0,0510	0,0464	0,0442	0,0443	0,0401	0,0457

Tabell 7-13 - Netto driftskrav (ndk)

Av tabellen ser jeg at kravet holder seg noenlunde stabilt gjennom perioden, men har en klart synkende tendens. Påstanden fra Miller & Modigliani om at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen står likevel ved lag. Årsaken til fallet i netto driftskravet gjennom perioden tilskrives den fallende risikofrie renten i markedet de siste årene. Netto driftskravet er ikke uavhengig av endringer i renten og markedsrisikopremien (Knvsflå, 2016). Sammenlignet med bransjesnittet så ligger SalMar marginalt under bransjen, men differansen er på rett under 0,1% så det er vanskelig å peke på en årsak til at de ligger litt under snittet. At de er tilnærmet like er konsistent med at selskapene har svært lik drift og risikoeksponering.

Fremgangsmåten for å beregne sysselsatt kapitalkrav er tilsvarende som for netto driftskravet. Sysselsatt kapital er på sin side et vektet krav på avkastningen til egenkapitalen, med hensyn til major- og minorinteresser og finansiell gjeld.

Sysselsatt kapitalkrav (ssk) er gitt ved følgende formel:

$$ssk = ekk * \left(\frac{EK}{SSK} \right) + mik * \left(\frac{MI}{SSK} \right) + fgk * \left(\frac{FG}{SSK} \right)$$

WACC	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Egenkapitalkrav	0,0659	0,0736	0,0704	0,0588	0,0540	0,0524	0,0596
* EK/SSK	0,5127	0,4610	0,4577	0,5064	0,5935	0,6281	0,5583
+ Minoritetskrav	0,0859	0,0936	0,0904	0,0788	0,0740	0,0724	0,0796
* MI/SSK	0,0179	0,0267	0,0235	0,0302	0,0273	0,0077	0,0212
+ Finansielt gjeldskrav	0,0245	0,0272	0,0225	0,0190	0,0188	0,0154	0,0212
* FG/SSK	0,4634	0,5123	0,5188	0,4634	0,3792	0,3642	0,4205
= Krav til sysselsatt kapital	0,0468	0,0504	0,0460	0,0409	0,0412	0,0391	0,0439

Tabell 7-14 - Sysselsatt kapitalkrav (ssk)

SalMars ssk ligger, i likhet med ndk, noe under bransjesnittet. Forskjellen er her imidlertid mindre og det er differanse på 0,03%. Den samme argumentasjon som jeg brukte for ndk gjør

seg gjeldende her, selskapene er eksponert for samme type risiko på grunnlag av likheten i driften.

8. Lønnsomhetsanalyse og strategisk fordel

I dette kapittelet skal jeg analysere SalMars lønnsomhet og eventuelle strategiske fordel sammenlignet med bransjen for øvrig. Sammenhengen mellom lønnsomhet og strategi kan oppsummeres som strategisk rentabilitetsanalyse. Gjennom denne analysen dekomponeres den strategiske (u)fordelen i en ressurs- og bransje(u)fordel med påfølgende dekomponering for å skille mellom finansierings- og drifts(u)fordeler (Knvsflå, 2016). Den strategiske fordel, eller superrentabiliteten, omtalt i utredningen vil ofte overvurderes. Dette kommer av at selskapene ofte er konservative i sin bokføring. Konservativ bokføring resulterer i lavere bokført verdi og følgelig høyere strategisk fordel eller superrentabilitet (Gjesdal, 2012). Denne målefeilen er svært vanskelig å identifisere og det kan tenkes at noe av den eventuelle fordel må tilskrives målefeil og ikke enn reell fordel.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Lønnsomheten (rentabiliteten) til en kapital uttrykkes som en prosentvis rente som angir hvor stor avkastning kapitalen har hatt i perioden. Måltallet gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og på tvers av selskaper. Som nevnt i kapittel 7 er en virksomhet lønnsom kun dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet. Dette kalles superrentabilitet (Knvsflå, 2016). Det er denne eventuelle superrentabiliteten som danner grunnlaget for videre analyse for å avdekke om det finnes strategiske fordeler.

Jeg velger å regne ut egenkapitalrentabiliteten på bakgrunn av normaliserte tall kontra fullstendige tall. Årsaken til det er at normaliserte tall er mer «fremmadskuende» og har således en større nytteverdi i en verdsettelse fordi de er bedre egnet for budsjettering og fremskriving (Knvsflå, 2016). Normalisert egenkapitalrentabilitet regnes ut som vist i formelen under:

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

Effekten av å trekke ut nettoresultatet i perioden blir at rentabiliteten nå sees på som en etterskuddsrentabilitet. Dette sikrer konsistens når jeg sammenligner rentabiliteten med kravet (for utregningen av egenkapitalkravet viser jeg til kapittel 7)

Superrentabilitet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Vekter	5%	10%	15%	20%	25%	25%	
Egenkapitalrentabilitet	0,544492	0,236573	0,091121	0,291493	0,343765	0,214561	0,262430
- Egenkapitalkrav	0,065938	0,073557	0,070405	0,058768	0,054032	0,052360	0,059615
= Strategisk fordel	0,478554	0,163015	0,020716	0,232725	0,289733	0,162201	0,202865

Tabell 8-1 - Superrentabilitet, SalMar

Av tabellen så fremkommer det at SalMar gjennom hele perioden har svært god egenkapitalrentabilitet. Den tidsvektede egenkapitalrentabiliteten for SalMar og bransjen er henholdsvis på 26,24% og 13,55%. SalMar har i gjennomsnitt en rentabilitet på nesten det dobbelte i analyseperioden. Den gjennomsnittlige tidsvektede strategiske fordel for analyseperioden er på 20,2 % noe som må sies å være meget tilfredsstillende. Det reflekterer den enorme veksten selskapet har hatt de siste fem årene og er en god indikasjon på at selskapet har god lønnsomhet. Allikevel ser jeg at superrentabiliteten er volatil og har store årlige bevegelser. Volatiliteten gjenspeiler de store variasjonene i lakseprisen som igjen påvirker lønnsomheten til selskapet radikalt. Verdt å merke seg er at 2010 fremstår som et ekstremår med tanke på lønnsomhet. Selskapet skriver selv i årsrapporten at det historisk høye driftsresultatet stammer fra god vekst og svært høye laksepriser gjennom hele året. Til sammenligning var driftsresultatet i 2010 nesten to ganger så høyt som i 2009 og nærmere ti ganger så høyt som i 2011.

8.2 Bransjefordel drift

Bransjefordel drift er et måltall som sier noe om den iboende superrentabiliteten som ligger i bransjen. Med iboende superrentabilitet menes fordelene som ligger implisitt ved å drive virksomhet i bransjen. Dette er forhold som er uavhengig av selskapene og gjenspeiler kun bransjen i sin helhet. For å regne ut bransjefordel drift kalkuleres netto driftsrentabilitet (ndr). Formelen for utregning av netto driftsrentabilitet er tilsvarende som for egenkapitalrentabilitet. Forskjellen er at her benyttes endringen i netto driftskapital og netto driftsresultat som input (Penman, 2013). I forlengelsen av diskusjonen i kapittel 7 vedrørende Miller & Modiglianis proposisjon så brukes samme netto driftskrav for både SalMar og bransjen ($ndk_B \approx ndk$).

Bransjefordel drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
ndr b	Netto driftsrentabilitet Bransje	0,1710	0,1122	0,0250	0,1359	0,1266	0,0831	0,1031
ndk SAL	- Netto driftskrav SAL	0,0483	0,0510	0,0464	0,0442	0,0443	0,0401	0,0457
BFD	= Bransjefordel drift	0,1226	0,0612	-0,0214	0,0917	0,0822	0,0430	0,0587

Tabell 8-2 - Bransjefordel drift, SalMar

Av tabellen fremkommer det at tidsvektet bransjefordel drift er på 5,87%. I likhet med superrentabiliteten ser vi at bransjefordelen har store bevegelser gjennom hele perioden. Sett opp mot den tidligere strategiske analysen er dette i samsvar med konklusjonen der. Det er en bransje med høy lønnsomhet og bransjen er preget av høye inngangsbarrierer og konkurransesituasjonen er i særstilling i forhold til mange andre bransjer.

8.3 Ressursfordel drift

Ressursfordelen kan sees på som en selskapsfordel. Det er interne ressurser særegne for selskapet som er grunnlaget for forholdstallet (Knavsflå, 2016). Ressursfordel drift (RFD) beregnes som vist i formelen under:

$$RFD = ndr - ndr_B$$

Ressursfordelen dekomponeres så videre i marginfordel (MF) og omløpsfordel (OF) gjennom en strategisk Du Pont-analyse (Knavsflå, 2016). Formelen er som vist under:

$$RFD = \underbrace{(ndm - ndm_B) * onde}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{ndm_B * (onde - onde_B)}_{\text{Omløpsfordel}}$$

Onde representerer her omløpshastighet til netto driftseiendeler og ndm er netto driftsmargin.

Ressursfordel drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
ndr SAL	Netto driftsrentabilitet SAL	0,3075	0,1271	0,0682	0,2050	0,2414	0,1517	0,1776
ndr B	Netto driftsrentabilitet Bransje	0,1710	0,1122	0,0250	0,1359	0,1266	0,0831	0,1031
RFD	= Ressursfordel drift	0,1366	0,0149	0,0432	0,0691	0,1148	0,0686	0,0745

Tabell 8-3 - Ressursfordel drift, SalMar

SalMar sin vektete gjennomsnittlige netto driftsrentabilitet er 17,8% for analyseperioden sett opp mot bransjen som har 10,31%. Dette er konsistent med og støtter oppunder konklusjonen fra analysen av egenkapitalrentabiliteten - selskapet har god lønnsomhet.

Videre så dekomponeres ressursfordelen som nevnt over i marginfordel (MF) og omløpsfordel (OF). Netto driftsmarginen (ndm) i formelen over er et måltall på lønnsomhet som sier noe om selskapets evne til å generere netto driftsresultat fra driftsinntekten. Omløpshastigheten (onde) er et effektivitetsmål som måler evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift (Knvsflå, 2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Netto driftsmargin SAL	0,2566	0,1445	0,0834	0,1775	0,2103	0,1496	0,1653
- Netto driftsmargin Bransje	0,1536	0,1105	0,0262	0,1221	0,1066	0,0742	0,0923
= Uvektet marginfordel	0,1030	0,0340	0,0571	0,0554	0,1037	0,0753	0,0730
* Onde SAL	1,1984	0,8794	0,8176	1,1550	1,1480	1,0142	1,0420
Marginfordel	0,1235	0,0299	0,0467	0,0640	0,1190	0,0764	0,0778

Tabell 8-4 – Marginfordel, SalMar

Av tabellen fremkommer det at SalMar har en tidsvektet marginfordel på 7,78%. Det tilsier at SalMar har spesifikke poster i regnskapet som gir en kostnadsfordel sammenlignet med bransjen. Jeg vil se nærmere på mulige årsaker til marginfordelen i common-size analysen senere i kapittelet.

Omløpsfordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Onde SAL	1,1984	0,8794	0,8176	1,1550	1,1480	1,0142	1,0420
- Onde Bransje	1,1131	1,0157	0,9523	1,1128	1,1874	1,1195	1,0994
= Uvektet omløpsfordel	0,0852	-0,1363	-0,1347	0,0422	-0,0394	-0,1054	-0,0573
* Netto driftsmargin Bransje	0,1536	0,1105	0,0262	0,1221	0,1066	0,0742	0,0923
= Omløpsfordel	0,0131	-0,0151	-0,0035	0,0051	-0,0042	-0,0078	-0,0034

Tabell 8-5 - Omløps(u)fordel, SalMar

I tabell 8-5 fremkommer det at SalMar har en negativ omløpsfordel på -0,34%. Årsaken til dette kan være at SalMar har lavere driftsinntekt per krone investert sammenlignet med bransjen. En annen mulig årsak er at selskapet har høyere kapitalbinding per krone omsatt (Knvsflå, 2016).

8.3.1 Common size analyse - marginfordel

Under common-size analysen ser jeg på forholdet mellom SalMar og bransjen. Gjennom denne analysen elimineres eventuelle forskjeller i størrelsesforhold mellom selskapene grunnet at analysen ser på hvor stor andel av driftsinntektene som går med på å dekke ulike kostnader (Penman, 2013). Jeg benytter et enkelt common-size resultatregnskap for å analysere de ulike forholdstallene. Videre minner jeg om at alle justeringer som er gjort i SalMars regnskap tidligere i utredningen er gjort tilsvarende for bransjen. Dette er for å sikre konsistens i sammenligningen.

Common size SAL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015	2010-2015 Bransje	Differanse
Driftsinntekter SAL	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0000
Vareforbruk SAL	0,4463	0,5211	0,5529	0,4885	0,4419	0,4863	0,4871	0,5800	-9,29%
- Lønn og andre personalkostnader SAL	0,0914	0,1022	0,1149	0,0998	0,0989	0,1045	0,1028	0,1245	-2,17%
- Andre driftskostnader SAL	0,1508	0,1841	0,2107	0,1739	0,1591	0,1737	0,1755	0,1358	3,97%
- Avskrivninger SAL	0,0274	0,0344	0,0403	0,0354	0,0384	0,0439	0,0385	0,0384	0,01%
= DR fra egen virksomhet	0,2841	0,1582	0,0811	0,2025	0,2618	0,1916	0,1961	0,1213	7,48%
- Driftsrelatert skattekostnad SAL	0,0705	0,0392	0,0201	0,0502	0,0649	0,0475	0,0486	0,0360	1,26%
= Netto DR fra egen virksomhet	0,2137	0,1189	0,0610	0,1522	0,1969	0,1441	0,1474	0,0852	6,22%
+ Netto resultat fra driftstilknyttet virksomhet SAL	0,0430	0,0256	0,0223	0,0253	0,0134	0,0055	0,0178	0,0071	1,08%
= Netto driftsresultat	0,2566	0,1445	0,0834	0,1775	0,2103	0,1496	0,1653	0,0923	7,30%

Tabell 8-6 - Common-size resultatregnskap, SalMar

Ut i fra common-size analysen så kan jeg se at SalMar har svært gode tall sammenlignet med bransjen for øvrig. Vareforbruket er 9,29% lavere enn bransjen og med tanke på hvor stor denne størrelsen er reflekterer det en betydelig kostnadsbesparelse i favør SalMar kontra bransjen. Dette er nok en av de største driverne til at marginfordelen til SalMar er såpass stor, som vist i tabell 8-4. Videre har SalMar 2,17 % lavere lønn og andre personalkostnader enn bransjen. Jeg ser allikevel at i løpet av perioden er dette forholdstallet økt for SalMar, noe som mest sannsynlig stammer fra deres vekst og oppkjøp som igjen øker sysselsettingen. At lønnskostnadene relativt til driftsinntektene øker kan tyde på at effektiviteten synker i forbindelse med utvidelse av virksomheten. Det er naturlig at det tar tid før implementeringen av nye virksomheter og ansatte er ved full effektivitet per omsatt krone.

Andre driftskostnader er 3,97 % høyere enn snittet for bransjen. Andre driftskostnader består av kostnader til vedlikehold, driftsutstyr, levering, direkte innsatsfaktorer og øvrige driftsomkostninger. Her er leveringskostnader den største driveren og utgjør rett under 50% av andre driftskostnader. I notene i årsrapportene til SalMar fremkommer det lite informasjon om andre driftskostnader, herunder også leveringskostnadene. Jeg mener allikevel at årsaken til at leveringskostnadene relativt sett er så høye bør tilskrives den geografiske plasseringen

av SalMars ulike anlegg. Det er store geografiske avstander mellom de ulike leddene i produksjonskjeden og det trekker naturlig nok opp disse kostnaden. I notene til de komparative selskapene står det også svært lite om denne posten. For Marine Harvest utgjør vedlikehold den største enkeltkostnaden under andre driftskostnader. Kostnadene holder seg relativt sett stabile gjennom analyseperioden

SalMar har en høyere driftsrelatert skattekostnad sammenlignet med bransjen. Differansen er på 1,26%. Dette er en naturlig konsekvens av at de har betydelig bedre driftsresultat fra egen virksomhet som fører til økt beskatning.

Oppsummert er SalMar markant bedre enn bransjen som reflekteres gjennom marginfordelen og common-size analysen. Hovedårsaken til den store fordelen tilskrives at vareforbruket ligger over 9% lavere enn for bransjen. Klarer SalMar å opprettholde den gode kostnadskontrollen reflektert over analyseperioden vil selskapet ivareta sin posisjon og den positive marginfordelen.

8.3.2 Omløpsfordel

Som vist i tabell 8-5 har SalMar en tidsvektet negativ omløpsfordel på 0,34%. Jeg skal nå analysere mulige årsaker til dette. Variasjonene i omløps(u)fordelen gjennom analyseperioden har vært små. I 2010 var det en fordel på 1,31% mens den har stabilisert seg på et negativt nivå i resten av perioden. Fra 2012 – 2015 har ufordelen ligget på ca. -0,5%. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler har ligget under bransjesnittet stort sett i hele perioden med unntak av i 2010 og 2013. Salget av eierandelen P/F Bakkafrost i 2013 kan være en årsak til dette ved at SalMar fikk lavere kapitalbinding per krone omsatt.

Knivsflå (2016) anbefaler to metoder for å analysere omløpsfordelen; splitte opp inntektene og driftskapitalen i respektive forretningsområder eller gjennomføre en enhetsanalyse (Knivsflå, 2016). Det første alternativet er ikke praktisk gjennomførbart da selskapene kun rapporterer sine inntekter per segment og det medfører at det ikke lar seg gjøre å dele opp netto driftseiendeler til de respektive segmentene. Jeg velger derfor å gjennomføre en enhetsanalyse som ser på driftsinntekt per kilo produsert volum og netto driftskapital per kilo. Resultatene kan leses i tabellen vist under.

DI per kg	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Driftsinntekter per kilo (SAL)	43,687	36,896	36,186	48,644	46,420	48,841	
- Driftsinntekter per kilo (Bransje)	54,313	50,654	43,214	59,195	65,864	71,530	
= Fordel per kg produsert	-10,626	-13,758	-7,028	-10,551	-19,443	-22,688	-15,604
NDK per KG	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
NDK per kilo (SAL)	53,226	65,505	52,877	55,339	59,185	51,320	
- NDK per kilo (Bransje)	58,861	54,663	43,979	64,059	63,351	69,880	
= Fordel per kilo produsert	-2,635	10,842	8,899	-8,720	-4,166	-18,560	-5,138

Tabell 8-7 - Enhetsanalyse

Av tabellen fremkommer det at SalMar kommer lite fordelaktig ut i begge estimatene. For driftsinntekt per produsert kilo så er den tidsvektede forskjellen på SalMar og bransjen på hele -15,60 kr. Dette skulle tilsi at SalMar har solgt laks i snitt 15,60 kr/kg under bransjen. Jeg stiller spørsmål ved troverdigheten til estimatet når jeg vet at prissettingen blir foretatt i et effektivt marked og en slik underprising ikke er bærekraftig.

Den tidsvektede forskjellen for netto driftskapital per produsert kilo fremstår som «bedre», men SalMar ligger gjennomsnittlig i analyseperioden -5,138 kr under bransjen. Estimaten gjennomført over er svært usikre da det ikke lar seg gjøre å splitte kiloprisen etter produksjon og foredling. Salgene er nemlig inkludert i både salgs- og markedssegmentet til SalMar og de komparative selskapene.

8.4 Gearingfordel drift

Gearingfordel drift (GFD) er gitt ved følgende formel:

$$GFD = (ndr - ndk) * \underbrace{(nfgg + mig)}_{\text{Gearingfordel}}$$

Her er representeres gearingfordelen ved netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) og netto minoritetsgrad (mig). Netto finansiell gjeldsgrad er et uttrykk for hvor stor andel netto finansiell gjeld utgjør sett opp mot egenkapitalen. Netto minoritetsgraden på sin side er et uttrykk for hvor stor andel minoritetsinteressene utgjør av egenkapitalen i selskapet. Gearing medfører, gitt $ndr > ndk$, at driftsfordelen vil øke.

Gearingfordel drift	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
(ndr - ndk)	0,259	0,076	0,022	0,161	0,197	0,112	
* (nfgg + mig)	0,860	1,128	1,159	0,786	0,532	0,543	
= Gearingfordel drift (GFD)	0,223	0,086	0,025	0,126	0,105	0,061	0,090

Tabell 8-8 - Gearingfordel drift, SalMar

Av tabellen fremkommer det at SalMar har en tidsvektet gearingfordel drift på 9,0% i analyseperioden. Grunnet at ndr > ndk i hele perioden så blir driftsfordelen gearet med ulik virkning hvert år. 2011 og 2012 er de to årene hvor driftsfordelen blir giret opp. Dette stammer i all hovedsak fra at selskapet økte sin langsiktige gjeld samtidig som kontantbeholdningen gikk ned. Reduksjonen i kontantbeholdningen påvirker de finansielle eiendelene og netto finansiell gjeld øker dermed. Selskapet må hele tiden vurdere gearingen opp mot gjeldseksponeringen de har. Økt gearing fører til økt risiko som igjen potensielt kan føre til tap (Penman, 2013). Jeg mener allikevel at SalMar sin økonomi er solid og ser man analyseperioden under ett har de lav risiko og lite gearing av kapitalen sin.

8.5 Oppsummering samlet driftsfordel

Den oppsummerte samlede driftsfordelen er vist i tabellen under.

Samlet Driftsfordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
BFD Bransjefordel	0,1226	0,0612	-0,0214	0,0917	0,0822	0,0430	0,0587
RFD + Ressursfordel	0,1366	0,0149	0,0432	0,0691	0,1148	0,0686	0,0745
SFD = Strategisk fordel drift	0,2592	0,0761	0,0218	0,1609	0,1970	0,1116	0,1332
GFD + Gearingfordel drift	0,2229	0,0858	0,0252	0,1264	0,1048	0,0606	0,0901
DF = Driftsfordel	0,4821	0,1619	0,0470	0,2873	0,3018	0,1722	0,2233

Tabell 8-9 - Samlet driftsfordel, SalMar

SalMar har en tidsvektet samlet driftsfordel på 22,33%. Når jeg hensyntar vektingen er det ingen av de ulike fordelene som skiller seg veldig ut. Gearingfordelen på 9% er den største driveren tett fulgt av ressursfordelen på 7,45%. SalMars betydelige ressursfordel sammenlignet med resten av bransjen vitner om god kostnadsstyring og lønnsom drift. Jeg mener det er positivt for SalMar at bransjefordelen er den minste driveren med sine 5,87%. Den er som nevnt uavhengig av driften til selskapet, men stammer fra bransjeforhold som selskapet i liten grad kan påvirke.

8.6 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen (FF) er gitt ved formelen under:

$$FF = \underbrace{(nfgk - nfgr)}_{\substack{\text{Finansieringsfordel} \\ \text{Netto finansiell gjeld}}} * nfgg + \underbrace{(mik - mir)}_{\substack{\text{Finansieringsfordel} \\ \text{Minoritetsinteresser}}} * mig$$

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

nfgr = netto finansiell gjeldsrentabilitet

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

mik = minoritetskrav

mir = minoritetsrentabilitet

mig = minoritetsgrad

Knivsflå (2016) sier at et selskaps finansiering sjeldent er en stor kilde til den strategiske fordelene. I tråd med Penman (2013) anbefaler Knivsflå (2016) at finansieringsanalysen blir gjort separat fra driftsanalysen. Dette kommer av at sammenligningsgrunnlaget i finansiering er kravet og bransjesnittet. Jeg vil i det påfølgende foreta en analyse av finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld (FFNFG) og finansieringsfordelen til minoritetsinteressene (FFMI). I forlengelse av analysen av FFNFG så vil jeg dekomponere den for å se på hvordan vektingen er mellom finansiell gjeld (FFFG) og finansielle eiendeler (FFFE).

8.6.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Dersom kravet til gjelden er høyere enn lånerenten bør selskapet benytte seg av finansiell gjeld. Det resulterer i rimelig finansiering. Ser man det fra långivers posisjon så tjener de penger når lånerenten er høyere enn kravet (Penman, 2013). Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) hentes fra utregningene gjort i kapittel 7 og netto finansiell gjeldsrentabilitet samt netto finansiell gjeldsgrad blir kalkulert ved følgende formler:

$$nfggr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + \frac{\Delta NFG - NFK + NFI}{2}}$$

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

I tabellen under vises utregningen av SalMars finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld.

FFNFG		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav SAL	0,0254	0,0276	0,0227	0,0212	0,0216	0,0162	0,0225
nfg	- Netto finansiell gjeldsrente SAL	0,0245	0,0305	0,0452	0,0513	0,0419	0,0265	0,0384
=	Netto finansiell gjeldsfordel SAL	0,0009	-0,0029	-0,0226	-0,0301	-0,0204	-0,0102	-0,0173
nfgg	* Netto finansiell gjeldsgrad SAL	0,8250	1,0700	1,1072	0,7263	0,4859	0,5306	0,7137
FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld SAL	0,0008	-0,0031	-0,0250	-0,0218	-0,0099	-0,0054	-0,0122

Tabell 8-10 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, SalMar

Det fremkommer av tabellen at SalMars tidsvektede finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld er på -1,22% i analyseperioden. Det er kun i 2010 at selskapet hadde en marginal finansieringsfordel, de resterende årene har den vært negativ. For perioden 2011-2015 har gjeldskravet vært lavere enn gjeldsrenten til SalMar og i forlengelse av diskusjonen over burde SalMar i mindre grad benytte finansiering ved finansiell gjeld. Knivsflå (2016) argumenter for at nfgk – nfggr bør være tilnærmet lik null. Forutsetningen for dette er at konkurransen i finansmarkedet er så stor at både investorer og långivere bør forvente å få en rentabilitet lik kravet da markedet er effisient (Knvsflå, 2016). SalMar er et børsnotert selskap som opererer i et effisient marked og jeg velger å ikke tillegge estimatet for mye reell verdi. Det er allikevel interessant å se på vektingen mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Dekomponeringen av finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld vises i tabellen under.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
fkg	Finansielt gjeldskrav SAL	0,0245	0,0272	0,0225	0,0190	0,0188	0,0154	0,0212
fgr	- Finansiell gjeldsrente SAL	0,0254	0,0312	0,0451	0,0437	0,0347	0,0269	0,0353
=	Finansiell Gjeldsrente fordel SAL	-0,0009	-0,0040	-0,0226	-0,0247	-0,0159	-0,0115	-0,0156
fgg	* Finansiell gjeldsgrad SAL	0,9155	1,1113	1,1336	0,9151	0,6389	0,5797	0,8146
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld SAL	-0,0008	-0,0045	-0,0256	-0,0226	-0,0102	-0,0067	-0,0131
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet SAL	0,0332	0,0511	0,0386	0,0143	0,0119	0,0314	0,0262
fek	- Finansielt eiendelskrav SAL	0,0157	0,0184	0,0137	0,0102	0,0100	0,0066	0,0124
=	Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel SAL	0,0175	0,0326	0,0249	0,0041	0,0019	0,0248	0,0154
feg	* Finansiell eiendelsgrad SAL	0,0905	0,0414	0,0264	0,1888	0,1530	0,0491	0,1009
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler SAL	0,0016	0,0013	0,0007	0,0008	0,0003	0,0012	0,0008

Tabell 8-11 - Dekomponering av FFNFG, SalMar

I lys av diskusjonen over velger jeg å ikke analysere tallene fra dekomponeringen nærmere. Det er allikevel verdt å merke seg at SalMar har en finansieringsfordel knyttet til de finansielle eiendelene gjennom hele analyseperioden. Driveren for den negative finansieringsfordelen er utelukkende den finansielle gjelden, ref. diskusjonen over.

8.6.2 Finansieringsfordel minoritet

Minoriteten deler i likhet med majoriteten i selskapet på kostnadene og eventuelle fordeler ved finansiell gjeld (Penman, 2013). Der er dermed en fordel for majoriteten i selskapet å ha en minoritet når $mik > mir$. Minoriteten er da med på å dekke tapet. I likhet med diskusjonen over argumenterer Knivsflå (2016) for at $mik - mir$ konvergere mot null. Årsaken er at ved majoriteten kan presse ut minoriteten for å oppnå større avkastning (Knivsflå, 2016).

Finansieringsfordel minoritet er gitt som nevnt over gitt ved formelen: $FFMI = (mik - mir) * mig$

Minoritetskravet hentes fra beregningen gjort i kapittel 7, formlene for beregning av mir og mig er som følger:

$$mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}}$$

$$mig = \frac{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Resultatet for beregningen av finansieringsfordelen til minoriteten vises i tabellen under.

FFMI		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
mik	Minoritetskrav SAL	0,0859	0,0936	0,0904	0,0788	0,0740	0,0724	0,0796
mir	- Minoritetsrentabilitet SAL	0,2100	0,0212	0,1151	0,6283	0,1224	0,4442	0,2972
	= Minoritetsrentabilitetsfordel SAL	-0,1240	0,0724	-0,0247	-0,5495	-0,0484	-0,3718	-0,2176
mig	* Minoritsgrad SAL	0,0350	0,0580	0,0513	0,0596	0,0459	0,0123	0,0417
FFMI	Finansieringsfordel minoritetsinteresse SAL	-0,0043	0,0042	-0,0013	-0,0327	-0,0022	-0,0046	-0,0082

Tabell 8-12 - Finansieringsfordel minoritet, SalMar

Den tidsvektede finansieringsfordelen til minoriteten for analyseperioden er på -0,82%. Dette utgjør svært lite og påvirker det vektete snittet for den strategiske fordelene i svært liten grad.

Allikevel vel så er det verdt å merke seg at i 2013 var det en finansieringsfordel for minoriteten på hele -3,27%, ser og at minoritetsrentabiliteten var på hele 62,83% i samme år. Årsaken til dette var i 2013 var det en markant økning i størrelsen på minoriteten. Den ble nesten tredoblet fra inneværende år før den ble redusert ned til et «normal-nivå» året etterpå. Det gis ingen informasjon i notene til SalMar om dette. Jeg velger å ikke spekulere i årsaken til dette da den totale påvirkningen på den strategiske fordelen til SalMar er marginal.

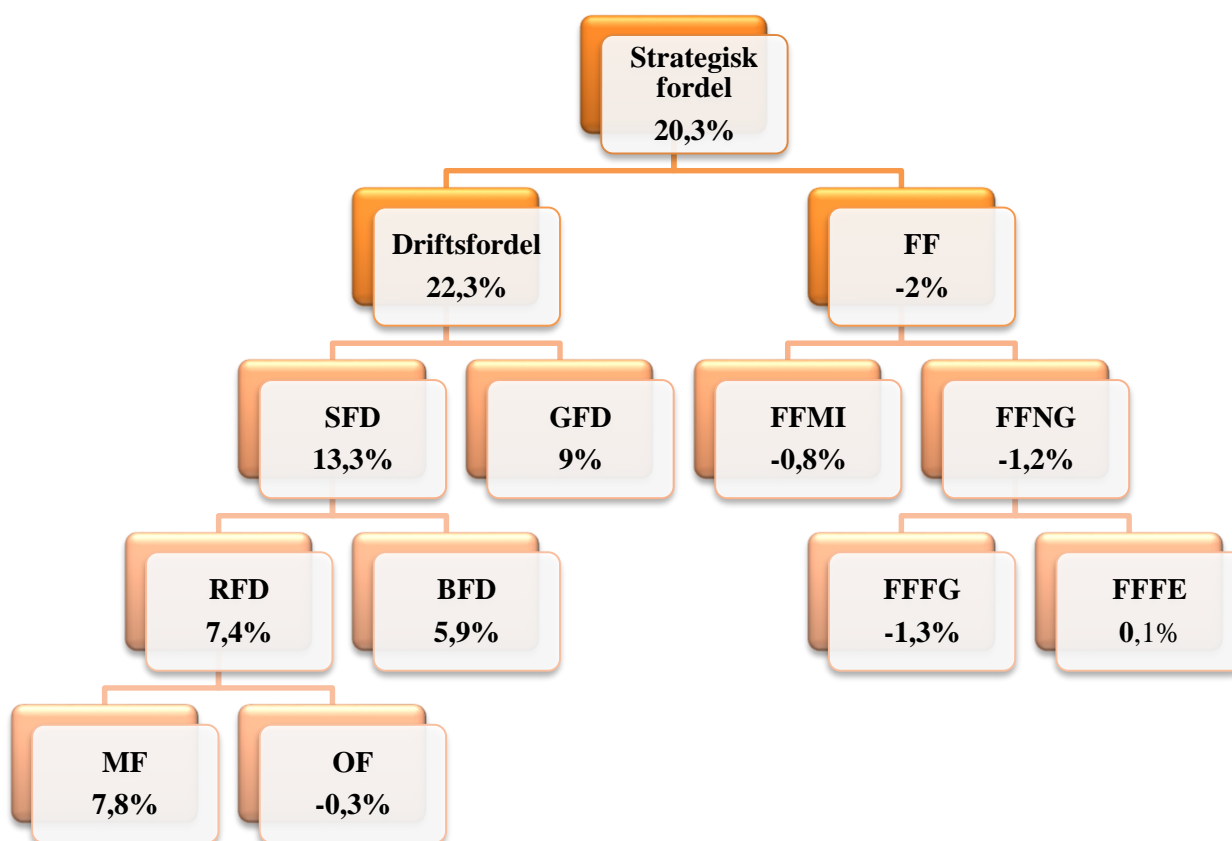
8.7 Oppsummering strategisk fordel

Jeg har nå analysert fordeler knyttet til bransje, drift og finansiering. Dette er grunnlaget for den strategiske fordelen vist i tabellen under.

Strategisk fordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
BFD	Bransjefordel	0,1226	0,0612	-0,0214	0,0917	0,0822	0,0430	0,0587
RFD	+ Ressursfordel	0,1366	0,0149	0,0432	0,0691	0,1148	0,0686	0,0745
SFD	= Strategisk fordel drift	0,2592	0,0761	0,0218	0,1609	0,1970	0,1116	0,1332
GFD	+ Gearingfordel drift	0,2229	0,0858	0,0252	0,1264	0,1048	0,0606	0,0901
DF	= Driftsfordel	0,4821	0,1619	0,0470	0,2873	0,3018	0,1722	0,2233
FF	+ Finansieringsfordel	-0,0036	0,0011	-0,0262	-0,0546	-0,0121	-0,0100	-0,0204
SF	= Strategisk fordel	0,4786	0,1630	0,0207	0,2327	0,2897	0,1622	0,2029

Tabell 8-13 - Strategisk fordel, SalMar

Den tidsvektede strategiske fordelen til SalMar er på 20,29% i analyseperioden. Finansieringsfordelen er den største negative driveren gjennom perioden, men det er, som nevnt tidligere i analysen, knyttet en viss usikkerhet til estimatene. Både nfgk–nfggr og mikmir skal konvergere mot null grunnet henholdsvis effisiente kapitalmarkeder og at majoriteten vil presse ut minoriteten på litt lengre sikt (Knvsflå, 2016). Jeg konkluderer med at SalMars strategiske fordel er svært sterk noe som tyder på god drift og lønnsomhet i selskapet. Analysen som er gjort i kapittelet er oppsummert i figuren under.



Figur 15 - Hierarkisk oversikt over strategisk fordel, SalMar

9. Fremtidsregnskap

Resultatene fra regnskapsanalyse og den strategiske analysen gjennomført i de foregående kapitlene danner grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Fremtidsregnskapet danner på sin side grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av selskapet. Under både regnskapsanalysen og lønnsomhetsanalysen har SalMar vist god drift og lønnsomheten. Selskapet ligger høyere enn bransjesnittet på de fleste faktorene og har en klar strategisk fordel. Det faktum at bransjen generelt har en fordel vil være med å påvirke budsjetteringen for fremtiden.

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet oppsummeres i fire steg (Knvsflå, 2016):

- Analyse av vekst
- Valg av budsjettthorisont (T)
- Budsjettering fra år 0 til T
- Konstantvekst fra T+1

Sluttproduktet fra disse fire stegene er fremtidsregnskapet, fremtidsbalansen og fremtidig kontantstrøm. Rammeverket som benyttes er i tråd med hva Penman (2013) anbefaler.

9.1 Analyse av vekst

De historiske driverne analysert tidligere gir viktig informasjon om hvordan fremtiden til SalMar vil se ut. Veksten i analyseperioden gir en god pekepinn på utviklingen til selskapet, men å predikere hvordan fremtiden vil se ut er det knyttet stor usikkerhet til. Historien viser en ting, men hvordan markedet og andre eksterne faktorer vil utvikle seg er en komplisert øvelse. I tabellen under har jeg oppsummert de historiske driverne til SalMar.

Egenkapitalvekst		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015	
ekr SAL	Egenkapitalrentabilitet	0,5445	0,2366	0,0911	0,2915	0,3438	0,2146	0,2624	
ekv SAL	Tilbakeholdingsgrad	0,2668	0,8455	0,0135	0,0000	0,6379	1,1149	0,5381	
ekv SAL	Egenkapitalvekst	0,3992	0,0366	0,0899	0,2915	0,1245	-0,0247	0,1204	
Analyse av historiske drivere		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015	2010-2015 Bransje
div SAL	Driftsinntektsvekst	0,4426	0,1178	0,0969	0,4854	0,1505	0,0195	0,1880	0,1464
onda SAL	Omløpet til netto driftseiendeler	1,1984	0,8794	0,8176	1,1550	1,1480	1,0142	1,0420	1,0994
ndm SAL	Netto driftsmargin	0,2566	0,1445	0,0834	0,1775	0,2103	0,1496	0,1653	0,0923
fgd SAL	Finansiell gjeldsrel	0,4922	0,5222	0,5252	0,5124	0,4171	0,3758	0,4563	0,4239
fed SAL	Finansiell eiendelsdel	0,0486	0,0194	0,0122	0,1057	0,0999	0,0318	0,0603	0,0815
fgr SAL	Finansiell gjeldsrente	0,0254	0,0312	0,0451	0,0437	0,0347	0,0269	0,0353	0,0374
fer SAL	Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0332	0,0511	0,0386	0,0143	0,0119	0,0314	0,0262	0,0109
mid SAL	Minoritetsdel	0,0188	0,0273	0,0238	0,0334	0,0300	0,0079	0,0234	0,0219
mir SAL	Netto minoritetsrentabilitet	0,2100	0,0212	0,1151	0,6283	0,1224	0,4442	0,2972	0,1052

Tabell 9-1 - Historiske drivere, SalMar

Vekstanalysen knytter seg til spesielt to drivere, henholdsvis driftsinntektsvekst og egenkapitalvekst. SalMar har en tidsvektet egenkapital- og driftsinntektsvekst i analyseperioden på henholdsvis 12,04% og 18,8%. Her er egenkapitalveksten normalisert for å fjerne påvirkningen fra unormale posteringer. Dette gir et bedre grunnlag for videre analyse da unormale poster ikke inkluderes i fremtidsregnskapet. Veksten er god og gjenspeiler den tidligere gjennomførte analysen av lønnsomheten til selskapet. Begge måltallene har en negativ utvikling fra 2014 til 2015. For driftsinntektene stammer dette i hovedsak fra redusert slaktevolum grunnet tidlig nedslakting av laks knyttet til luseproblematikk. Nedslaktingen førte til redusert salgsvolum i forhold til foregående år og dermed negativ driftsinntektsvekst.

Nedgangen i egenkapitalvekst fra 2014 til 2015 skyldes i stor grad at SalMar delte ut utbytte til sine eiere på 1,1 MRD NOK. Utbyttet tilsvarte store deler av årsresultatet for 2015 og egenkapitalen ble dermed ikke tilført nye midler.

9.2 Valg av budsjettorisont (T)

Endelig valg av budsjettorisont er avhengig av flere ulike faktorer. Først og fremst er det viktig å se på veksten og stabiliteten i bransjen som helhet. En moden bransje med stabil vekst kan nærme seg såkalt «steady-state» og det kan være nærliggende å fremskrive stabiliteten som opptrer i bransjen videre med en svært kort eller budsjettorisont ($T = 0$). Som tidligere diskutert i den strategiske analysen, og som resultatene fra regnskaps- og lønnsomhetsanalysen viser, fremstår ikke oppdrettsbransjen i utgangspunktet som stabil og moden. Veksten er svært varierende og preget av oppkjøp og konsolideringer. Allikevel så er konsolideringene og oppkjøpene i stor grad et resultat av konsesjonslovgivningen. Selskapene må kjøpe

eskisterende virksomheter for å øke produksjonen sin. Bransjen har i tillegg kommet så langt at de har begynt å utvikle nye plattformer for produksjon. Dette indikerer en moden bransje som er inne i et mulig skifte. Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje og er påvirket av et stort antall eksterne faktorer som har direkte påvirkning på bransjen og dens lønnsomhet. For å inkludere flere sykluser og dermed få en større stabilitet og konsistens i fremskrivingen er det nærliggende å velge en lengre budsjetthorisont.

Jeg velger på bakgrunn av det ovennevnte en lang budsjetthorisont for fremtidsregnskapet hvor «steady-state» eller konstant vekst inntreer i 2027 (T).

9.3 Budsjettering

9.3.1 Driftsinntektsvekst

Veksten i driftsinntektene er gitt ved følgende formel: $DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$

Som vist i tabell 9-1 har SalMar en vektet driftsinntektsvekst på 18,8% i analyseperioden. På kort sikt vil veksten i driftsinntekter i stor grad være preget av lakseprisen og totalt slaktevolum. SalMar skriver i kvartalsrapporten sin at de forventer en liten nedgang i slaktevolumet for 2016. Lusesituasjonen har ført til redusert biomasse som igjen får direkte påvirkning på slakteklar laks i 2016. For 2017 forventer jeg at slaktevolumet stabiliseres og at volumet ikke reduseres ytterligere. Reduksjon i slaktevolum ventes å veies opp av den lakseprisen for 2016 (SalMar, 2016). Forwardprisene for laks i 2016 og 2017 ligger i gjennomsnitt på 55 kr/kg noe som vil være en sterk bidragsyter til videre vekst i driftsinntektene (Fishpool, 2016).

Jeg legger derfor til grunn en driftsinntektsvekst i 2016 og 2017 på henholdsvis 4% og 8%.

For perioden 2018-2021 knytter det seg større usikkerhet til estimatene. SalMar, og de komparative virksomhetene, nyter godt av fallet i den norske kronen sammenlignet med EURO og dollar. Dette kommer av at de har kostnader i NOK og selger produkter i dollar og EURO. Oljeprisen har vært en av hovedårsakene til fallet i den norske kronen. Jeg forventer at oljeprisen vil stige i perioden, noe som vil føre til at den norske kronen styrker seg mot utenlandsk valuta (DN.no, 2016). Effekten av dette påvirker driftsinntektene til SalMar i negativ forstand.

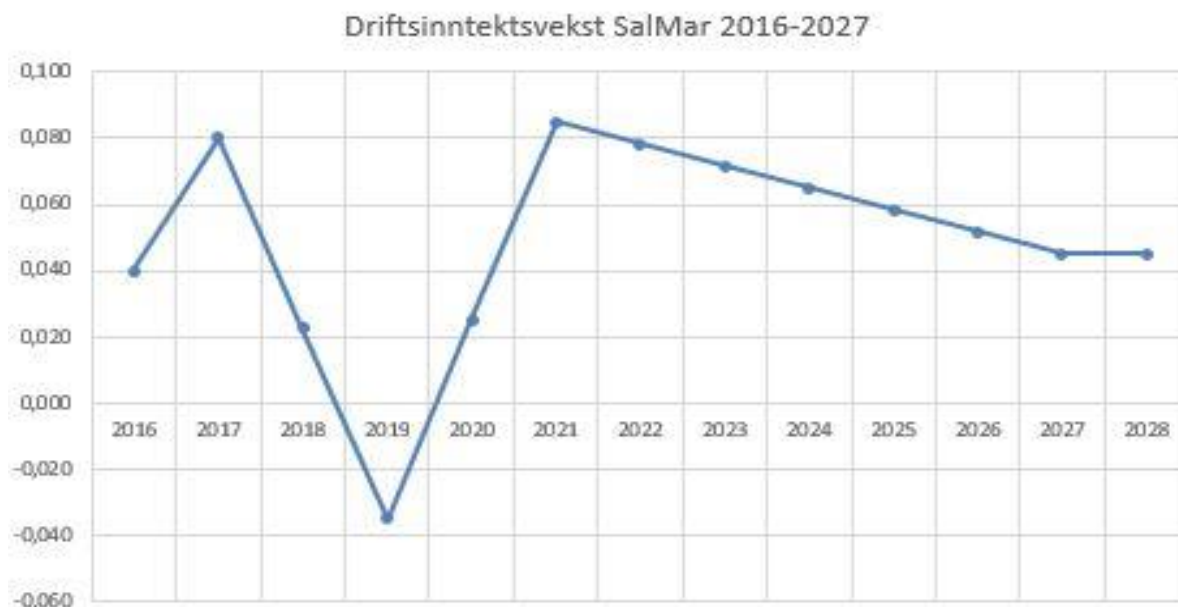
SalMar jobber kontinuerlig med utvikling av havbaserte merder for å takle luseproblematikken de opplever. I februar 2016 ble de tildelt 8 nye utviklingskonsesjoner knyttet til slike havmerder. Resultatet av dette prosjektet kan ha stor påvirkning for selskapet og bransjen som helhet (SalMar, 2016). De skriver samtidig at de har som mål å foreta første prøveutsetting i løpet av 2017. Før dette prosjektet kan gi avkastning må utviklingen av havmerden være vellykket og laksen er ikke slakteklar før tre til fire år senere.

Jeg legger derfor til grunn en svak driftsinntektsvekst i 2018 på 2,3%. For 2019 forventer jeg en nedgang i driftsinntektsveksten på -3,5%. Dette er knyttet til den predikerte oppgangen i oljeprisen og i påvente av avkastning fra havmerde-prosjektet. I 2020 og 2021 forventer jeg at trenden snur og vekst i volum driver driftsinntektene oppover. Jeg legger til grunn en vekst i 2020 og 2021 på henholdsvis 2,5% og 8,5%.

2021 er toppunktet for driftsinntektsveksten og for resten av perioden forventer jeg at veksten konvergerer mot realveksten i verdensøkonomien.

Inflasjonsmålet satt av den norske regjeringen er på 2,5% (Norges-Bank, 2016). De legger med andre ord til grunn en prisvekst på 2,5%. Det finnes flere estimater for den globale veksten og PwC tar til orde for en global prisvekst på 3% før inflasjon i sin rapport (PwC The world in 2050, 2015). OECD har kommet med en liknende rapport hvor de analyserer den globale veksten frem til 2060. I likhet med PwC-rapporten legger OECD til grunn en global gjennomsnittlig årlig vekst på 3% før inflasjon (Johansson, et al., 2012).

På bakgrunn av det ovennevnte så legger jeg til grunn en evig vekst i «steady-state» på 4,5%. Estimert vektlegger prediksjonene om en global vekst på 3% og samt et forsiktig inflasjonstillegg. Jeg mener dette er en representativ vekst i «steady state» som hensyntar inflasjonen og vekst på en god måte. Utviklingen til driftsinntektsveksten er oppsummert i figuren under.



Figur 16- Driftsinntektsvekst, SalMar 2016-2027

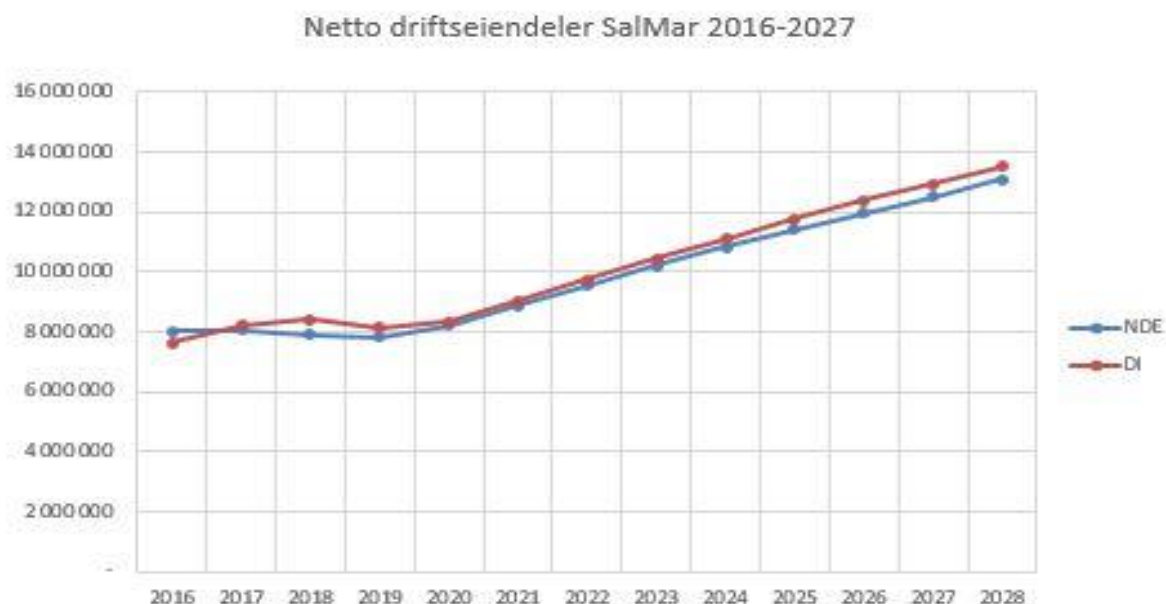
9.3.2 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler eiendeler i fremtidsregnskapet er gitt ved følgende formel:

$$NDE_t = \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}}$$

Som formelen viser blir netto driftseiendeler regnet ut implisitt som et produkt av driftsinntektene og omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde). Dette vil si at netto driftseiendeler følger utviklingen til driftsinntektene. Gjennom analysen i forrige kapittel kom jeg frem til at SalMar har en tidsvektet omløps(u)fordel på -0,34%. Ved budsjettering av onde er det nærliggende at onde i løpet av budsjettperioden vil konvergere mot det vektete snittet til bransjen i analyseperioden (Knvsflå, 2016). Bransjen hadde i analyseperioden en vektet omløpshastighet til sine netto driftseiendeler på 1,0994. Jeg legger derfor til grunn at onde vil konvergere mot det vektete bransjesnittet, men grunnet omløps(u)fordelen som ble avdekket tidligere er onde i «steady state» for SalMar 1,08.

Som en konsekvens av at netto driftseiendeler følger utviklingen til driftsinntektene så vil dette påvirke utviklingen i budsjettperioden. I figuren under vises utviklingen til netto driftseiendeler.



Figur 17 - Netto driftseiendeler, SalMar 2016-2027

Som figuren viser er utviklingen i netto driftseiendeler konsistent med utviklingen til driftsinntektene. Det skal allikevel nevnes at formelen impliserer at netto driftseiendeler har en nær tilknytning til driftsinntektene. Det er ikke nødvendigvis helt korrekt. Under analysen av onde i kapittel 8 ble onde forklart som et effektivitetsmål som måler evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift. Dette tilsier at det er investeringene og finansieringsstrukturen som i hovedsak definerer onde. På tross av dette så bruker jeg fremgangsmåten Knivsfå (2016) anbefaler for budsjettering av onde. Årsaken er at det er knyttet for store usikkerhetsmomenter rundet det å predikere kommende investeringer og hvordan de blir finansiert.

9.3.3 Netto driftsmargin og netto driftsresultat

Netto driftsmargin (ndm) er gitt ved følgende formel:

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Netto driftsmarginen er en svært viktig budsjettdriver i utformingen av fremtidsregnskapet. Størrelsen på driftsmarginen er direkte knyttet til netto driftsresultatet, som formelen over viser, og dermed avgjørende for fremtidige kontantstrømmer. Under den strategiske lønnsomhetsanalysen kom jeg frem til at SalMar har en tidsvektet marginfordel i analyseperioden på 7,78%. Hovedvekten stammer fra den store fordelens selskapet har sammenlignet med bransjen på kostnadskontrollen. Samme argumentasjon som jeg brukte for budsjetteringen av onde gjør seg gjeldende her. Netto driftsmarginen vil i løpet av budsjetteringsperioden konvergere mot bransjesnittet i «steady-state». Bransjens tidsvektede netto driftsmargin i analyseperioden er på 9,23%, mens SalMar har en vektet netto driftsmargin på 16,53%. Det er nærliggende at netto driftsmarginen i budsjettperioden vil synke noe grunnet at selskapene imiterer SalMar for å skaffe seg bedre marginer. Konkurransen er med på å drive netto driftsmargin nedover i budsjettperioden.

På lang sikt forventer jeg allikevel at SalMar klarer å opprettholde noen av sine kostnadsfordeler og setter netto driftsmargin i «steady-state» til 13,5%. Dette er ca. 4% over bransjesnittet, men på bakgrunn av den strategiske lønnsomhetsanalysen ilegges marginen en premie (Knvsflå, 2016). SalMar har en marginfordel i hele analyseperioden og med tanke på at de er langt fremme i utviklingen av en ny måte å drive oppdrett på mener jeg at en viss marginfordel vil vedvare. Utviklingen i netto driftsmargin og netto driftsresultat vises i tabellen under.

NDR	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	7 619 248	8 228 788	8 413 936	8 119 448	8 322 434	9 029 841	9 737 178	10 435 010	11 113 285	11 761 560	12 369 241	12 925 857
* Netto driftsmargin	0,160	0,170	0,155	0,140	0,160	0,180	0,173	0,165	0,158	0,150	0,143	0,135
= Netto driftsresultat	1 219 080	1 398 894	1 304 160	1 136 723	1 331 589	1 625 371	1 679 663	1 721 777	1 750 342	1 764 234	1 762 617	1 744 991

Tabell 9-2 - Netto driftsresultat og netto driftsmargin, SalMar 2016-2027

9.3.4 Finansiell gjeldsdel

Finansiell gjeldsdel (fgd) er gitt ved følgende formel:

$$fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$$

SalMar har i analyseperioden en tidsvektet finansiell gjeldsdel på 45,63%. Normal finansiell gjeldsdel for selskaper notert på Oslo Børs er ca. 50% (Knvsflå, 2016). Selv om gjennomsnittet

til SalMar for analyseperioden ligger på 45,63%, har utviklingen vært nedadgående i 2014 og 2015 og relativt sett betydelig under dette snittet. Oppdrettsbransjen er syklisk av natur og en langsiktig finansiell gjeldsdel tilsvarende snittet på Oslo Børs fremstår som noe høyt. Selskapene vil forsøke å ha en lavere gjeldseksposering for å redusere risiko. Ved beregning av den finansielle gjeldsdelen for 2016 så kommer jeg frem til 38,5%.

Jeg forutsetter i det videre at SalMar har en finansiell gjeldsdel på 40% i «steady state» og at den konvergerer lineært fra 38,5% til 40% i budsjettperioden.

9.3.5 Finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel (fed) er gitt ved følgende formel:

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Tidsvektet finansiell eiendel for SalMar har i analyseperioden ligget på 6,3%. Det vektete bransjesnittet har vært på 8,15%. SalMars finansielle eiendeler består i hovedsak av kontanter, investeringer i aksjer og kontantstrømsikringer. En normal finansiell eiendelsdel ligger på 20%. Dette er ikke representativt for et selskap i «steady-state». Årsaken til dette er at for selskapene er det gunstig å holde andelen kontanter nede når disse ikke brukes til annet en konstantvekst-investeringer (Knvsflå, 2016). Allikevel driver SalMar med hyppige oppkjøp av virksomheter og aksjeposter i andre selskaper i næringen, det er dermed nærliggende at de har en ikke-ubetydelig finansiell eiendelsdel. Utrekningen av finansiell eiendelsdel for 2016 gir 9%.

Jeg velger å sette den finansielle eiendelsdelen for SalMar i «steady-state» lik 8% og lar den konvergere lineært mot dette estimatet i løpet av budsjettperioden. Dette fører til at de finansielle eiendelene øker kraftig fra 2015 til 2016, men jeg mener at dette representativt for den videre utviklingen i selskapet.

9.3.6 Netto finanskostnad og netto finansinntekter

I analysen av finansieringsfordelen til SalMar med hensyn på finansiell gjeld i kapittel 8 fant jeg at de hadde en ufordel på -1,3%. For finansielle eiendeler hadde de en vektet fordel på 0,1%. Dette gjenspeiler at renten til finansiell gjeld har vært marginalt høyere enn kravet. Fordelen knyttet til finansielle eiendeler stammer fra at avkastningen har vært høyere enn kravet i perioden.

I et effisient kapitalmarked vil renten på sikt reflektere kravet. SalMar er børsnotert og opererer i et effisient kapitalmarked. Konkurransen i dette markedet fører til at både investorer og långivere bør forvente at renten er lik kravet (Knvsflå, 2016). Jeg setter derfor både finansiell eiendelsrentabilitet (f_{er}) = finansielt eiendelskrav (f_{ek}) og finansiell gjeldsrente (f_{gr}) = finansielt gjeldskrav (f_{gk}) for hele budsjettperioden.

9.3.7 Minoritetsdel

I analyseperioden er den tidsvektede minoritetsdelen (mid) for SalMar på 2,39%. Det er verdt å merke seg er at trenden har vært synkende og at i 2015 var andelen på 0,79%. I 2014 var andelen på hele 3%. Det er med andre ord en del variasjoner i andelen, men på lang sikt vil majoriteten, gitt lønnsomhet i datterselskapene, presse ut minoriteten (Knvsflå, 2016). Ved beregning av minoritetsdelen i 2016 ble den 1,1%. Jeg velger å sette en minoritetsdel på i «steady-state» på 1% og lar således minoritetsdelen konvergere lineært over budsjettperioden mot 1%.

9.3.8 Minoritetsinteresser

I henhold til Knivsflå (2016) vil minoritetsrentabiliteten (mir) være tilnærmet lik minoritetskravet (mik) hvis minoritetsinteressene er balanseført til virkelig verdi i regnskapet. SalMar rapporterer etter IFRS hvor minoriteten skal verdsettes til virkelig verdi (Fardal, 2008).

Jeg forutsetter derfor at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet for hele budsjettperioden.

9.4 Presentasjon av fremtidsregnskap og fri kontanstrøm

Resultatet fra budsjetteringen presenteres under i form av fremtidsregnskap, framtidbalanse og fremtidig fri kontantstrøm. Jeg gjør oppmerksom på at unormale poster ikke er inkludert i fremtidsregnskapet for å minimere støy i den videre verdsettelsen. Dette er unormale poster som ikke følger et mønster og dermed ikke er egnet for videre budsjettering. I tillegg forutsettes det at fri kontantstrøm til egenkapital tilsvarer netto utbetalt utbytte i fremtiden.

9.4.1 Fremtidsregnskap

	1	2	3	4	5	6	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Fremtidsregnskapet							
DI Driftsinntekter	7 619 248	8 228 788	8 413 936	8 119 448	8 322 434	9 029 841	
NDR Netto driftsresultat	1 219 080	1 398 894	1 304 160	1 136 723	1 331 589	1 625 371	
NFI + Netto finansinntekter	4 266	12 136	13 468	14 418	15 475	17 470	
NRS = Nettoresultat til Sysselsatt kapital	1 223 345	1 411 030	1 317 628	1 151 141	1 347 065	1 642 841	
NFK - Netto Finanskostnader	74 827	81 432	87 584	91 506	96 375	107 228	
NMR - Netto minoritetsresultat	5 874	6 422	6 582	6 574	6 637	7 095	
NRE = Nettoresultat til EK	1 142 645	1 323 177	1 223 462	1 053 060	1 244 052	1 528 518	
UNDR + Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	
UNFR + Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	
FNR = Fullstendig nettoresultat til EK	1 142 645	1 323 177	1 223 462	1 053 060	1 244 052	1 528 518	
NBU - Netto utbetalt utbytte	704 709	1 313 482	1 352 014	1 117 327	990 794	1 088 799	
ΔEK = Endring i EK	437 936	9 695	-128 552	-64 267	253 259	439 719	
	7	8	9	10	11	T	T + 1
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fremtidsregnskapet							
DI Driftsinntekter	9 737 178	10 435 010	11 113 285	11 761 560	12 369 241	12 925 857	13 507 520
NDR Netto driftsresultat	1 679 663	1 721 777	1 750 342	1 764 234	1 762 617	1 744 991	1 823 515
NFI + Netto finansinntekter	20 178	23 036	26 012	29 065	32 154	35 415	36 533
NRS = Nettoresultat til Sysselsatt kapital	1 699 842	1 744 813	1 776 354	1 793 299	1 794 770	1 780 406	1 860 108
NFK - Netto Finanskostnader	122 499	138 732	155 786	173 482	191 610	209 925	220 123
NMR - Netto minoritetsresultat	7 804	8 525	9 248	9 964	10 662	11 332	11 751
NRE = Nettoresultat til EK	1 569 539	1 597 556	1 611 320	1 609 853	1 592 499	1 559 148	1 628 235
UNDR + Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-
UNFR + Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-
FNR = Fullstendig nettoresultat til EK	1 569 539	1 597 556	1 611 320	1 609 853	1 592 499	1 559 148	1 628 235
NBU - Netto utbetalt utbytte	1 135 882	1 176 217	1 208 798	1 232 734	1 247 290	1 224 414	1 251 150
ΔEK = Endring i EK	433 657	421 339	402 522	377 118	345 209	334 734	377 085

Tabell 9-3 - Fremtidsregnskap, SalMar 2016-2027

9.4.2 Fremtidbalanse

	1	2	3	4	5	6	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Fremtidbalanse							
NDE Netto driftseiendeler	8 004 657	8 043 915	7 882 959	7 814 492	8 208 946	8 878 886	
FE + Finansielle eiendeler	720 419	716 640	695 134	681 992	708 954	758 741	
SSE = Sysselsatte eiendeler	8 725 077	8 760 555	8 578 093	8 496 484	8 917 901	9 637 627	
EK + Egenkapital	5 555 232	5 564 927	5 436 375	5 372 108	5 625 367	6 065 086	
MI + Ikke-kontrollerende eierinteresser	88 051	87 752	85 279	83 828	87 313	93 632	
FG + Finansiell gjeld	3 081 793	3 107 876	3 056 438	3 040 548	3 205 220	3 478 909	
SSK = Sysselsatt kapital	8 725 077	8 760 555	8 578 093	8 496 484	8 917 901	9 637 627	
NFG Netto finansiell gjeld	2 361 374	2 391 237	2 361 305	2 358 556	2 496 266	2 720 168	
	7	8	9	10	11	T	T + 1
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fremtidbalanse							
NDE Netto driftseiendeler	9 544 216	10 195 674	10 823 522	11 417 761	11 968 386	12 506 363	13 069 776
FE + Finansielle eiendeler	806 920	852 729	895 400	934 180	968 351	1 000 557	1 045 582
SSE = Sysselsatte eiendeler	10 351 136	11 048 404	11 718 922	12 351 941	12 936 737	13 507 520	14 115 359
EK + Egenkapital	6 498 743	6 920 082	7 322 604	7 699 723	8 044 931	8 379 665	8 756 750
MI + Ikke-kontrollerende eierinteresser	99 780	105 664	111 187	116 254	120 772	125 070	130 698
FG + Finansiell gjeld	3 752 612	4 022 657	4 285 131	4 535 965	4 771 034	5 002 785	5 227 911
SSK = Sysselsatt kapital	10 351 136	11 048 404	11 718 922	12 351 941	12 936 737	13 507 520	14 115 359
NFG Netto finansiell gjeld	2 945 632	3 169 928	3 389 730	3 601 785	3 802 683	4 002 228	4 182 328

Tabell 9-4 - Fremtidbalanse, SalMar 2016-2027

9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm

	1	2	3	4	5	6		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Fremtidig fri kontantstrøm								
NDR	1219 080	1398 894	1304 160	1136 723	1331 589	1625 371		
UNDR	-	-	-	-	-	-		
ΔNDE	60 321	39 258	-160 956	-68 467	394 454	669 940		
FKD = Fri kontantstrøm fra drift	1 158 759	1 359 636	1 465 116	1 205 190	937 135	955 432		
NFI	4 266	12 136	13 468	14 418	15 475	17 470		
UNFI	-	-	-	-	-	-		
ΔFE	434 159	-3 779	-21 506	-13 142	26 962	49 787		
FKS = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	728 865	1 375 552	1 500 090	1 232 749	925 648	923 115		
NFK	74 827	81 432	87 584	91 506	96 375	107 228		
ΔFG	48 193	26 083	-51 438	-15 890	164 673	273 689		
NMR	5 874	6 422	6 582	6 574	6 637	7 095		
UNMR	-	-	-	-	-	-		
ΔMI	8 351	-299	-2 473	-1 451	3 485	6 319		
FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital	704 709	1 313 482	1 352 014	1 117 327	990 794	1 088 799		
FK EK og MI	702 232	1 320 203	1 361 068	1 125 353	993 946	1 089 576		
FKMI =	-2 477	6 721	9 055	8 026	3 152	777		
	7	8	9	10	11	T	T+1	
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Fremtidig fri kontantstrøm								
NDR	1 679 663	1 721 777	1 750 342	1 764 234	1 762 617	1 744 991	1 823 515	
UNDR	-	-	-	-	-	-	-	
ΔNDE	665 330	651 458	627 847	594 239	550 625	538 577	562 813	
FKD = Fri kontantstrøm fra drift	1 014 333	1 070 318	1 122 495	1 169 995	1 211 932	1 206 413	1 260 702	
NFI	20 178	23 036	26 012	29 065	32 154	35 415	36 593	
UNFI	-	-	-	-	-	-	-	
ΔFE	48 179	45 809	42 671	38 780	34 171	32 206	45 025	
FKS = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	986 333	1 047 545	1 105 836	1 160 280	1 209 974	1 209 623	1 252 270	
NFK	122 499	138 732	155 786	173 482	191 610	209 925	220 123	
ΔFG	273 703	270 045	262 474	250 834	235 069	231 751	225 125	
NMR	7 804	8 525	9 248	9 964	10 662	11 332	11 751	
UNMR	-	-	-	-	-	-	-	
ΔMI	6 149	5 884	5 523	5 066	4 518	4 298	5 628	
FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital	1 135 882	1 176 217	1 208 798	1 232 734	1 247 290	1 224 414	1 251 150	
FK EK og MI	1 137 537	1 178 858	1 212 523	1 237 632	1 253 433	1 231 449	1 257 273	
FKMI =	1 656	2 641	3 726	4 898	6 143	7 034	6 122	

Tabell 9-5 - Fremtidig fri kontantstrøm, SalMar 2016-2027

10. Fremtidskrav

I dette kapittelet skal jeg gjennomgå beregningen av de ulike avkastningskravene for fremtidsregnskapet. Avkastningskravene er basert på fremtidsregnskapet presentert i kapittel 9 og bygger på samme metode brukt for i beregning av historiske avkastningskrav i kapittel 7. Kravene er vesentlige for verdsettelsen som gjøres i kapittel 11, da de benyttes som diskonteringsrente for å verdsette de ulike kontantstrømmene. Jeg henviser til kapittel 7 for teori knyttet til de ulike kravene.

Den syntetiske ratingen til SalMar spiller en sentral rolle i beregningene for de ulike kravene. I kapittel 6 konkluderte jeg med at SalMar hadde en rating tilsvarende A-. Fremgangsmåten for beregning av den fremtidige syntetiske ratingen er den samme her, med ett unntak: ratingen for likviditetsgrad 1 i 2015 blir fremskrevet for hele budsjettperioden. Utregningen viser at SalMar forbedrer sin historiske rating marginalt fra A- til A i budsjettperioden. Det er små endringer i løpet av budsjettperioden kontra analyseperioden og den største endringen knytter seg til rentedekningsgraden som forbedrer ratingen noe.

10.1 Risikofri rente

For å bestemme den langsiktige risikofrie renten må jeg bestemme om jeg skal vektlegge NIBOR-renten brukt i kapittel 7 eller langsiktige statsobligasjoner. Det vanligste estimatet på risikofri rente er bruk av statsobligasjoner (Berk & DeMarzo, 2013). Rentenivået i dag er historisk lavt og renten på 10-årige statsobligasjoner i 2015 er 1,57% (Norges-Bank, 2016). På lang sikt forventer jeg ikke at renten vil forbli på dette nivået. Knivsflå (2016) argumenterer for at risikofri rente tenderer mot å vende tilbake mot normalnivået på lang sikt. Det er med andre ord naturlig å forvente at rentenivået vil øke gjennom budsjettperioden.

Jeg mener en vekting mellom den historiske utviklingen til NIBOR og 10-årige statsobligasjoner gir det beste estimatet på en langsiktig rente. Ved å legge den historiske utviklingen i rentenivået til grunn inkluderes perioder med både høy- og lavkonjunktur. Det er nærliggende å anta at det vil være tilsvarende svingninger i økonomien i løpet av budsjettperioden. Gjennomsnittlig 3-måneders NIBOR rente fra 1991-2015 er 5,00% (OsloBørs, 2016). Vektingen fordeler seg med henholdsvis 2/3 på det historiske NIBOR-gjennomsnittet og 1/3 på 10-årige statsobligasjoner (Knivsflå, 2016). Med fratrekke for kredittrisikopremie og skatt gir det en langsiktig risikofri rente på 3,4%.

Risikofri rente er i 2016 på 1,5% og konvergerer lineært mot 3,4% i «steady-state».

10.2 Markedsrisikopremie (mrp)

I tråd med analysen rundt markedsrisikopremien i kapittel 7.2.2 settes den skjønsmessig til 5% i «steady-state». Den konvergerer lineært fra 4,78%, som var nivået i 2015, mot 5% i konstant vekst. Dette er i samsvar med estimatene analytikere vektlegger for markedsrisikopremien. Konsensus er at historien danner det beste grunnlaget for prediksjon av markedets risikopremie. De årlige variasjonene i premien er derimot store. For Oslo Børs i perioden 1967-1998 hadde markedsrisikopremien et spenn på -2,4% til 13,8% (Gjesdal & Johnsen, 1999). PwC foretar en årlig undersøkelse av risikopremien i det norske markedet. I 2015 konkluderte undersøkelsen med at risikopremien ligger på 5% (PwC, 2015).

10.3 Finansiell gjeldsbeta og gjeldskrav

Siden risikofri rente og markedsrisikopremien for budsjettperioden nå er kjent kan jeg kalkulere finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta. I samsvar med beregningene gjort av finansiell gjeldsbeta i kapittel 7 blir den regnet implisitt på bakgrunn av kredittrisiko premien, markedsrisikodelen og markedsrisikopremien.

Implisitt finansiell gjelds β	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A		
Lang Kredittrisiko premie etter skatt	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	
/ Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049	
= Finansiell gjelds β mrd=1	0,209	0,208	0,207	0,206	0,205	0,205		
* Markedsrisikodelen	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	
= Implisitt finansiell gjelds β	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025		
							T	T+1
Implisitt finansiell gjelds β	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	
Lang Kredittrisiko premie etter skatt	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedets risikopremie	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjelds β mrd=1	0,204	0,203	0,202	0,202	0,201	0,200	0,200	0,200
* Markedsrisikodelen	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121
= Implisitt finansiell gjelds β	0,025	0,025	0,025	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
Finansielt gjeldskrav	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,016	0,018	0,020	0,022	0,023		
+ Implisitt finansiell gjelds β	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025		
* Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049		
l-mrd	0,879	0,879	0,879	0,879	0,879	0,879		
Lang Kredittrisiko premie etter skatt	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010		
= Finansielt gjeldskrav	0,025	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033		
							T	T+1
Finansielt gjeldskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,027	0,029	0,030	0,032	0,034	0,034	0,034
+ Implisitt finansiell gjelds β	0,025	0,025	0,025	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
* Markedets risikopremie	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
l-mrd	0,879	0,879	0,879	0,879	0,879	0,879	0,879	0,879
Lang Kredittrisiko premie etter skatt	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav	0,035	0,037	0,039	0,040	0,042	0,044	0,044	0,044

Tabell 10-1 - Finansiell gjeldsbeta og finansielt gjeldskrav, SalMar 2016-2027

10.4 Finansiell eiendelsbeta og finansielt eiendelskrav

Ved beregning av finansiell eiendelsbeta og finansielt eiendelskrav bruker jeg samme fremgangsmåte som i kapittel 7. Jeg viderefører forutsetningene om at kontantbetaen er 0 og investeringsbetaen er lik 1. De ulike vektene for henholdsvis kontanter, fordringer og investeringer settes skjønnsmessig i «steady-state» til 85%, 10% og 5%. Dette gjøres på bakgrunn av den tidligere analysen av de finansielle eiendelene i kapittel 9. Vektene konvergerer lineært mot «steady-state» i budsjettperioden. Fordringsbetaen beregnes på tilsvarende måte som gjort i kapittel 7.

Fordrings β	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A		
Kort KRP etter skatt	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	
/ Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049	
= Fordrings β mrd=1	0,125	0,125	0,124	0,124	0,123	0,123		
* Markedsrisikodelen	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	
= Fordrings β	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015		
							T	T+1
Fordrings β	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Kort KRP etter skatt	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
/ Markedets risikopremie	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Fordrings β mrd=1	0,122	0,122	0,121	0,121	0,120	0,120	0,120	0,120
* Markedsrisikodelen	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121
= Fordrings β	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
Finansiell eiendels β	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Kontant β	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		
* Kontantvekt KON/FE	0,947	0,939	0,931	0,923	0,915	0,907		
+ Fordrings β	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015		
* Fordringsvekt FOR/FE	0,049	0,053	0,057	0,061	0,066	0,070		
+ Investeringsbeta β	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000		
* Investeringsvekt INV/FE	0,004	0,008	0,012	0,016	0,019	0,023		
= Finansiell eiendels β	0,005	0,009	0,013	0,017	0,020	0,024		
							T	T+1
Finansiell eiendels β	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Kontant β	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt KON/FE	0,899	0,891	0,882	0,874	0,866	0,850	0,850	0,850
+ Fordrings β	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
* Fordringsvekt FOR/FE	0,074	0,079	0,083	0,087	0,091	0,100	0,100	0,100
+ Investeringsbeta β	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt INV/FE	0,027	0,031	0,035	0,039	0,042	0,050	0,050	0,050
= Finansiell eiendels β	0,028	0,032	0,036	0,040	0,044	0,051	0,051	0,051
Finansielt eiendelskrav	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,016	0,018	0,020	0,022	0,023		
+ Implisitt finansiell gjelds β	0,005	0,009	0,013	0,017	0,020	0,024		
* Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049		
= Finansielt eiendelskrav	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025		
							T	T+1
Finansielt eiendelskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,027	0,029	0,030	0,032	0,034	0,034	0,034
+ Implisitt finansiell gjelds β	0,028	0,032	0,036	0,040	0,044	0,051	0,051	0,051
* Markedets risikopremie	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansielt eiendelskrav	0,027	0,029	0,031	0,032	0,034	0,037	0,037	0,037

Tabell 10-2 - Fordringsbeta, finansiell eiendelsbeta og finansielt eiendelskrav, SalMar 2016-2027

Av tabellen fremkommer det at finansielt eiendelskrav i «steady-state» er 3,7%.

10.5 Netto finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta

Fremgangsmåten for beregning av netto finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta gjøres på tilsvarende måte som i kapittel 7. Netto finansielt gjeldskrav i «steady-state» blir 4,6%. Størst påvirkning på økningen i løpet av budsjettperioden tilskrives økningen i de finansielle eiendelene fra 2015 til 2016 og den tilsvarende reduksjonen i netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjelds β	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Implisitt finansiell gjelds β	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025		
* FG/NFG	1,104	1,305	1,300	1,294	1,289	1,284		
- Finansiell eiendels β	0,005	0,009	0,013	0,017	0,020	0,024		
* FE/NFG	0,104	0,305	0,300	0,294	0,289	0,284		
= Netto finansiell gjelds β	0,027	0,030	0,029	0,027	0,026	0,025		
							T	T+1
							2027	2028
Netto finansiell gjelds β	2022	2023	2024	2025	2026			
Implisitt finansiell gjelds β	0,025	0,025	0,025	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
* FG/NFG	1,279	1,274	1,269	1,264	1,259	1,255	1,255	1,250
- Finansiell eiendels β	0,028	0,032	0,036	0,040	0,044	0,051	0,051	0,051
* FE/NFG	0,279	0,274	0,269	0,264	0,259	0,255	0,255	0,250
= Netto finansiell gjelds β	0,024	0,023	0,021	0,020	0,019	0,017	0,017	0,017
Netto finansielt gjeldskrav	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Finansielt gjeldskrav	0,025	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033		
* FG/NFG	1,104	1,305	1,300	1,294	1,289	1,284		
- Finansielt eiendelskrav	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025		
* FE/NFG	0,104	0,305	0,300	0,294	0,289	0,284		
= Netto finansielt gjeldskrav	0,026	0,029	0,031	0,033	0,034	0,036		
							T	T+1
							2027	2028
Netto finansielt gjeldskrav	2022	2023	2024	2025	2026			
Finansielt gjeldskrav	0,035	0,037	0,039	0,040	0,042	0,044	0,044	0,044
* FG/NFG	1,279	1,274	1,269	1,264	1,259	1,255	1,255	1,250
- Finansielt eiendelskrav	0,027	0,029	0,031	0,032	0,034	0,037	0,037	0,037
* FE/NFG	0,279	0,274	0,269	0,264	0,259	0,255	0,255	0,250
= Netto finansielt gjeldskrav	0,038	0,039	0,041	0,043	0,044	0,046	0,046	0,046

Tabell 10-3 - Netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsbeta SalMar 2016-2027

10.6 Egenkapitalbeta og egenkapitalkrav

I kapittel 7 konstaterte jeg at netto driftskapitalbetaen var konstant gjennom analyseperioden. Bakgrunnen for dette var Miller & Modiglianis forutsetning om at verdien til selskapet er uavhengig av finansieringen (Berk & DeMarzo, 2013). Tilsvarende forutsetning gjøres for fremtidsregnskapet, og netto driftsbetaen jeg fant i analyseperioden holdes konstant også i budsjettperioden. Netto driftsbetaen for budsjettperioden er dermed 0,517.

Siden netto driftsbetaen er kjent er det nå mulig å beregne den årlige egenkapitalbetaen for perioden. For å beregne de årlige egenkapitalbetaene benyttes vektninger fra fremtidsbalansen. Resultatene fremkommer i tabellen under.

WACC	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Netto drifts β	0,517	0,517	0,517	0,517	0,517	0,517		
- NFG/NDK	0,346	0,295	0,297	0,300	0,302	0,304		
* Netto Finansiell gjelds β	0,027	0,030	0,029	0,027	0,026	0,025		
/ EK/NDK	0,644	0,694	0,692	0,690	0,687	0,685		
+ MI/NDK	0,010	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011		
= Egenkapital β	0,776	0,721	0,723	0,726	0,729	0,732		
							T	T+1
WACC	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Netto drifts β	0,517	0,517	0,517	0,517	0,517	0,517	0,517	
- NFG/NDK	0,306	0,309	0,311	0,313	0,315	0,318	0,320	
* Netto Finansiell gjelds β	0,024	0,023	0,021	0,020	0,019	0,017	0,017	
/ EK/NDK	0,683	0,681	0,679	0,677	0,674	0,672	0,670	
+ MI/NDK	0,011	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	
= Egenkapital β	0,735	0,738	0,741	0,743	0,746	0,750	0,752	

Tabell 10-4 - Egenkapitalbeta, SalMar 2016-2027

10.7 Egenkapitalkrav

Beregningen av egenkapitalkravet for major- og minorinteressene gjøres gjennom kapitalverdimodellen (CAPM). Jeg viser til kapittel 7 for inngående analyse av modellen. Det er små forskjeller mellom utregningene gjort i kapittel 7, som var analyse av historiske krav, og den som gjøres for fremtiden. I fremtiden introduseres utbytteskatt og det fører til at kravene blir justert forholdsmessig opp i forhold til skattenivået. Fritaksmodellen, som nevnt tidligere, sier at selskaper som ikke er i samme konsern kun skal bli skattlagt for 3% av utbytte jf. Skatteloven §2-38 6. ledd. Dette gjelder på selskapsnivå, men når utbytte blir overført til personlige aksjonærer så inntreffer en skatteplikt tilsvarende skattesatsen på 27%.

På bakgrunn av det ovennevnte så vil den effektive utbytteskatten være betraktelig lavere enn 27% (Knvsflå, 2016). Jeg setter derfor en skjønsmessig utbytteskatt for major- og minorinteressene i budsjettperioden på 2,5%.

CAPM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
= Risikofri rente etter skatt	0,015	0,016	0,018	0,020	0,022	0,023	
+ Justert Egenkapital β	0,776	0,721	0,723	0,726	0,729	0,732	
* Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	
= $rf + (\beta * m_{rp}) / CAPM / KVM$	0,052	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	
+ Illikviditetspremie majo	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	
= Egenkapitalkrav	0,062	0,061	0,063	0,065	0,067	0,069	
/ (1- τ)	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	
= Egenkapitalkrav	0,063	0,063	0,065	0,067	0,069	0,071	
+ Illikviditetspremie minor	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
= Minoritetskrav	0,072	0,071	0,073	0,075	0,077	0,079	
/ (1- τ)	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	
= Minoritetskrav	0,074	0,073	0,075	0,077	0,079	0,081	
CAPM	2022	2023	2024	2025	2026	T 2027	T+1 2028
= Risikofri rente etter skatt	0,025	0,027	0,029	0,030	0,032	0,034	0,034
+ Justert Egenkapital β	0,735	0,738	0,741	0,743	0,746	0,750	0,752
* Markedets risikopremie	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050
= $rf + (\beta * m_{rp}) / CAPM / KVM$	0,061	0,063	0,065	0,067	0,069	0,071	0,072
+ Illikviditetspremie majo	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav	0,071	0,073	0,075	0,077	0,079	0,081	0,082
/ (1- τ)	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975
= Egenkapitalkrav	0,073	0,075	0,077	0,079	0,081	0,084	0,084
+ Illikviditetspremie minor	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
= Minoritetskrav	0,081	0,083	0,085	0,087	0,089	0,091	0,092
/ (1- τ)	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975
= Minoritetskrav	0,083	0,085	0,088	0,090	0,092	0,094	0,094

Tabell 10-5 - Egenkapitalkrav for major- og minoritetsinteressene, SalMar 2016-2027

10.8 Sysselsatt kapitalkrav

Beregningene gjort tidligere i kapittelet gir grunnlag for beregning av kravet til sysselsatt kapital og netto driftskapital.

WACC	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Egenkapitalkrav	0,0634	0,0627	0,0648	0,0668	0,0689	0,0710	
* EK/SSK	0,6217	0,6367	0,6352	0,6338	0,6323	0,6308	
+ Minoritetskrav	0,0737	0,0729	0,0750	0,0771	0,0792	0,0813	
* MI/SSK	0,0097	0,0101	0,0100	0,0099	0,0099	0,0098	
+ Finansielt gjeldskrav	0,0247	0,0264	0,0282	0,0299	0,0317	0,0335	
* FG/SSK	0,3686	0,3532	0,3548	0,3563	0,3579	0,3594	
= Krav til sysselsatt kapital	0,0492	0,0500	0,0519	0,0538	0,0557	0,0576	
WACC	2022	2023	2024	2025	2026	T 2027	T+1 2028
Egenkapitalkrav	0,0731	0,0752	0,0773	0,0794	0,0815	0,0836	0,0837
* EK/SSK	0,6293	0,6278	0,6263	0,6249	0,6234	0,6219	0,6204
+ Minoritetskrav	0,0833	0,0854	0,0875	0,0896	0,0917	0,0938	0,0940
* MI/SSK	0,0097	0,0096	0,0096	0,0095	0,0094	0,0093	0,0093
+ Finansielt gjeldskrav	0,0352	0,0370	0,0387	0,0405	0,0422	0,0440	0,0440
* FG/SSK	0,3610	0,3625	0,3641	0,3657	0,3672	0,3688	0,3704
= Krav til sysselsatt kapital	0,0595	0,0614	0,0633	0,0652	0,0672	0,0691	0,0691

Tabell 10-6 - Sysselsatt kapitalkrav, SalMar 2016-2027

10.9 Netto driftskapitalkrav

WACC	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Egenkapitalkrav	0,0634	0,0627	0,0648	0,0668	0,0689	0,0710	
* EK/NDK	0,6441	0,6940	0,6918	0,6896	0,6875	0,6853	
+ Minoritetskrav	0,0737	0,0729	0,0750	0,0771	0,0792	0,0813	
* MI/NDK	0,0100	0,0110	0,0109	0,0108	0,0107	0,0106	
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,0257	0,0293	0,0310	0,0326	0,0343	0,0360	
* NFG/NDK	0,3458	0,2950	0,2973	0,2995	0,3018	0,3041	
= Netto driftskapitalkrav	0,0505	0,0530	0,0548	0,0567	0,0586	0,0605	
WACC	2022	2023	2024	2025	2026	T 2027	T+1 2028
Egenkapitalkrav	0,0731	0,0752	0,0773	0,0794	0,0815	0,0836	0,0837
* EK/NDK	0,6831	0,6809	0,6787	0,6765	0,6744	0,6722	0,6700
+ Minoritetskrav	0,0833	0,0854	0,0875	0,0896	0,0917	0,0938	0,0940
* MI/NDK	0,0105	0,0105	0,0104	0,0103	0,0102	0,0101	0,0100
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,0376	0,0393	0,0409	0,0426	0,0443	0,0459	0,0459
* NFG/NDK	0,3064	0,3086	0,3109	0,3132	0,3155	0,3177	0,3200
= Netto driftskapitalkrav	0,0623	0,0642	0,0661	0,0680	0,0698	0,0717	0,0717

Tabell 10-7 - Netto driftskapitalkrav, SalMar 2016-2027

10.10 Fremtidig strategisk fordel

Den fremtidige strategiske driftsfordelen beregnes ut fra beregningene gjort i kapittel 9. I analyseperioden kom jeg frem til at SalMar hadde en strategisk tidsvektet driftsfordel på 22,3%. Denne fordelene kan ikke forventes å vare i like stor grad. Knivsflå (2016) lanserer i sitt rammeverk to hypoteser om utviklingen til den strategiske fordelene (Knivsflå, 2016). Hypotese 1 er en nullhypotese som sier at ingen selskaper har en varig strategisk fordel. Alternativhypotesen sier at det kan oppstå en varig strategisk fordel at selskapet innehar kompetanse eller fordeler som vanskelig lar seg imitere av konkurrentene i bransjen.

Som jeg konkluderte med i den bransjeorienterte analysen er oppdrettsbransjen preget av høye inngangsbarrierer som gjør det vanskelig for nye aktører å etablere seg i markedet. Den naturlige geografiske begrensningen til hvor i verden det er mulig å drive med havbasert oppdrett samt konsesjonssystemet i Norge bidrar til dette. SalMar har gjennom analyseperioden vist at de har en klar ressursfordel sammenlignet med bransjen. I budsjettperioden forventer jeg at de vil holde på deler av denne fordelene. Årsaken til dette er at de har bevist at de er tilpassningsdyktige og har klart å tilpasse seg til bransje- og makrorelaterte endringer. Som nevnt tidligere så er oppdrettsbransjen syklisk, men SalMar har i løpet av hele perioden beholdt sine strategiske fordeler.

På lang sikt så vil selskapets evne til å takle luseproblematikken og finne nye måter å ekspandere produksjonen spille en stor rolle om hvorvidt de klarer å opprettholde den strategiske fordelene. Sett i lys av at selskapet i 2016 har fått tildelt de åtte første utviklingskonsesjonene knyttet til havbruk har de et fortrinn på resten av bransjen (SalMar, 2016). Havmerden vil gjøre det mulig for SalMar og redusere kostnader knyttet til luse- og sykdomsbekjempelse samtidig som det kan gi muligheter for økt produksjon. Om dette prosjektet lykkes eller ikke er vanskelig å predikere, men med det presset fra myndighetene og selskapets eget ønske om å realisere prosjektet anser jeg at de på lang sikt vil ha, relativt sett, store fordeler knyttet til dette.

Den strategiske driftsfordelen beregnes på lik linje med fremgangsmåten i kapittel 8. Driftsfordelen relaterer seg til netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Driftsfordelen blir gearret av gearingfordelen knyttet til driften. Resultatet av beregningen fremkommer i tabellen under.

Strategisk fordel		2016	2017	2018	2019	2020	2021	
ndr	* Netto driftsrentabilitet	0,1535	0,1748	0,1621	0,1442	0,1704	0,1980	
ndk	- Netto drifts krav	0,0505	0,0530	0,0548	0,0567	0,0586	0,0605	
SFD = Strategisk fordel drift		0,1030	0,1218	0,1073	0,0875	0,1118	0,1375	
nfgg	* Netto finansiell gjeldsgrad	0,5369	0,4251	0,4297	0,4344	0,4390	0,4438	
mig	+ Netto minoritetsgrad	0,0156	0,0159	0,0158	0,0157	0,0156	0,0155	
GFD = Gearingfordel drift		0,0569	0,0537	0,0478	0,0394	0,0508	0,0632	
DF = Strategisk fordel		0,1598	0,1755	0,1551	0,1269	0,1627	0,2007	
							T	T+1
Strategisk fordel		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ndr	* Netto driftsrentabilitet	0,1892	0,1804	0,1717	0,1630	0,1544	0,1458	0,1458
ndk	- Netto drifts krav	0,0623	0,0642	0,0661	0,0680	0,0698	0,0717	0,0717
SFD = Strategisk fordel drift		0,1268	0,1162	0,1056	0,0950	0,0845	0,0741	0,0741
nfgg	* Netto finansiell gjeldsgrad	0,4485	0,4533	0,4581	0,4629	0,4678	0,4727	0,4776
mig	+ Netto minoritetsgrad	0,0154	0,0154	0,0153	0,0152	0,0151	0,0150	0,0149
GFD = Gearingfordel drift		0,0588	0,0545	0,0500	0,0454	0,0408	0,0361	0,0365
DF = Strategisk fordel		0,1857	0,1706	0,1556	0,1405	0,1254	0,1102	0,1106

Tabell 10-8 - Strategisk fordel, SalMar 2016-2027

SalMar har en strategisk fordel i «steady-state» på 11,02%. I lys av Knivsflå (2016) kan dette virke litt høyt, men på bakgrunn av den strategiske analysen og analysene gjennomført i kapittel 8 har jeg tro på at SalMar klarer å videreføre fordelene sine på lang sikt.

På bakgrunn av forutsetningene gjort i kapittel 9 om at $f_{gk} = f_{gr}$, $f_{er} = f_{ek}$, $n_{fgk} = n_{fgr}$ og $m_{ik} = m_{ir}$ vil det ikke eksistere noen finansierings(u)fordel på lang sikt. Superrentabiliteten, som

11. Fundamental verdsettelse

Tallmaterialet utarbeidet tidligere i utredningen danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen, spesielt kapittel 9 og 10 hvor fremtidsregnskapet og fremtidskravene for budsjettperioden ble beregnet. Målsettingen for verdsettelsen er å estimere verdien av egenkapitalen til SalMar per 31.12.15 og tilhørende verdiestimat per aksje. Verdiestimatet er basert på mine forutsetninger og analyser og vil i forlengelse av disse ikke nødvendigvis reflektere «fair value»-verdiestimatet til aksjemarkedet.

Jeg kommer til å verdsette selskapet ved bruk av to metoder; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden også omtalt som total kapitalmetoden. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen til selskapet direkte ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen med tilhørende egenkapitalkrav. Selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom sysselsatt kapital- eller netto driftskapitalmetoden med tilhørende krav før det gjøres fratrukk for verdi av gjeld og minoritetsinteresser. Både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden omtalt over skal i utgangspunktet gi samme verdiestimat, men siden jeg har benyttet budsjetterte vektorer vil det være avvik mellom metodene. Derfor gjennomføres det en konvergeringsprosess mellom de ulike metodene hvor kravene blir oppdatert stegvis for å finne et felles verdiestimat på egenkapitalen.

Avslutningsvis gjennomføres en analyse for å avdekke usikkerheten i estimatet for verdien av egenkapitalen til SalMar.

11.1 Egenkapitalmetoden

Som tidligere beskrevet så verdsetter egenkapitalmetoden selskapets egenkapital direkte via neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer. Jeg vil benytte to undermodeller av egenkapitalmetoden i den direkte verdsettelsen av egenkapitalen; utbyttmodellen/fri kontantstrøm-modellen (FKE) og superprofittmodellen (SPE).

11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen er gitt ved følgende uttrykk:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{\underbrace{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}_{\text{Horisontverdien ved konstant vekst (steady-state)}}}$$

Utbyttmodellen og fri kontantstrøm-modellen gir samme verdi på egenkapitalen til selskapet på bakgrunn av forutsetningen gjort i kapittel 9 som var at netto betalt utbytte tilsvare den frie kontantstrømmen til egenkapitalen.

11.1.2 Superprofittmodellen (SPE)

Superprofittmodellen er gitt ved følgende uttrykk:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{\underbrace{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}_{\text{Horisontverdien}}}$$

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i dagens balanseførte egenkapitalverdi for så å legge til summen av fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Penman, 2013). Horisontverdien eller terminalverdien baseres på en evig vekst på 4,5% som diskutert i kapittel 9.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Her brukes, som nevnt i innledningen, sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden for beregning av verdien på egenkapitalen. Begge metodene benytter de samme respektive undermodellene som brukt under egenkapitalmetoden; fri kontantstrøm-modellen og superprofittmodellen. For begge metodene gjelder forutsetningene gjort i kapittel 9 om at netto finansiell gjeldsrentabilitet er lik netto finansielt gjeldskrav ($nfgr = nfgk$) og finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav ($fgr = fgk$). Konsekvensen av dette er at verdien av gjelden i år 0 er lik den balanseførte verdien og det ikke finnes noen superprofitt knyttet til netto finansiell gjeld.

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Sysselsatt kapitalmetoden er gitt ved følgende uttrykk:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Neddiskonteringsfaktoren er det sysselsatte kapitalkravet.

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden er gitt ved følgende uttrykk:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Neddiskonteringsfaktoren er netto driftskapitalkravet.

11.3 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene blir verdsatt på samme grunnlag som egenkapitalen med utgangspunkt i de to undermodellene; fri kontantstrøm-modellen og superprofittmodellen. Kravene blir deretter oppdatert stegvis i konvergeringsprosessen.

11.4 Første verdiestimat

I tabellen under presenteres det første verdiestimatet for de respektive metodene gjennomgått tidligere i kapitlet.

11.4.1 Første verdierestimat – egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden													T	T+1
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FKE		704 709	1 313 482	1 352 014	1 117 327	990 794	1 088 799	1 135 882	1 176 217	1 208 798	1 232 734	1 247 290	1 224 414	1 251 150
Nåverdi fra t til T+1	9 597 619	662 668	1 162 280	1 123 617	870 402	722 067	740 884	720 275	693 700	661 779	625 261	584 993	529 973	499 721
+ Honorertverdien fra T+2	13 495 240													
= Verdi av EK	23 092 859													
/ Utestående aksjer	112 300													
= Verdi per aksje	205,64													
SPE													T	T+1
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto resultat til EK		1 142 645	1 323 177	1 223 462	1 053 060	1 244 052	1 328 518	1 569 539	1 597 556	1 611 320	1 609 853	1 592 499	1 559 148	1 628 235
Egenkapital	5 117 297	5 555 232	5 564 927	5 436 375	5 372 108	5 625 367	6 065 086	6 498 743	6 920 082	7 322 604	7 699 723	8 044 931	8 379 665	8 756 750
Residual earnings	817 995	975 013	863 110	689 712	873 806	1 129 086	1 126 227	1 108 976	1 076 600	1 028 715	965 317	886 807	826 893	926 893
Nåverdi fra t til T+1	7 977 847	769 196	862 774	717 305	537 288	636 809	768 298	714 153	654 042	589 405	521 780	452 745	383 844	370 209
+ Honorertverdien fra T+2	9 997 716													
= Verdi av NDK	23 092 859													
/ Utestående aksjer	112 300													
= Verdi per aksje	205,64													

Tabell 11-1 - Første verdierestimat egenkapitalmetoden, SalMar

11.4.2 Første verdierestimat – sysselsatt kapitalmetoden

Sysselsatt kapitalmetoden													T	T+1
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FKS		728 865	1 375 552	1 500 090	1 232 749	925 648	923 115	986 333	1 047 545	1 105 836	1 160 280	1 209 974	1 209 623	1 252 270
Fri kontantstrøm til SSK		728 865	1 375 552	1 500 090	1 232 749	925 648	923 115	986 333	1 047 545	1 105 836	1 160 280	1 209 974	1 209 623	1 252 270
Nåverdi fra t til T+1	10 208 840	694 654	1 248 591	1 294 475	1 009 476	718 003	677 035	682 764	683 172	678 230	668 037	652 812	610 455	591 137
+ Honorertverdien fra T+2	25 644 438													
= Verdi av NDK	35 853 278													
- Finansiell gjeld	3 033 600													
- Minoritetsinteresse	79 700													
= Verdi av EK	32 739 978													
/ Utestående aksjer	112 300													
= Verdi per aksje	292													
SPS													T	T+1
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoresultat til SSK		1 223 345	1 411 030	1 317 628	1 151 141	1 347 065	1 642 841	1 699 842	1 744 813	1 776 354	1 793 299	1 794 770	1 780 406	1 860 108
Sysselsatt kapital	8 230 597	8 725 077	8 760 555	8 578 093	8 496 484	8 917 901	9 637 627	10 351 136	11 048 404	11 718 922	12 351 941	12 936 737	13 507 520	14 115 359
Residual earnings	817 995	975 013	863 110	689 712	873 806	1 129 086	1 126 227	1 108 976	1 076 600	1 028 715	965 317	886 807	826 893	926 893
Nåverdi fra t til T+1	8 641 428	779 600	885 021	744 805	564 793	677 791	828 099	779 602	723 234	660 300	592 288	520 813	447 541	437 542
+ Honorertverdien fra T+2	18 981 253													
= Verdi av NDK	35 853 278													
- Finansiell gjeld	3 033 600													
- Minoritetsinteresse	79 700													
= Verdi av EK	32 739 978													
/ Utestående aksjer	112 300													
= Verdi per aksje	291,54													

Tabell 11-2 - Første verdierestimat sysselsatt kapitalmetoden, SalMar

11.4.3 Første verdierestimert – netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden													T	T+1
FKD	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fri kontantstrøm fra drift		1 158 759	1 359 636	1 465 116	1 205 190	937 135	955 432	1 014 333	1 070 318	1 122 495	1 169 995	1 211 992	1 206 413	1 260 702
Nåverdi fra t til T+1	10 479 863													
+ Honorertverdien fra T+2	22 549 686	1 103 068	1 229 200	1 255 710	977 504	718 028	690 312	689 869	684 026	672 906	656 751	635 918	590 640	575 931
= Verdi av NDK	33 029 549													
- Netto finansiell gjeld	2 747 340													
- Minoritetsinteresse	79 700													
= Verdi av EK	30 202 509													
/ Utstående aksjer	112300													
= Verdi per aksje	268,94													
SPD													T	T+1
Netto driftsresultat		1 219 080	1 398 894	1 304 160	1 136 723	1 331 589	1 625 371	1 679 663	1 721 777	1 750 342	1 764 234	1 762 617	1 744 991	1 823 515
Netto driftseindeler	7 944 337	8 004 657	8 043 915	7 882 959	7 814 492	8 208 946	8 878 886	9 544 216	10 195 674	10 823 522	11 417 761	11 968 386	12 506 963	13 069 776
Residual earnings	817 995	975 013	863 110	689 712	873 806	1 129 086	1 126 227	1 108 976	1 076 600	1 028 715	965 317	886 807	826 893	726 893
Nåverdi fra t til T+1	8 506 235	778 681	881 475	739 748	559 411	669 505	815 780	765 970	708 732	645 393	577 446	506 491	434 166	423 436
+ Honorertverdien fra T+2	16 578 977													
= Verdi av NDK	33 029 549													
- Netto finansiell gjeld	2 747 340													
- Minoritetsinteresse	79 700													
= Verdi av EK	30 202 509													
/ Utstående aksjer	112300													
= Verdi per aksje	268,94													

Tabell 11-3 - Først verdierestimert netto driftskapitalmetoden, SalMar

11.4.4 Første verdierestimert – minoritetsinteresser

Minoritetsinteresser													T	T+1
FKMI	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nåverdi fra t til T+1	33 570	-2 307	5 834	7 312	6 017	2 190	499	982	1 443	1 872	2 258	2 595	2 716	2 161
+ Honorertverdien fra T+2	46 130													
= Verdi av EK	79 700													
/ Utstående aksjer	112300													
= Verdi per aksje	0,71													
SPMI													T	T+1
Netto resultat til EK		5 874	6 422	6 582	6 574	6 637	7 095	7 804	8 525	9 248	9 964	10 662	11 332	11 751
Egenkapital	79 700	88 051	87 752	85 279	83 828	87 313	93 632	99 780	105 664	111 187	116 254	120 772	125 070	130 698
Residual earnings		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nåverdi fra t til T+1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Honorertverdien fra T+2	-													
= Verdi av NDK	79 700													
/ Utstående aksjer	112300													
= Verdi per aksje	0,71													

Tabell 11-4 - Første estimert minoritetsinteresser, SalMar

11.4.5 Oppsummering første verdiestimat

Oppsummering første verdiestimat SalMar			
Verdi av EK	NBU/FK-modellen	SP-Modellen	Gjennomsnitt
EK-metoden	23 092 859	23 092 859	23 092 859
NDK-metoden	30 202 509	30 202 509	30 202 509
SSK-metoden	32 739 978	32 739 978	32 739 978
Gjennomsnitt verdi EK	28 678 449	28 678 449	28 678 449
Gjennomsnitt verdi per aksje	255,37	255,37	255,37

Tabell 11-5 - Oppsummering første verdiestimat, SalMar

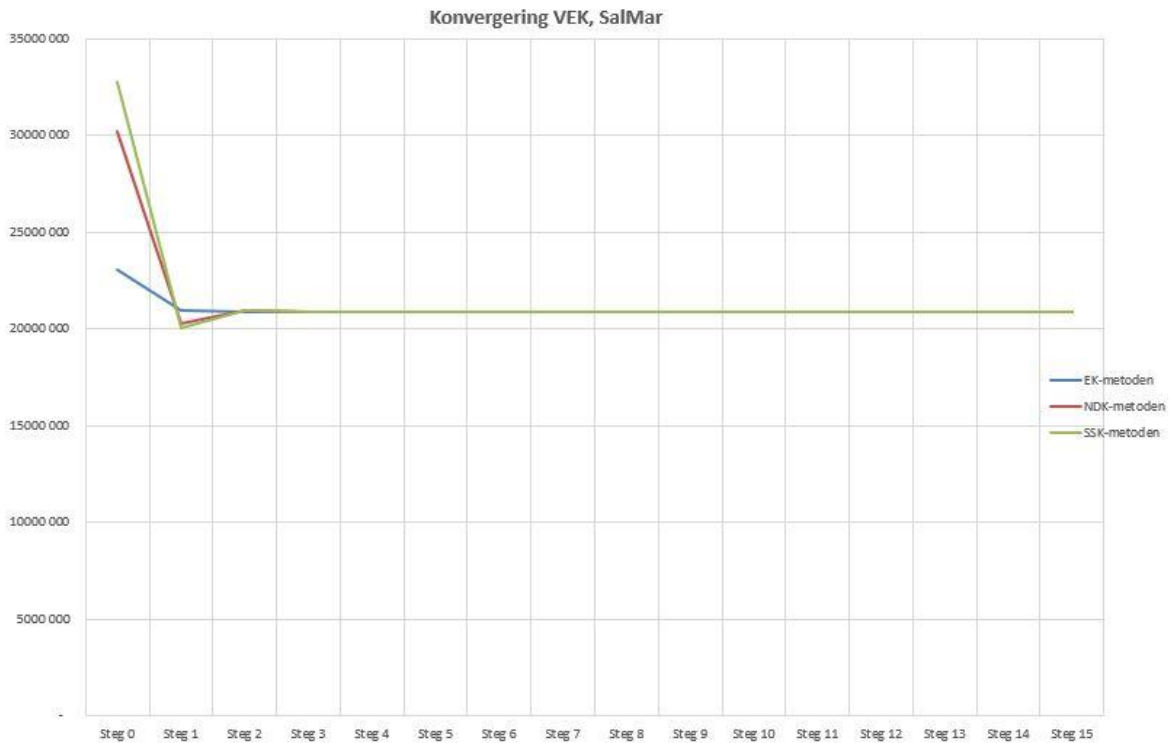
Av tabellen så fremkommer det at første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter gir en gjennomsnittlig verdi per aksje på 255,37 kr. Det kommer tydelig frem at bruken av budsjetterte vekter gir stor spredning mellom verdiestimatene. For å komme frem til et konsistent felles verdiestimat gjennomføres en konvergeringsprosess.

11.5 Konvergering mot felles verdiestimat

For å komme frem til et felles verdiestimat for de tre ulike metodene må det gjennomføres en konvergeringsprosess. Det er en stegvis eller sekvensiell oppdatering av vektene. Prosessen innebærer at gjennomsnittlig verdiestimat fra de tre metodene danner grunnlaget for «ny» virkelig verdi på egenkapitalen inkludert minoritetsinteressene. Deretter beregnes nye verdivekter på grunnlag av de «nye» verdiene i balansen og på bakgrunn av disse oppdateres betaverdier, avkastningskrav og diskonteringsfaktorer. Det vil si at verdiene fra steg 0 danner grunnlaget for ny beregning i steg 1. Prosessen gjentas til verdiestimatene er like for alle tre metodene. Resultatet fra konvergeringsprosessen fremkommer i tabellen under.

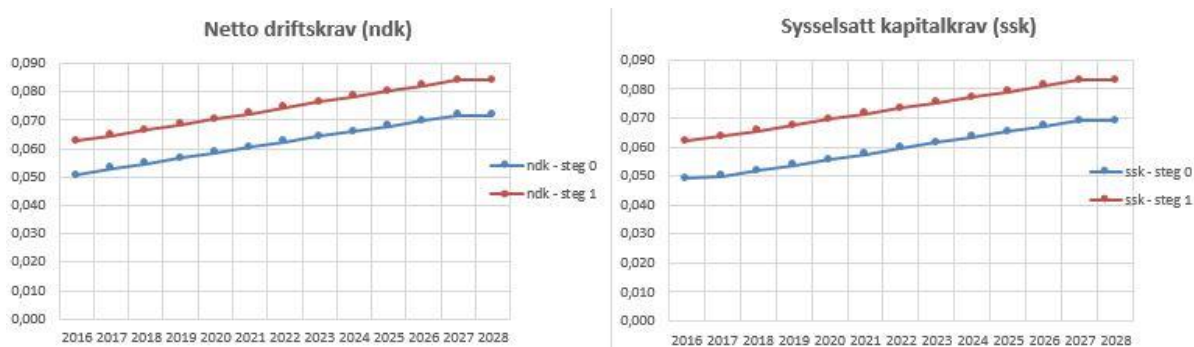
Konvergering	Steg 0	Steg 1	Steg 2	(...)	Steg 13	Steg 14	Steg 15
EK-metoden	23 092 859	20 941 669	20 898 901		20 899 827	20 899 827	20 899 827
NDK-metoden	30 202 509	20 278 031	20 949 608		20 899 827	20 899 827	20 899 827
SSK-metoden	32 739 978	20 063 570	20 966 132		20 899 827	20 899 827	20 899 827
Gj. Snitt	28 678 449	20 427 757	20 938 214		20 899 827	20 899 827	20 899 827
Avvik i %	38,953219 %	-5,031507 %	0,375510 %		0,000000 %	0,000000 %	0,000000 %

Tabell 11-6 - Konvergering mot felles verdiestimat, SalMar



Figur 18 - Konvergeringsprosessen stegvis

Av tabellen fremkommer det at endelig fundamentalt verdiestimat for egenkapitalen til SalMar er 20 899 827 000 (tallene i tabellen er i hele 1000 i samsvar med års- og kvartalsrapportene til SalMar). Dette tilsvarer en aksjepris på 186,11 kr per aksje per 31.12.2015. Av grafen ser man at netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden stort sett sammenfaller gjennom hele prosessen. Årsaken til at kravene til netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden nærmest konvergerer mot egenkapitalkravet er at gjennom verdivektingen ilegges egenkapitalkravet større vekt. Kravene til netto driftskapital og sysselsatt kapital blir beregnet via den tidligere omtalte WACC-formelen. Egenkapitalkravet, sammen med minoritetskrav og de finansielle gjeldskravene, er input i beregningen av de respektive kravene. Gjeldskravene holdes fast da en av forutsetningen gjort tidligere i utredningen er at virkelig verdi av gjelden tilsvarer bokført verdi. Dette resulterer i at økningen til egenkapitalkravet gjenspeiles gjennom økte krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital. Egenkapitalkravet øker i tråd med de budsjetterte vektene hvor de største driverne for veksten er den budsjetterte økningen i risikofri rente og markedsrisikopremien. De budsjetterte vektene undervurderte dermed avkastningskravet til egenkapitalen, netto driftskapital og sysselsatt kapital (se vedlegg for oversikt over utviklingen i kravene fra steg 0 til 1).



Figur 19 - Utvikling ssk og ndk fra steg 0 til 1, SalMar

11.6 Implisitte multipler

Det fundamentale verdierestimatet gir grunnlag for å beregne implisitte multipler som senere også brukes i kapittel 12 under den komparative verdivurderingen. Her har jeg inkludert de komparative virksomhetene Marine Harvest, Lerøy og Grieg Seafood.

Implisitte multipler				
Implisitt P/B	SalMar	MHG	LSG	GSF
Pris	20 899 827			
/ Bok	5 117 297			
= P/E	4,08	2,97	2,32	1,58
Implisitt P/E	SalMar	MHG	LSG	GSF
Pris	20 899 827			
/ NRE	1 004 584			
= P/E	20,80	26,41	20,17	-
Implisitt EV/EBIT	SalMar	MHG	LSG	GSF
Netto rentebærende gjeld	2 747 340			
+ Virkelig egenkapital	20 899 827			
= EV	23 647 167			
/ EBIT	1 095 882			
= EV/EBIT	21,58	28,29	20,10	72,90
Implisitt EV/EBITDA	SalMar	MHG	LSG	GSF
EV	23 647 167			
/ EBITDA	1 725 300			
= EV/EBITDA	13,71	15,42	11,43	19,30
Implisitt EV/KG	SalMar	MHG	LSG	GSF
EV	23 647 167			
/ KG	150 000			
= EV/KG	157,65	155,91	131,46	77,10

Tabell 11-7- Implisitte multipler, SalMar og de komparative selskapene

Mer inngående drøftelse av tallene gjøres i kapittel 12.

11.7 Analyse av usikkerhet

Det er knyttet betydelig usikkerhet rundt verdiestimatet jeg kom frem til under den fundamentale verdsettelsen. I praksis er verdiestimatet et punkttestimat på forventet verdi basert på de ulike budsjett- og verdidriverne (Knvsflå, 2016). Videre i kapitlet skal jeg kvantifisere en del av disse kritiske faktorene. Jeg benytter tilleggsprogrammet til Microsoft Excel, Crystal Ball, for å analysere usikre faktorer.

11.7.1 Konkursrisiko

Fremtidsregnskapet jeg har beregnet for SalMar er laget under forutsetningen om fortsatt drift. Dette betyr at risikoen for konkurs er bygd indirekte inn i regnskapet og at jeg må vurdere å foreta en nedjustering av verdiestimatet funnet tidligere i kapitlet. Knivsflå (2016) konkluderer med at i en fundamental verdsettelse så er konkursrisikoen bygd inn delvis direkte og delvis indirekte. Dette fører til at det fundamentale verdiestimatet er marginalt overvurdert og jeg foretar derfor en eksplisitt justering av estimatet.

I kapittel 6 konkluderte jeg med at SalMar har en syntetisk rating tilsvarende A-, det gir en konkursrisiko på 0,14%. Justeringen er gitt ved følgende formel:

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

Her tilsvarer p konkurssannsynligheten og LVEK er likvidasjonsverdien til egenkapitalen. Likvidasjonsverdien til egenkapitalen er svært vanskelig å predikere og ved de fleste konkurser får ikke samtlige kreditorer dekning for kravet sitt. Dette betyr at det er en underdekning i boet og jeg setter likvidasjonsverdien til 0. Dette gir et justert fundamentalt verdiestimat på 185,85 kr per aksje.

11.7.2 Simuleringsanalyse

Som nevnt over er verdiestimatet i praksis et punkttestimat basert på de ulike driverne i fremtidsregnskapet. For å synliggjøre usikkerheten må en del av disse driverne endres til stokastiske variabler slik at det blir en fordeling over verdiestimatet kontra et punkttestimat (Knvsflå, 2016). Dette gjør at simuleringen gir variasjoner innenfor et intervall og

usikkerheten blir belyst på en bedre måte. I fremtidsregnskapet presentert i kapittel 9 er det lineære utvikling mellom de ulike budsjettpunktene. Ved å gjøre utvalgte budsjettpunkter stokastiske endres også de lineære sammenhengene.

Det er verdt å merke seg at de respektive standardavvikene for budsjettpunktene på mellomlang sikt er høyere enn for de på kort og lang sikt. Årsaken til dette er at usikkerheten på kort sikt er mindre og de predikerte verdiene har derfor mer hold. Standardavviket til driftsinntektsveksten i 2016 og 2017 er skjønnsmessig satt til halvparten av det historiske snittet fra analyseperioden fordi de store fluktueringene i veksten i løpet av perioden har drevet standardavviket unaturlig høyt opp. På mellomlang sikt er usikkerheten rundt estimatene størst og standardavvikene blir skalert opp for å veie opp for denne store usikkerheten.

På lang sikt er usikkerheten lavere grunnet forutsetningen om konstant vekst i terminalleddet og standardavvikene er derfor satt lavere. De ulike fordelingene og tilhørende standardavvik kan leses av tabellen under.

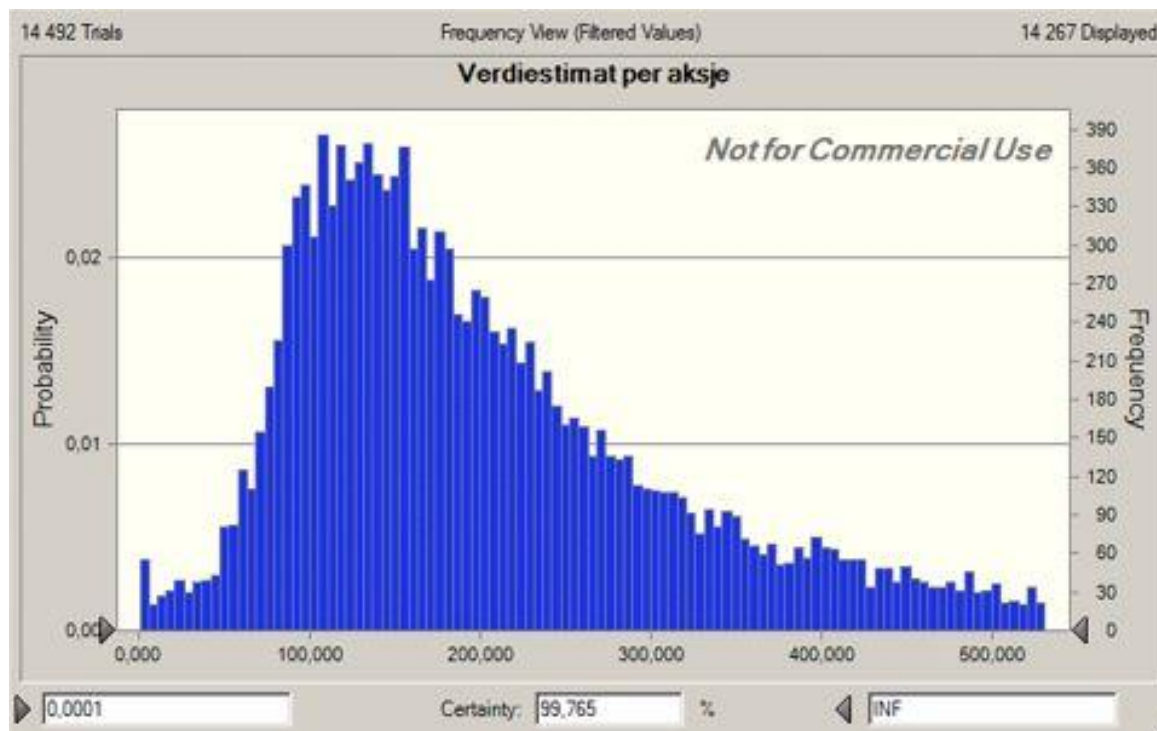
Kritiske faktorer	Mean	SD	Min	Max	Fordeling	Vektet snitt	Vektet snitt i Historisk SD
Risikofri rente 2027E			0,024	0,044	U[0,024;0,044]		
Markedetsrisikopremie 2027E			0,04	0,06	U[0,04;0,06]		
Driftsinntektsvekst 2016E	0,04	0,089			N[0,04;0,089]		
Driftsinntektsvekst 2017E	0,08	0,089			N[0,08;0,089]		
Driftsinntektsvekst 2019E	-0,035	0,178			N[-0,035;0,178]		
Driftsinntektsvekst 2021E	0,085	0,146			N[0,085;0,146]		
Driftsinntektsvekst 2027E			0,035	0,055	U[0,035;0,055]	0,1880	0,1464 0,1782
Omlopet til netto driftseiendeler 2016E	1,01	0,145			N[1,01;0,145]		
Omlopet til netto driftseiendeler 2019E	1,030	0,181			N[1,03;0,181]		
Omlopet til netto driftseiendeler 2021E	1,1	0,217			N[1,1;0,217]		
Omlopet til netto driftseiendeler 2027E	1,08	0,007			N[1,08;0,007]	1,0420	1,0994 0,1448
Netto driftsmargin 2016E	0,16	0,054			N[0,16;0,054]		
Netto driftsmargin 2017E	0,17	0,054			N[0,17;0,054]		
Netto driftsmargin 2019E	0,14	0,082			N[0,14;0,082]		
Netto driftsmargin 2021E	0,18	0,109			N[0,18;0,109]		
Netto driftsmargin 2027E	0,135	0,054			N[0,135;0,054]	0,1653	0,0923 0,0544
Finansiell gjeldsdel 2016E			0,35	0,42	U[0,35;0,42]		
Finansiell gjeldsdel 2027E			0,35	0,45	U[0,35;0,45]	0,4563	0,4239 0,0572
Finansiell eiendelsdel 2016E			0,06	0,12	U[0,06;0,12]		
Finansiell eiendelsdel 2027E			0,07	0,15	U[0,07;0,15]	0,0603	0,0815 0,0370
Minoritetsinteressedel 2016E			0,06	0,015	U[0,06;0,015]		
Minoritetsinteressedel 2027E			0,04	0,018	U[0,04;0,018]	0,0234	0,0219 0,0083

Tabell 11-8 - Kritiske faktorer simuleringsanalyse, SalMar

11.7.3 Crystal ball-simulering

I figuren under fremkommer resultatet fra crystal ball-simuleringen. Jeg har gjennomført 15 000 treknninger og satt et intervall for aksjeverdien på (0-600). Intervallet er satt slik for å

fjerne urealistiske ekstremverdier. Dette har resultert i at det har blitt fjernet 508 ekstreme verdier.



Figur 20 - Monte carlo simulering av verdiestimat per aksje, SalMar

Statistikk	Prognoseverdi	Statistikk	Prognoseverdi
Trials	14492	Skewness	1,05
Base Case	195,074	Kurtosis	3,73
Mean	205,491	Coeff. Of Variation	0,5665
Median	176,679	Min	-
Mode	-	Max	599,763
St.dev	85,13	Mean std. Error	0,967
Variance	13551,33	Filtered values	508

Tabell 11-9 - Statistikk monte carlo simulering

Simuleringen gir en kurve med en tilnærmet normalfordelt kurve med et gjennomsnitt på 205,49 og en median på 176,76. Resultatet er forskjøvet mot høyre med en tydelig lengre hale enn venstre. Forklaringen «skewness» er et måltall på normalfordelingen til kurven. Skewness på 0 representeres en perfekt normalfordelt kurve. En skewness på 1,05 forklarer forskyvningen mot venstre. Variasjonskoeffisienten representerer det årlige standardavviket i simuleringen. Det er måltall på den årlige spredningen til standardavviket til verdiestimatet vektet mot det gjennomsnittlige. Simuleringen gir en variasjonskoeffisient på 56,65 %. For å sammenligne har jeg kalkulert variasjonskoeffisienten til SalMars aksjekurs i analyseperioden

til 50,37%. Dette må sies å være ganske konsistent med spredningen i simuleringen. Konkursansynligheten i simuleringen beregnet til 0,235 % noe som er marginalt høyere enn ratingen på A skulle tilsi, men jeg anser avviket å være så lite at den opprinnelige beregningen tidligere i kapittelet blir værende.

11.7.4 Sensitivitetsanalyse

Forklaring variasjon verdiestimat	
ndm 2027	33,9 %
onde 2027	26,7 %
div 2021	14,3 %
div 2019	8,5 %
ndm 2021	3,6 %
onde 2021	3,1 %
Risikofri rente	2,7 %
Egenkapitalbeta	1,6 %
div 2017	1,4 %
Markedets risikopremie	1,0 %

Tabell 11-10 - Forklaring variasjon i verdiestimat, SalMar

Forklaringen til variasjonen i verdiestimatet vises i tabellen over. Endringene i terminalverdiene i «steady-state» som påvirker verdiestimatet i størst grad. I verdiestimatet utgjør terminalverdien en stor andel av de neddiskonterte fremtidige kontantstrømmene og det er ikke overraskende at disse har stor innvirkning på spredningen til estimatet.

Netto driftsmarginen på lang sikt er den største kilden til variasjonen. Netto driftsmargin har stor påvirkning på driftsresultatet og det er således ikke overraskende at det er den driveren som har størst påvirkning på estimatet. Når jeg inkluderer variasjonen fra netto driftsmargin i 2021 har den en total påvirkning på 37,5%. Generelt påvirker driverne til egenkapitalkravet variasjonen i verdiestimatet i mye mindre grad enn de som knyttet til driften. Dette understreker funnene fra lønnsomhetsanalysen om at fokus på god kostnadskontroll i fremtiden vil ha stor påvirkning på den fremtidige lønnsomheten og således verdien av selskapet. Driftsinntektsveksten i henholdsvis 2021 og 2019 har stor påvirkning på verdiestimatet. Med tanke på at jeg forutsatte negativ driftsinntektsvekst i 2019 og at toppunktet for veksten er i 2021 er det naturlig at dette påvirker verdiestimatet i stor grad. I

formelen brukt for å beregne netto driftsresultat i kapittel 9, under utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, er det en direkte sammenheng mellom driftsinntektene og netto driftsmargin. I lys av dette er det naturlig at driftsinntektene har en stor påvirkning på verdiestimatet.

Simuleringen i Crystal Ball gir også en indikasjon på opp- og nedsidepotensialet til verdiestimatet. Sannsynligheten for at verdiestimatet er høyere eller lavere enn $\pm 20\%$ av verdiestimatet er tilnærmet likt og er på ca. 35 % for begge scenarier. Dette betyr at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet og at det er 30 % sannsynlig at aksjekursen ligger i intervallet $\pm 20\%$ av 186,11 kr per aksje. Det er med andre ord et relativt stort opp- og nedsidepotensial i aksjen.

Utvidet sensitivitetsanalyse

I tabellen nedenfor har jeg skissert hvordan prosentvise endringer i utvalgte kritiske drivere påvirker aksjekursen, alt annet holdt likt.

Utvalgte kritiske faktorer											
ndm 2021						Div 2019					
Vekst	0,144	0,162	0,18	0,198	0,216	Vekst	-0,042	-0,0385	-0,035	-0,0315	-0,028
Aksjekurs	182,07	184,09	186,11	189,95	193,80	Aksjekurs	177,78	181,94	186,11	193,63	201,16
Endring vekst	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	Endring vekst	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %
Avvik estimat	-2,17 %	-1,08 %	0 %	2,07 %	4,13 %	Avvik estimat	-4,48 %	-2,24 %	0 %	4,04 %	8,09 %
ndm 2027						Div 2021					
Vekst	0,108	0,1215	0,135	0,1485	0,162	Vekst	0,068	0,0765	0,085	0,0935	0,102
Aksjekurs	168,11	177,11	186,11	196,81	207,52	Aksjekurs	176,48	181,29	186,11	196,58	207,06
Endring vekst	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	Endring vekst	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %
Avvik estimat	-9,67 %	-4,84 %	0 %	5,75 %	11,51 %	Avvik estimat	-5,17 %	-2,59 %	0 %	5,63 %	11,26 %
Risikofri rente T						Egenkapitalbeta					
Vekst	0,0272	0,0306	0,034	0,0374	0,0408	Vekst	0,659	0,741	0,823	0,906	0,988
Aksjekurs	195,98	191,04	186,11	184,27	182,42	Aksjekurs	193,31	189,71	186,11	184,91	183,71
Endring vekst	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	Endring vekst	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %
Avvik estimat	5,31 %	2,65 %	0 %	-0,99 %	-1,98 %	Avvik estimat	3,87 %	1,93 %	0 %	-0,64 %	-1,29 %
Markedets risikopremie											
Vekst	0,04	0,045	0,05	0,055	0,06						
Aksjekurs	193,64	189,87	186,11	184,91	183,72						
Endring vekst	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %						
Avvik estimat	4,05 %	2,02 %	0 %	-0,64 %	-1,28 %						

Tabell 11-11 - Kritiske faktorer sensitivitetsanalyse, SalMar

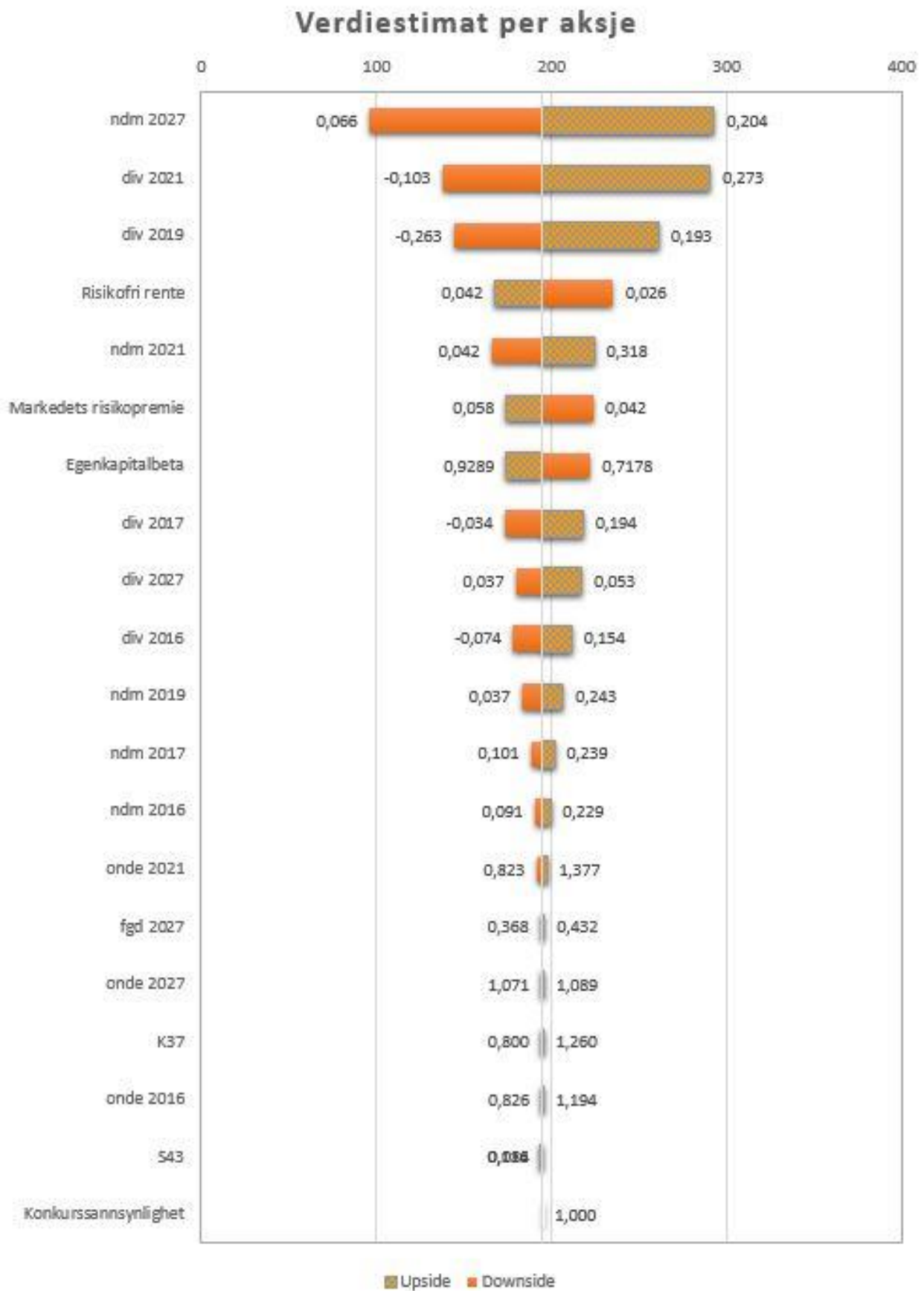
Som nevnt tidligere er netto driftsmarginen i «steady-state» den drivere som gir størst variasjon i verdiestimatet. En 10% økning på netto driftsmarginen i «steady-state» fører til at aksjekursen stiger med 5,75%. Tilsvarende vil en reduksjon på 10% føre til at aksjekursen blir redusert med 4,84%. Videre kommer det frem at for driftsinntektsveksten i 2021 fører en økning i veksten på 10% til at kursen stiger med 5,63%. En tilsvarende reduksjon på 10% fører

til at aksjekursen reduseres med 2,59%. Det er tydelig at begge disse driverne er store bidragsyttere til aksjens oppsidepotensial. Tabellen kvantifiserer at driverne til egenkapitalkravet påvirker verdiestimatet i mindre grad enn de som er knyttet til driften. En reduksjon i den risikofrie renten i «steady-state» på 10% fører til at aksjekursen øker med 2,65%. Terminalleddet i kontantstrømberegningene blir høyere og verdiestimatet blir følgelig også høyere.

11.7.5 Oppsummering simulering og sensitivetsanalyse

Det er tydelig fra resultatene av simuleringen at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Samtidig som det eksisterer et stort oppsidepotensiale i aksjen er nedsidepotensialet tilsvarende. Medianen i simuleringen var lavere enn gjennomsnittet, noe som blir forklart av kurtose-verdien og innebærer at simuleringen inneholder et stort antall ekstremverdier. Videre er det tydelig at krav og drivere knyttet til driften til SalMar påvirker verdiestimatet i større grad enn eksterne faktorer som markedsrisikopremien og den risikofrie renten. Gjennomsnittlig verdi fra analysen er ca. 19 kr høyere enn det fundamentale verdiestimatet på 186,11 kr per aksje. Samtidig er medianen under det fundamentale verdiestimatet igjen. Jeg velger derfor å beholde det opprinnelige estimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

Figuren under, en såkalt tornadoanalyse, oppsummerer sensitiveten de ulike driverne har på verdiestimatet.



Figur 21 - Tornadoanalyse verdiestimat per aksje, SalMar

12. Komparativ verdivurdering

Basert på den store usikkerheten i verdierestimater funnet i kapittel 11 velger jeg å gjøre en supplerende verdivurdering for å komplementere den allerede gjennomførte fundamentale verdsettelsen. Dette er hyppig brukt blant analytikere fordi det krever mindre tid og ressurser å gjennomføre sett opp mot en fundamental verdsettelse (Berk & DeMarzo, 2013). En komparativ verdivurdering har to undermodeller; substansverdi- og multiplikatormodellen. Jeg har valgt multiplikatormodellen da denne egner seg best for en moden bransje som oppdrettsbransjen. For å få konsistente resultater fra den komparative verdivurderingen er det viktig å bruke sammenlignbare selskaper med tanke på drift, størrelse, risiko og type finansiering. Multiplene vil allikevel påvirkes av at selskapene på sin hånd tar valg og gjør regnskapsmessige disposisjoner som avviker fra hverandre. Eksempelvis kan forskjellig klassifisering i regnskapet føre til at multiplene ikke blir fullt ut konsistente selv om selskapene er like.

Jeg velger å sammenligne SalMar med de allerede valgte komparative selskapene i bransjen da de representerer det jeg mener er et godt sammenligningsgrunnlag basert på de ovennevnte faktorene. Det skal allikevel nevnes at det finnes forskjeller mellom selskapene, men samtlige selskaper står overfor mange av de samme utfordringene og de anses derfor som sammenlignbare.

Jeg har valgt å benytte meg av fem multipler i den komparative verdsettelsen. Dette er de samme skissert i kapittel 11 som implisitte multipler. Disse er:

- Pris/Bok (P/B)
- Pris/Fortjenste (P/E)
- Enterprise value/Earnings before interests and taxes (EV/EBIT)
- Enterprise value/Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (EV/EBITDA)
- Enterprise value/volum produsert i kilo (EV/KG)

12.1 Gjennomgang av multipler

12.1.1 Pris/Bok (P/B)

Pris/bok er et måltall som forklarer forholdet mellom aksjekursen og den balanseførte egenkapitalen per aksje. Balanseført egenkapital vil i mange tilfeller variere på bakgrunn av hvilken utbyttepolitikk selskapene har. Dette fører til at forholdet mellom verdien på selskapet og egenkapitalen ikke nødvendigvis reflekterer den «sanne» egenkapitalen til de respektive selskapene. Modellen baserer seg og på selskapets kapitalstruktur noe som varierer i stort mellom de komparative selskapene og jeg velger derfor å bruke selskapskapitalmetoden for å estimere netto driftskapital. Egenkapitalverdien blir dermed kalkulert indirekte og ulike kapitalstrukturer må ikke justeres (Knvsflå, 2016). Formelen for pris/bok forholdet og tilhørende multiplikator er gitt ved følgende uttrykk:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført egenkapital per aksje}}$$

$$VEK = m_k * NDK - NFG$$

$$\text{Multiplikator } m_k = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital (VEK)} + \text{Balanseført NFG}}{\text{Netto driftskapital (NDK)}}$$

12.1.2 Pris/Fortjeneste

Pris/fortjeneste er et måltall som forklarer forholdet mellom aksjekursen og nettoresultat til egenkapitalen per aksje. Her bruker jeg det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen. Knivsflå (2016) argumenter for bruk av gjennomsnittlig historisk netto resultat hvis det er store svingninger i analyseperioden (Knvsflå, 2016). Gjennomsnittlig nettoresultat for SalMar i perioden avviker ikke stort fra nettoresultat i 2015 så jeg velger å la dette stå.

Formelen for pris/fortjeneste er gitt ved følgende uttrykk:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Nettoresultat til egenkapital per aksje}}$$

12.1.3 EV/EBIT

EV/EBIT er et måltall som forklarer forholdet mellom markedsverdien til selskapet og driftsresultatet. Selskapsverdien er markedsverdien til egenkapitalen ilagt netto rentebærende gjeld. Her blir kapitalstrukturen en medvirkende faktor siden markedsverdien inkluderer den rentebærende gjelden.

Formelen for EV/EBIT er gitt ved følgende uttrykk:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat (EBIT)}}$$

12.1.4 EV/EBITDA

EV/EBITDA er et måltall for forholdet mellom markedsverdien til selskapet og driftsresultatet ilagt avskrivninger og amortisering. Inkluderingen av avskrivnings- amortiseringskostnader er den eneste forskjellen fra EV/EBIT.

Formelen for EV/EBITDA er gitt ved følgende uttrykk:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{EBITDA}$$

12.1.5 EV/KG

EV/KG er et bransjespesifikt måltall for forholdet mellom markedsverdien til selskapet og årsproduksjonen av laks målt i kilo. Modellen forutsetter imidlertid samme oppnådd laksepris, noe som ikke nødvendigvis gir et helt riktig bilde av realiteten. Det gir allikevel en god indikasjon på forholdet mellom markedsverdi og årsproduksjonen.

Formelen for EV/KG er gitt ved følgende uttrykk:

$$\frac{EV}{KG} = \frac{EV}{EBIT} * \frac{EBIT}{KG}$$

12.2 Multiplikatorestimering og verdiestimat

I beregningen av de ulike verdiestimatene vektet jeg multiplikatorberegningene med hensyn på de respektive driftsinntektene til de ulike selskapene. Deretter benytter jeg gjennomsnittet av den verdivektete multiplikatoren og gjennomsnittlig multiplikator for å beregne verdiestimatet. Dette gjør jeg for å forsøke å redusere effekten av misvisende multipler.

12.2.1 Pris/bok

Pris/bok-forholdet må justeres for å ta høyde for kapitalstrukturen. Først beregnes det ujusterte pris/bok-forholdet før jeg justerer pris/bok-forholdet for hvert selskap for å inkorporere ulike kapitalstrukturer. Dette gjøres under forutsetningen om at verdien på netto finansiell gjeld er lik den balanseførte.

Justeringen for pris/bok-forholdet er gitt ved følgende formel:

$$\frac{VNDK}{NDK} = \frac{\left(\frac{VEK}{EK} + nfgg\right)}{(1 + nfgg)}$$

Deretter beregnes det komparative pris/bok-forholdet for SalMar følgende formel (Knvsflå, 2016):

$$\left(\frac{VEK}{EK}\right)_v = \left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_b + \left(\left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_b - 1\right) * nfgg_v$$

$$nfgg_v = \left(\frac{NFG}{EK}\right)$$

$$VEK = m_k * NDK - NFG$$

PRIS/BOK	13,74 %	52,27 %	25,28 %	8,71 %	Verdivektet snitt	Gjennomsnitt
	SALMAR	MHG	LSG	GSF		
Aksjekurs per 31.12.15	155	119,6	330	31		
Netto driftskapital	7 944 337	29 799 536	11 351 598	3 798 728		
NFG	2 747 340	11 675 700	2 720 031	1 579 472		
Utestående aksjer	112 300	450 086	54 577	111 700		
Bokført egenkapital	5 117 297	18 115 336	7 753 210	2 188 907		
Markedsverdi EK	17 406 500	53 830 244	18 010 531	3 462 700		
Ujustert P/B (VEK/EK)	3,40	2,97	2,32	1,58		
VNDK/NDK	2,563	2,199	1,979	1,338	2,118	2,020
	Verdivektet	Gjennomsnitt				
Justert Pris/Bok SAL	2,719	2,620				
	Verdivektet	Gjennomsnitt				
Verdiestimat P/B	2,719	2,620				
P/B multiplikator	2,719	2,620				
* Balanseført NDK	7 944 337	7 944 337				
- Balanseført NFG	2 747 340	2 747 340				
= Egenkapitalverdi	18 851 435	18 067 803				
/ Antall Aksjer	112 300	112 300				
= Verdiestimat per aksje P/B SAL	168	161				
Gjennomsnittlig verdiestimat P/B	164					

Tabell 12-1 - Pris/bok verdiestimat, SalMar

12.2.2 P/E

Utregningen av pris/fortjeneste-forholdet beregnes på bakgrunn av formelen vist under gjennomgangen av multiplene tidligere i kapittelet:

$$VEK = m_k * NRE$$

Pris /fortjeneste	13,74 %	52,27 %	25,28 %	8,71 %	Verdivektet snitt	Gjennomsnitt
	SALMAR	MHG	LSG	GSF		
VEK	17 406 500	53 830 244	18 010 531	3 462 700		
/ NRE	1 004 584	2 038 367	892 731	-30 105		
= P/E Multiplikator	17,33	26,41	20,17	-	23,32	21,30
	Verdivektet snitt	Gjennomsnitt				
Verdisestimat P/E	23,316	21,303				
P/E Multiplikator	23,316	21,303				
* NRE	1 004 584	1 004 584				
= Egenkapitalverdi	23 422 549	21 401 059				
/ Antall aksjer	112 300	112 300				
= Verdisestimat per aksje P/E	208,57	190,57				
Gjennomsnittlig verdiestimat P/E	199,57					

Tabell 12-2 - Pris/fortjeneste verdiestimat, SalMar

Det er verdt å merke seg er at GSF hadde negativt nettoresultat til egenkapitalen i 2015, men grunnet verdivektingen har de liten påvirkning på estimatet, og derfor endres ikke nettoresultat til egenkapitalen til eksempelvis gjennomsnittlig historisk nettoresultat til egenkapital.

12.2.3 EV/EBIT

Utregningen baserer seg på gjennomgangen av multiplisen tidligere i kapittelet.

$$VEK = m_k * EBIT - NFG$$

EV/EBIT	13,74 % SALMAR	52,27 % MHG	25,28 % LSG	8,71 % GSF	Verdivektet snitt	Gjennomsnitt
= NFG	2 747 340	11 675 700	2 720 031	1 579 472		
+ Markedsverdi EK	17 406 500	53 830 244	18 010 531	3 462 700		
= EV	20 153 840	65 505 944	20 730 562	5 042 172		
/ EBIT	1 095 882	2 315 739	1 031 219	226 211		
= EV/EBIT-multiplikator	18,391	28,287	20,103	22,290	24,336	22,268
Verdiestimat EV/EBIT	Verdivektet	Gjennomsnitt				
Multiplikator	24,336	22,260				
* EBIT	1 095 882	1 095 882				
- NFG	2 747 340	2 747 340				
= Egenkapitalverdi	23 922 416	21 647 266				
/ Antall Aksjer	112 300	112 300				
= Verdiestimat per aksje EV/EBIT SAL	213,02	192,76				
Gjennomsnittlig verdiestimat EV/EBIT	202,89					

Tabell 12-3 - EV/EBIT verdiestimat, SalMar

12.2.4 EV/EBITDA

Utregningen baserer seg på gjennomgangen av multiplisen tidligere i kapittelet.

$$VEK = m_k * EBITDA - NFG$$

EV / EBITDA	13,74 % SALMAR	52,27 % MHG	25,28 % LSG	8,71 % GSF	Verdivektet snitt	Gjennomsnitt
NFG	2 747 340	11 675 700	2 720 031	1 579 472		
+ Markedsverdi EK	17 406 500	53 830 244	18 010 531	3 462 700		
= EV	20 153 840	65 505 944	20 730 562	5 042 172		
/ EBITDA	1 725 300	4 248 600	1 813 868	261 311		
= EV / EBITDA-Multiplikator	11,68	15,42	11,43	19,30	14,23	14,46
Verdiestimat EV/EBITDA	Verdivektet snitt	Gjennomsnitt				
Multiplikator	14,23	14,46				
* EBITDA	1 725 300	1 725 300				
- NFG	2 747 340	2 747 340				
= Egenkapitalverdi	21 810 690	22 193 681				
/ Antall aksjer	112 300	112 300				
= Verdiestimat per aksje EV/EBITDA	194,22	197,63				
Gjennomsnittlig verdiestimat EV/EBITDA	195,92					

Tabell 12-4 - EV/EBITDA verdiestimat, SalMar

12.2.5 EV/KG

Utrengningen baserer seg på gjennomgangen av multippelen tidligere i kapittelet.

EV/KG	13,74 % SALMAR	52,27 % MHG	25,28 % LSG	8,71 % GSF	Verdivektett snitt	Gj.snitt
EBIT	1 095 882	2 315 739	1 031 219	226 211		
/ Slaktet Volum (tonn)	150 000	420 148	157 697	65 398		
= EBIT / KG	7,306	5,512	6,539	3,459	5,839	5,704
EV	20 153 840	65 505 944	20 730 562	5 042 172		
/ Slaktet Volum (tonn)	150 000	420 148	157 697	65 398		
= EV / KG	134,36	155,91	131,46	77,10	139,90	124,71
	SALMAR	Verdivektett	Gjennomsnitt			
EV / KG Multiplikator	134,36	139,90	124,71			
* Slaktet Volum	150 000	150 000	150 000			
= VEK	20 153 840	20 985 710	18 706 069			
/ Antall aksjer	112 300	112 300	112 300			
= Verdiestimat per aksje EV / KG	179,46	186,87	166,57			
Gjennomsnittlig verdiestimat EV / KG	177,64					

Tabell 12-5 - EV/KG verdiestimat, SalMar

12.3 Oppsummering komparativ verdsettelse

I tabellen under har jeg oppsummert de supplerende verdivurderingene, og jeg mener de fungerer som et godt supplement til den fundamentale verdsettelsen som er gjennomført.

Komparativ verdsettelse SalMar	Verdiestimat
Pris/Bok	164,38
Pris/Fortjeneste	199,57
EV/EBIT	202,89
EV/EBITDA	195,92
EV/KG	177,64
Gjennomsnittlig verdiestimat per aksje	188,08

Tabell 12-6 - Oppsummering komparativ verdsettelse, SalMar

13. Oppsummering og handlingsstrategi

Jeg har nå gjennomført en fundamental verdsettelse av SalMar. Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er supplert med en komparativ verdivurdering for å komplementere det opprinnelige verdiestimatet. I det videre vil jeg kort oppsummere noen av de viktigste funnene i utredningen før jeg presenterer min anbefalte handlingsstrategi for SalMar-aksjen.

13.1 Oppsummering

Under den strategiske analysen konkluderte jeg med at oppdrettsbransjen har hatt en eventyrlig vekst siden oppstarten. Det er en lønnsom bransje med høye inngangsbarrierer og kapitalkrav. For å sikre videre vekst er allikevel bransjen avhengig av å innovere for å kunne møte kravene fra myndighetene og sikre en bærekraftig utvikling. Jeg konkluderte med at SalMar har hatt en tidsvektet strategisk fordel i analyseperioden på 20,29%.

I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og tilhørende fremtidskrav videreførte jeg funnene fra den strategiske analysen. Jeg konkluderte med at svingninger i oljeprisen og introduksjonen av havbasert oppdrett vil være viktige drivere for inntektene og dermed veksten i selskapet. Spesielt introduksjonen av havmerden mener jeg vil resultere i at SalMar klarer å videreføre deler av sin historiske strategiske fordel på lang sikt. Konkurransen i markedet fører til at fordelene blir redusert og jeg fant at SalMar har en strategisk fordel på 11,02% på lang sikt.

Det fundamentale verdiestimatet ble utarbeidet i kapittel 11 og det endelige verdiestimatet for SalMar-aksjen, justert for konkurrisiko, er 185,85 kr per aksje. Usikkerheten til verdiestimatet er imidlertid stor og det ble gjennomført en supplerende komparativ verdivurdering. Ved bruk av fem multipler kom jeg frem til et gjennomsnittlig supplerende verdiestimat på 188,08 kr per aksje.

13.2 Handlingsstrategi

Den supplerende komparative verdsettelsen ble gjennomført på bakgrunn av den store usikkerheten som knytter seg til det fundamentale verdiestimatet, noe sensitivitetsanalysen reflekterte. Det komparative verdiestimatet avviker fra den fundamentale og det knytter seg også risiko til dette estimatet. Som nevnt i kapittel 12 er det en forutsetning at selskapene som blir brukt i den komparative verdsettelsen er tilnærmet like med tanke på drift, størrelse, risiko og type finansiering. Selv om de komparative selskapene har svært mange likhetstrekk er de ikke identiske, dette resulterer i en usikkerhet knyttet til verdiestimatet.

På bakgrunn av det ovennevnte velger jeg å vekte det fundamentale verdiestimatet likt med det komparative verdiestimatet. Dette resulterer i et endelig gjennomsnittlig verdiestimat for SalMar-aksjen per 31.12.15 på 186,96 kr per aksje.

For å ta høyde for usikkerheten til verdiestimatet velger jeg å benytte et handlingsrom på $\pm 10\%$. Handlingsrommet indikerer at jeg gir en hold-anbefaling dersom observerbar aksjepris per 31.12.15 for SalMar er i intervallet [168 , 206].

SalMars aksje er per 31.12.15 verdsatt til 155 kr hvilket leder til en kjøps-anbefaling for aksjen.

Jeg mener at det finnes underliggende merverdier i selskapet som markedet ikke har priset inn og per 31.12.15 er egenkapitalen til SalMar underpriset.

14. Referanseliste

- Aarre, E., 2015. *sysla.no*. [Internett]
Available at: http://sysla.no/2015/10/14/havbruk/70-tonn-laks-dode-under-lusebehandling_64236/
[Funnet 2016].
- Akvakulturloven, 2005. *lovdata.no*. [Internett]
Available at: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Andreassen, T. A. & Enge, C., 2015. *Aftenposten.no*. [Internett]
Available at: <http://www.aftenposten.no/verden/Stadig-svakere-norsk-krone--og-verre-kan-det-bli-35420b.html>
[Funnet 2016].
- Anon., 2014. *ilaks.no*. [Internett]
Available at: <http://www.ilaks.no/pionerene-ove-og-sivert-grontvedt/>
- Anon., u.d. *laks.no*. [Internett]
Available at: <http://www.laks.no/informasjon/artikler/en-barekraftig-havbrukshistorie/>
- Barney, J. B. & Hesterly, W. S., 2014. *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases*. 5th Edition red. s.l.:Pearson.
- Berk, J. & DeMarzo, P., 2013. *Corporate Finance - Global edition*. Third edition red. s.l.:Pearson.
- Bernhoft, A.-C. & Fardal, A., 2007. *IFRS og fiskeoppdrett*. [Internett]
Available at: <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>
[Funnet 14 april 2016].
- Dahl, G. A., 2015. *Lederkilden*. [Internett]
Available at: www.lederkilden.no/tema/rentedekningsgrad
[Funnet 15 april 2016].
- Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation*. 3rd Edition red. s.l.:John Wiley and Sons.

-
- DN.no, 2016. *Dagens Næringsliv*. [Internett]
Available at: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/01/29/1359/Oljepris/kutter-ytterligere-i-rets-oljeprisanslag>
[Funnet 2016].
 - Ellefsen, H., 2012. *fiskejuss.no*. [Internett]
Available at: <http://fiskejuss.no/2012/11/nye-laksekonsesjoner-regjeringen-rir-pa-den-gronne-bolge>
[Funnet 2016].
 - Experian, 2015. *experian.no*. [Internett]
Available at: <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>
[Funnet 8 april 2016].
 - Fardal, A., 2008. *magma.no*. [Internett]
Available at: <https://www.magma.no/regnskapsfoering-av-virksomhetssammenslutninger-etter-ifrs>
[Funnet April 2016].
 - Fishpool, 2016. *Fishpool.eu*. [Internett]
Available at: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/forward-closing-prices-history/>
[Funnet 18 mai 2016].
 - Fishpool, 2016. *Fishpool.eu*. [Internett]
Available at: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/>
[Funnet 2016].
 - Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening og Eksportutvalget for Fisk, 2011. *laks.no*. [Internett]
Available at: http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2009/06/eff_fhl_komplett_lowres.pdf
[Funnet januar 2016].

- Fiskeri- og Kystdepartementet, 2013. *regjeringen.no*. [Internett]
Available at: https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/FKD/Vedlegg/Diverse/2013/Kortversjon_Meld.pdf
[Funnet 2016].
- Fiskeridirektoratet, 2014. *fiskeridir.no*. [Internett]
Available at: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
[Funnet 2016].
- Fiskeridirektoratet, 2015. *fiskedir.no*. [Internett]
Available at: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loennsomhetsundersokelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>
[Funnet 2016].
- FN, 2016. *fn.no*. [Internett]
Available at: <http://www.fn.no/Tema/Befolkning/Verdens-befolkning>
[Funnet 2016].
- Foss, T., 2011. *europautredningen.no*. [Internett]
Available at: <http://www.europautredningen.no/wp-content/uploads/2011/04/Rap4-fisk.pdf>
[Funnet 2016].
- Gjesdal, F., 2012. *magma.no*. [Internett]
Available at: <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>
- Gjesdal, F. & Johnsen, T., 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. s.l.:Cappelen akademisk forlag.
- GriegSeafood, 2016. *Årsrapporter 2008-2015*, s.l.: s.n.
- Heggstad, Ø. J., 2016. *nrk.no*. [Internett]
Available at: <https://www.nrk.no/mr/xl/ingen-tar-ansvaret-for-miljokonsekvenser.->

1.12818808

[Funnet 2016].

- Helsedirektoratet, 2016. *helsedirektoratet.no*. [Internett]
Available at: <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ernering/kostrad-fra-helsedirektoratet>
[Funnet 2016].
- Holstad, G., 2016. *adresssa.no*. [Internett]
Available at: <http://www.adressa.no/nyheter/innenriks/2016/02/08/Ny-unders%C3%B8kelse-viser-at-oppdrettslaks-%C3%B8delegger-laksebestandene-12134231.ece>
[Funnet 2016].
- InnovaMar, 2016. *salmar.no*. [Internett]
Available at: <http://salmar.no/Om-SalMar/InnovaMar>
[Funnet 2016].
- Johansen, A. D. & Thonhaugen, M., 2015. *nrk.no*. [Internett]
Available at: <https://www.nrk.no/nordland/frykter-for-omdommet-til-norsk-laks-1.12268615>
[Funnet 2016].
- Johansson, Å. et al., 2012. *oecd.org*. [Internett]
Available at: <https://www.oecd.org/eco/outlook/2060%20policy%20paper%20FINAL.pdf>
- Johnson, G., Whittington, R. & Scholes, K., 2011. *Exploring Strategy*. Ninth edition red. s.l.:Pearson.
- Johnson, G., Whittington, R. & Scholes, K., 2011. *Exploring Strategy*. 9. utgave red. s.l.:Pearson Education Limited.
- Knvsflå, K. H., 2016. *Bus440 - regnskapsanalyse og verdsettelse*. Bergen: Forelesningsnotater, Kursets hjemmeside: <http://course.nhh.no/master/BUS440/>.

- Laks.no, 2016. *Laks.no*. [Internett]
Available at: <http://www.laks.no/lakseproduksjon/>
[Funnet 2016].
- LerøySeafood, 2016. *Årsrapporter 2008-2015*, s.l.: s.n.
- Lusedata, 2016. *lusedata.no*. [Internett]
Available at: <http://lusedata.no/om-lakselus/>
[Funnet 2016].
- Marine Harvest Industry Handbook, ved Kontali Analyse, 2015. *marine-harvest.no*.
[Internett]
Available at: <http://marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2015-salmon-industry-handbook.pdf>
[Funnet 2016].
- MarineHarvest, 2016. *Årsrapporter 2008-2015*, s.l.: s.n.
- Mattilsynet, 2016. *mattilsynet.no*. [Internett]
Available at: http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/
[Funnet 2016].
- McDonald, R. L., 2006. *DerivativesMarkets*. Second edition red. s.l.:Pearson.
- Miljødirektoratet, 2014. *Miljødirektoratet.no*. [Internett]
Available at: <http://www.miljodirektoratet.no/no/Nyheter/Nyheter/2014/Februar-2014/Lakselus-pavirker-villaks-mer-enn-antatt/>
[Funnet 2016].
- Myrset, O., 2015. *sysla.no*. [Internett]
Available at: http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land_39673/
[Funnet 2016].
- Norges Fiskeri- og Kysthistorie, ved Dag Møller. *Norges Fiskeri og Kysthistorie*.
[Internett]
Available at: <http://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/kaldtvannsvibriosefrisk->

fisk/

[Funnet 2016].

- Norges Sjømatråd, 2016. *mynewsdesk.com/no/*. [Internett]
Available at: <https://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/laks-og-oerret-for-50-milliarder-i-2015-1285203>
[Funnet 2016].
- Norges-Bank, 2016. *norges-bank.no*. [Internett]
Available at: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- Norges-Bank, 2016. *norges-bank.no*. [Internett]
Available at: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR/>
[Funnet 2016].
- Norsk Havbrukssenter, 2015. *Havbrukssenter.no*. [Internett]
Available at: <http://www.havbrukssenter.no/index.php/havbruk>
[Funnet 2016].
- Ocean Farming, 2016. *salmar.no*. [Internett]
Available at: http://classic.vitaminw.no/kunde/Salmar09/FilVedlegg/Ocean-Farming_flyer_3sider.pdf
[Funnet 2016].
- OsloBørs, 2016. *Oslobors.no*. [Internett]
Available at: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>
[Funnet 26 Februar 2016].
- Penman, S. H., 2013. *Financial statement analysis and security valuation*. 5th edition
red. s.l.:McGraw-Hill.
- Porter, M., 1980, p. 4. *Competitive Strategy; Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. s.l.:The Free Press.
- PwC The world in 2050, P., 2015. *pwc.com*. [Internett]
Available at: <https://www.pwc.com/gx/en/issues/the-economy/assets/world-in-2050-february-2015.pdf>

- PwC, 2015. *pwc.no*. [Internett]
Available at: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-i-det-norske-markedet-2015.html>
[Funnet Mai 2016].
- Rognes, J. K., 2008. *Forhandlinger*. 3. utgave red. s.l.:Universitetsforlaget.
- S&P, 2016. *standardandpoors.com*. [Internett]
Available at: www.standardandpoors.com
[Funnet 2016].
- SalMar ASA, 2015. *SalMar.no*. [Internett]
Available at: <http://www.salmar.no/Presse/Pressemeldinger/Intern/25564>
[Funnet 2016].
- SalMar, 2016. *Kvartalsrapport Q1 - 2016*, s.l.: SalMar.
- SalMar, 2016. *Salmar.no*. [Internett]
Available at: <http://salmar.no/Om-SalMar/Historie>
[Funnet 2016].
- SalMar, 2016. *Salmar.no*. [Internett]
Available at: <http://salmar.no/Investor/Aksjeinformasjon>
[Funnet 2016].
- SalMarASA, 2016. *Årsrapporter 2008-2015*, s.l.: s.n.
- Schølberg, O., 2009. *magma.no*. [Internett]
Available at: www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis
[Funnet 16 mars 2016].
- Skatteloven-§2-38, 2016. *lovdata.no*. [Internett]
Available at: https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL_3-4#KAPITTEL_3-4
[Funnet 2016].
- Stensaker, I., 2011. *SOLO40 - Forelesningsnotater Strategisk Ledelse*. Bergen: NHH.

-
- Stortinget, 2014. *regjeringen.no*. [Internett]
Available at: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/?ch=6>

 - Strand, M. & Mogen, T., 2014. *dagbladet.no*. [Internett]
Available at: http://www.dagbladet.no/2014/08/07/nyheter/varehandel/politikk/okonomisk_politik_k/russland/34669460/
[Funnet 2016].

 - Svåsand, T., 2015. *imr.no*. [Internett]
Available at: http://www.imr.no/filarkiv/2015/03/akvakultur-muligheter_og_begrensninger.pdf/nb-no
[Funnet 2016].

 - Thonhaugen, M., 2016. *nrk.no*. [Internett]
Available at: <https://www.nrk.no/nordland/xl/disse-prosjektene-kan-revolusjonere-oppdrettsnaeringa-1.12753301>
[Funnet 2016].

14.1 Figuroversikt

Figur 1 - Global vekst i slaktevolum 1995-2015. Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 17, ved Kontali Analyse, 2015).....	13
Figur 2 - Produksjon og etterspørsel i verden. Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 20, ved Kontali Analyse, 2015).....	14
Figur 3 - Global historisk prisutvikling for laks, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 24, ved Kontali Analyse, 2015).....	16
Figur 4 - Oversikt over markedsandeler i det norske fôrmarkedet, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 43, ved Kontali Analyse, 2015).....	17
Figur 5 - Porters fem krefter – analyse av bransjeforhold, kilde: (Porter, 1980, p. 4).....	24
Figur 6 - Prisutviklingen på substitutter, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 16, ved Kontali Analyse, 2015).....	26
Figur 7 - Euro-utviklingen 2000-2015, kilde: (Norges-Bank, 2016)	33

Figur 8 - Rammeverk for regnskapsanalyse, Kilde (Knvsflå, 2016)	42
Figur 9 - Rammeverk for regnskapsanalyse, Kilde (Knvsflå, 2016)	43
Figur 10 - Likviditetsgrad 1	63
Figur 11 - Likviditetsgrad 2	64
Figur 12 - Rentedekningsgraden	65
Figur 13 - Egenkapitalprosent	66
Figur 14 - Netto driftsrentabilitet	68
Figur 15 - Hierarkisk oversikt over strategisk fordel, SalMar	94
Figur 16- Driftsinntektsvekst, SalMar 2016-2027	99
Figur 17 - Netto driftseiendeler, SalMar 2016-2027	100
Figur 18 - Konvergeringsprosessen stegvis	122
Figur 19 - Utvikling ssk og ndk fra steg 0 til 1, SalMar	123
Figur 20 - Monte carlo simulering av verdierestimat per aksje, SalMar.....	126
Figur 21 - Tornadoanalyse verdierestimat per aksje, SalMar	130
Figur 22 - Oversikt over forkortelser brukt i utredningen.....	156

14.2 Tabelloversikt

Tabell 2-1 - Gjennomsnittskostnad per kilo produsert fisk, Kilde: (Fiskeridirektoratet, 2015)	17
Tabell 4-1 - Top 10 produsenter i de 4 største produserende landene, Kilde: (Marine Harvest Industry Handbook p. 27, ved Kontali Analyse, 2015).....	30
Tabell 5-1 - Resultatregnskap, SalMar (SalMarASA, 2016)	46
Tabell 5-2 - Balanseoppstilling SalMar 2010-2015. Kilde: (2015, SalMar).....	47
Tabell 5-3 - Endring egenkapital SalMar 2010-2015. Kilde: (SalMarASA, 2016)	48
Tabell 5-4 - Fullstendig nettoresultat (FNR).....	49
Tabell 5-5 - Unormalt netto finansresultat	52
Tabell 5-6 - Unormalt netto driftsresultat	52
Tabell 5-7 - Skattesatser og fordeling av skattekostnad.....	52
Tabell 5-8 – Omgruppert resultatregnskap.....	53
Tabell 5-9 - Egenkapitaloppstilling.....	53
Tabell 5-10 – Totalbalanse, SalMar	55
Tabell 5-11- Sysselsatt kapital, SalMar.....	55

Tabell 5-12 - Netto driftskapital, SalMar	56
Tabell 5-13 - Omgruppert resultatregnskap, bransje.....	56
Tabell 5-14 – Netto driftskapital, bransje.....	57
Tabell 5-15 - Egenkapitaloppstilling, bransje	57
Tabell 5-16 - Omgruppert kontantstrøm, SalMar.....	58
Tabell 5-17 - Justert og omgruppert resultatregnskap, SalMar	59
Tabell 5-18 - Justert netto driftskapital, SalMar.....	60
Tabell 5-19 - Egenkapitaloppstilling etter justering, SalMar	60
Tabell 5-20 - Tidsvekting for analyse	61
Tabell 6-1- Finansieringsmatrise, SalMar og bransje	67
Tabell 6-2 - Ratingklasser fra S&P	69
Tabell 6-3 - Syntetisk rating, SalMar og bransje.....	70
Tabell 7-1 - Risikofri rente Statistikk hentet fra (OsloBørs, 2016).....	73
Tabell 7-2 - Markedets risikopremie, kilde: (Knvsflå, 2016).....	73
Tabell 7-3 - Lineær regresjon, egenkapitalbeta SalMar	74
Tabell 7-4 - Egenkapitalkrav før årlig justert egenkapitalbeta, SalMar	75
Tabell 7-5 - (Implisitt) Finansiell gjeldsbeta.....	76
Tabell 7-6 – Fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta.....	77
Tabell 7-7 - Netto finansiell gjeldsbeta	77
Tabell 7-8 - Finansielt gjeldskrav (fgk).....	77
Tabell 7-9 - Finansielt eiendelskrav (fek)	78
Tabell 7-10 - Netto finansielt gjeldskrav (nfgk).....	78
Tabell 7-11 - Netto driftsbeta for analyseperioden	79
Tabell 7-12 - Egenkapitalbeta, egenkapitalkrav (ekk) og minoritetskrav (mik)	79
Tabell 7-13 - Netto driftskrav (ndk)	80
Tabell 7-14 - Sysselsatt kapitalkrav (ssk).....	80
Tabell 8-1 - Superrentabilitet, SalMar.....	83
Tabell 8-2 - Bransjefordel drift, SalMar.....	84
Tabell 8-3 - Ressursfordel drift, SalMar	85
Tabell 8-4 – Marginfordel, SalMar	85
Tabell 8-5 - Omløps(u)fordel, SalMar	85
Tabell 8-6 - Common-size resultatregnskap, SalMar.....	86
Tabell 8-7 - Enhetsanalyse	88
Tabell 8-8 - Gearingfordel drift, SalMar	89

Tabell 8-9 - Samlet driftsfordel, SalMar	89
Tabell 8-10 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, SalMar	91
Tabell 8-11 - Dekomponering av FFNFG, SalMar	91
Tabell 8-12 - Finansieringsfordel minoritet, SalMar	92
Tabell 8-13 - Strategisk fordel, SalMar	93
Tabell 9-1 - Historiske drivere, SalMar	96
Tabell 9-2 - Netto driftsresultat og netto driftsmargin, SalMar 2016-2027	101
Tabell 9-3 - Fremtidsregnskap, SalMar 2016-2027	104
Tabell 9-4 - Fremtidsbalanse, SalMar 2016-2027	104
Tabell 9-5 - Fremtidig fri kontantstrøm, SalMar 2016-2027	105
Tabell 10-1 - Finansiell gjeldsbeta og finansielt gjeldskrav, SalMar 2016-2027	108
Tabell 10-2 - Fordringsbeta, finansiell eiendelsbeta og finansielt eiendelskrav, SalMar 2016-2027	109
Tabell 10-3 - Netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsbeta SalMar 2016-2027	110
Tabell 10-4 - Egenkapitalbeta, SalMar 2016-2027	111
Tabell 10-5 - Egenkapitalkrav for major- og minoritetsinteressene, SalMar 2016-2027	112
Tabell 10-6 - Sysselsatt kapitalkrav, SalMar 2016-2027	112
Tabell 10-7 - Netto driftskapitalkrav, SalMar 2016-2027	113
Tabell 10-8 - Strategisk fordel, SalMar 2016-2027	114
Tabell 10-9 - Superrentabilitet, SalMar 2016-2027	115
Tabell 11-1 - Første verdiestimat egenkapitalmetoden, SalMar	119
Tabell 11-2 - Første verdiestimat sysselsatt kapitalmetoden, SalMar	119
Tabell 11-3 - Først verdiestimat netto driftskapitalmetoden, SalMar	120
Tabell 11-4 - Første estimat minoritetsinteresser, SalMar	120
Tabell 11-5 - Oppsummering første verdiestimat, SalMar	121
Tabell 11-6 - Konvergering mot felles verdiestimat, SalMar	121
Tabell 11-7- Implisitte multipler, SalMar og de komparative selskapene	123
Tabell 11-8 - Kritiske faktorer simuleringsanalyse, SalMar	125
Tabell 11-9 - Statistikk monte carlo simulering	126
Tabell 11-10 - Forklaring variasjon i verdiestimat, SalMar	127
Tabell 11-11 - Kritiske faktorer sensitivitetsanalyse, SalMar	128
Tabell 12-1 - Pris/bok verdiestimat, SalMar	135
Tabell 12-2 - Pris/fortjeneste verdiestimat, SalMar	135
Tabell 12-3 - EV/EBIT verdiestimat, SalMar	136

Tabell 12-4 - EV/EBITDA verdiestimat, SalMar	136
Tabell 12-5 - EV/KG verdiestimat, SalMar	137
Tabell 12-6 - Oppsummering komparativ verdsettelse, SalMar	137
Tabell 15-1 - Justert og omgruppert resultatregnskap, Bransje.....	152
Tabell 15-2 - Justert og omgruppert balanseoppstilling, Bransje.....	153
Tabell 15-3 - Utvikling krav Steg 0 til Steg 1 i konvergeringsprosessen, SalMar.....	154

15. Vedlegg

Justering i Regnskapet	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoreultat til egenkapitalen	3 698 231	2 640 274	277 346	3 173 585	3 901 708	2 898 436
+ Pre justert unormalt netto driftsresultat	1 256 412	-1 662 407	-57 692	2 823 676	440 160	919 299
- Økning i merverdi biologiske eiendeler	1 120 908	-4 122 814	3 267 944	2 083 282	-3 788 230	1 273 968
+ Skatteeffekt (nøds) 30,48%	333 123	-1 225 261	971 202	619 131	-1 125 826	378 611
+ Unormalt netto finansresultat	333 079	365 098	41 108	-614 398	-1 288 245	-400 367
= Fullstendig nettoreultat til EK	4 499 937	4 240 518	-2 035 980	3 918 711	5 716 028	2 522 011
Omgruppert og justert resultatregnskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	26 625 522	27 373 533	26 644 770	32 389 156	42 275 824	46010995
Vareforbruk	14 335 392	15 154 457	17 311 133	17 748 911	23 974 016	27409740
- Lønn og andre personalkostnader	3 218 754	3 383 971	3 726 575	4 070 987	4 951 308	5645956
- Andre driftskostnader	2 738 343	3 524 892	3 659 858	4 335 604	5 809 152	6631520
- Avskrivninger	992 198	1 078 805	1 130 313	1 205 712	1 476 997	1853290
= DR fra egen virksomhet	5 340 835	4 231 408	816 891	5 027 942	6 064 351	4470489
- Driftsrelatert skattekostnad	1 587 245	1 257 534	242 772	1 494 256	1 802 267	1328587
= Netto DR fra egen virksomhet	3 753 590	2 973 874	574 119	3 533 686	4 262 084	3141902
+ Netto resultat fra driftstilknyttet virksomhet	336 343	50 110	124 962	421 877	244 304	274218
= Netto driftsresultat	4 089 933	3 023 984	699 081	3 955 563	4 506 388	3416120
+ Netto finansinntekter	15 055	36 313	29 668	16 922	17 225	46577
= Nettoreultat til Sysselsatt kapital	4 104 988	3 060 297	728 749	3 972 485	4 523 613	3462697
- Netto Finanskostnader	369 609	418 855	441 076	618 214	555 247	486291
- Netto minoritetsresultat	37 148	1 168	10 327	180 686	66 657	77970
= Nettoreultat til EK	3 698 231	2 640 274	277 346	3 173 585	3 901 708	2898436
+ Unormalt netto driftsresultat	468 627	1 235 146	-2 354 435	1 359 525	3 102 565	23942
+ Unormalt netto finansresultat	333 079	365 098	41 108	-614 398	-1 288 245	-400367
= Fullstendig nettoreultat til EK	4 499 937	4 240 518	-2 035 980	3 918 711	5 716 028	2522011
+ Netto utbetalt utbytte	-2 431 316	-3 551 696	467 458	1 231 990	-3 929 274	672 466
= Endring i EK	2 068 621	688 822	-1 568 522	5 150 701	1 786 754	3194477
Utbytte	2 549 021	3 561 218	382 042	1 225 342	3 951 574	3002734
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital 01.01	16 736 608	18 805 229	19 494 051	17 925 529	23 076 230	24 862 984
+ Fullstendig nettoreultat til EK	4 499 937	4 240 518	-2 035 980	3 918 711	5 716 028	2 522 011
- Netto utbetalt utbytte	-2 431 316	-3 551 696	467 458	1 231 990	-3 929 274	672 466
= Egenkapital 31.12 Regnet	18 805 229	19 494 051	17 925 529	23 076 230	24 862 984	28 057 461

Tabell 15-1 - Justert og omgruppert resultatregnskap, Bransje

Justering i Balansen		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<i>Verdijustering av biologiske eiendeler</i>		1597867	-2524947	742997	2826279	-961951	312017
Pre Justert Netto driftseiendeler		28 507 368	27 765 753	27 638 144	37 037 076	39 986 829	45 169 151
- Tilbakeføring av merverdi		1597867	-2524947	742997	2826279	-961951	312017
+ Skatteeffekt (ndss) 29,90 %		474871	-750390	220812	839943	-285883	92728
= Justerte Netto driftseiendeler		27 384 372	29 540 310	27 115 959	35 050 740	40 662 897	44 949 862
<i>Egenkapital</i>		19 928 215	17 719 485	18 447 705	25 062 557	24 186 908	28 276 742
- Tilbakeføring av netto merverdi		1122996	-1774557	522185	1986336	-676068	219289
= Justert Egenkapital		18 805 219	19 494 042	17 925 520	23 076 221	24 862 976	28 057 453
+ Ikke-kontrollerende eierinteresser		619 064	610 731	718 381	821 547	852 639	917 206
+ Netto Finansiell gjeld		7 960 089	9 435 537	8 472 058	11 152 972	14 947 282	15 975 203
= Justert Netto Driftskapital		27 384 372	29 540 310	27 115 959	35 050 740	40 662 897	44 949 862
Justert Netto Driftsbalanse		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	16 082 725	17 179 779	16 983 889	20 405 290	22 967 765	25 321 110
DAK	+ Driftsrelatert arbeidskapital	11 301 647	12 360 531	10 132 070	14 645 450	17 695 132	19 628 752
NDE	= Netto driftseiendeler	27 384 372	29 540 310	27 115 959	35 050 740	40 662 897	44 949 862
EK	Egenkapital	18 805 219	19 494 042	17 925 520	23 076 221	24 862 976	28 057 453
MI	+ Ikke-kontrollerende eierinteresser	619 064	610 731	718 381	821 547	852 639	917 206
NFG	+ Netto finansiell gjeld	7 960 089	9 435 537	8 472 058	11 152 972	14 947 282	15 975 203
NDK	= Netto driftskapital	27 384 372	29 540 310	27 115 959	35 050 740	40 662 897	44 949 862
Sysselsatt kapital balanse		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
NDE	= Netto driftseiendeler	27 384 372	29 540 310	27 115 959	35 050 740	40 662 897	44 949 862
FE	+ Finansielle eiendeler	1 983 505	2 181 293	2 768 886	2 877 118	3 191 485	2 374 126
SSe	= Sysselsatte eiendeler	29 367 877	31 721 603	29 884 845	37 927 858	43 854 382	47 323 988
EK	Egenkapital	18 805 219	19 494 042	17 925 520	23 076 221	24 862 976	28 057 453
MI	+ Ikke-kontrollerende eierinteresser	619 064	610 731	718 381	821 547	852 639	917 206
FG	+ Finansiell gjeld	9 943 594	11 616 830	11 240 944	14 030 090	18 138 767	18 349 329
SSK	= Sysselsatt kapital	29 367 877	31 721 603	29 884 845	37 927 858	43 854 382	47 323 988
Driftsrelaterte anleggsmidler		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	20 123 227	21 111 443	21 193 584	25 818 449	28 637 657	31 227 687
LDG	- Langsiktig driftsrelatert gjeld	4 040 502	3 931 664	4 209 695	5 413 159	5 669 892	5 906 577
NAM	= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	16 082 725	17 179 779	16 983 889	20 405 290	22 967 765	25 321 110
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	15 708 895	16 911 008	14 677 443	21 540 421	26 031 590	28 387 061
KDG	- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	4 407 248	4 550 477	4 545 373	6 894 971	8 336 458	8 758 309
DAK	= Driftsrelatert arbeidskapital	11 301 647	12 360 531	10 132 070	14 645 450	17 695 132	19 628 752
Totalbalansen		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	20 123 227	21 111 443	21 193 584	25 818 449	28 637 657	31 227 687
DOM	+ Driftsrelaterte omløpsmidler	15 708 895	16 911 008	14 677 443	21 540 421	26 031 590	28 387 061
DE	= Driftseiendeler	35 832 122	38 022 451	35 871 027	47 358 870	54 669 247	59 614 748
FAM	Finansielle anleggsmidler	26 146	50 280	92 818	1 074 845	41 366	17 400
FOM	+ Finansielle omløpsmidler	1 957 359	2 131 013	2 676 068	1 802 273	3 150 119	2 356 726
FE	= Finansielle eiendeler	1 983 505	2 181 293	2 768 886	2 877 118	3 191 485	2 374 126
TE	= Totale Eiendeler	37 815 627	40 203 744	38 639 913	50 235 988	57 860 732	61 988 874
EK	Egenkapital	18 805 219	19 494 042	17 925 520	23 076 221	24 862 976	28 057 453
MI	Ikke-kontrollerende eierinteresser	619 064	610 731	718 381	821 547	852 639	917 206
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	4 040 502	3 931 664	4 209 695	5 413 159	5 669 892	5 906 577
KDG	+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	4 407 248	4 550 477	4 545 373	6 894 971	8 336 458	8 758 309
DG	= Driftsrelatert gjeld	8 447 750	8 482 141	8 755 068	12 308 130	14 006 350	14 664 886
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	8 740 773	9 918 870	9 341 715	12 124 756	17 121 596	16 719 755
KFG	+ Kortsiktig finansiell gjeld	1 202 821	1 697 960	1 899 229	1 905 334	1 017 171	1 629 574
FG	= Finansiell gjeld	9 943 594	11 616 830	11 240 944	14 030 090	18 138 767	18 349 329
TK	= Totalkapital	37 815 627	40 203 744	38 639 913	50 235 988	57 860 732	61 988 874

Tabell 15-2 - Justert og omgruppert balanseoppstilling, Bransje

Utvikling Krav og diskonteringsfaktor												T	T+1	T+2	
Krav og Diskonteringsfaktor Steg 1												2027	2028	2029	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026				
Varig vekst														0,045	0,045
Egenkapitalkrav	0,066	0,067	0,069	0,071	0,073	0,075	0,077	0,080	0,082	0,084	0,086	0,088	0,088	0,088	0,088
1+ekk	1,066	1,067	1,069	1,071	1,073	1,075	1,077	1,080	1,082	1,084	1,086	1,088	1,088	1,088	1,088
Diskonteringsfaktor	1,066	1,138	1,217	1,304	1,399	1,505	1,621	1,750	1,893	2,051	2,227	2,423	2,636	2,867	
Sysselsatt kapitalkrav	0,062	0,064	0,066	0,068	0,070	0,071	0,073	0,075	0,077	0,079	0,081	0,083	0,083	0,083	0,083
1+ssk	1,062	1,064	1,066	1,068	1,070	1,071	1,073	1,075	1,077	1,079	1,081	1,083	1,083	1,083	1,083
Diskonteringsfaktor	1,062	1,130	1,204	1,285	1,374	1,473	1,581	1,700	1,831	1,976	2,136	2,313	2,505	2,713	
Netto driftskapitalkrav	0,063	0,065	0,067	0,069	0,070	0,072	0,074	0,076	0,078	0,080	0,082	0,084	0,084	0,084	0,084
1+ndk	1,063	1,065	1,067	1,069	1,070	1,072	1,074	1,076	1,078	1,080	1,082	1,084	1,084	1,084	1,084
Diskonteringsfaktor	1,063	1,131	1,207	1,289	1,380	1,480	1,590	1,712	1,845	1,993	2,157	2,339	2,535	2,748	
Minoritetskrav	0,076	0,078	0,080	0,082	0,083	0,086	0,088	0,090	0,092	0,094	0,096	0,098	0,098	0,098	0,098
1+ekk	1,076	1,078	1,080	1,082	1,083	1,086	1,088	1,090	1,092	1,094	1,096	1,098	1,098	1,098	1,098
Diskonteringsfaktor	1,076	1,160	1,252	1,355	1,468	1,593	1,733	1,888	2,062	2,256	2,472	2,715	2,981	3,274	
Krav og Diskonteringsfaktor Steg 0												T	T+1	T+2	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Varig vekst														0,045	0,045
Egenkapitalkrav	0,063	0,063	0,065	0,067	0,069	0,071	0,073	0,075	0,077	0,079	0,081	0,084	0,084	0,084	0,084
1+ekk	1,063	1,063	1,065	1,067	1,069	1,071	1,073	1,075	1,077	1,079	1,081	1,084	1,084	1,084	1,084
Diskonteringsfaktor	1,063	1,130	1,203	1,284	1,372	1,470	1,577	1,696	1,827	1,972	2,132	2,310	2,504	2,713	
Sysselsatt kapitalkrav	0,049	0,050	0,052	0,054	0,056	0,058	0,060	0,061	0,063	0,065	0,067	0,069	0,069	0,069	0,069
1+ssk	1,049	1,050	1,052	1,054	1,056	1,058	1,060	1,061	1,063	1,065	1,067	1,069	1,069	1,069	1,069
Diskonteringsfaktor	1,049	1,102	1,159	1,221	1,289	1,363	1,445	1,533	1,630	1,737	1,853	1,982	2,118	2,265	
Netto driftskapitalkrav	0,050	0,053	0,055	0,057	0,059	0,060	0,062	0,064	0,066	0,068	0,070	0,072	0,072	0,072	0,072
1+ndk	1,050	1,053	1,055	1,057	1,059	1,060	1,062	1,064	1,066	1,068	1,070	1,072	1,072	1,072	1,072
Diskonteringsfaktor	1,050	1,106	1,167	1,233	1,305	1,384	1,470	1,565	1,668	1,781	1,906	2,043	2,189	2,346	
Minoritetskrav	0,074	0,073	0,075	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,088	0,090	0,092	0,094	0,094	0,094	0,094
1+ekk	1,074	1,073	1,075	1,077	1,079	1,081	1,083	1,085	1,088	1,090	1,092	1,094	1,094	1,094	1,094
Diskonteringsfaktor	1,074	1,152	1,238	1,334	1,440	1,556	1,686	1,830	1,990	2,169	2,368	2,590	2,833	3,099	
Finansielt eiendelskrav	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,032	0,034	0,037	0,037	0,037	0,037
Finansielt gjeldskrav	0,025	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033	0,035	0,037	0,039	0,040	0,042	0,044	0,044	0,044	0,044

Tabell 15-3 - Utvikling krav Steg 0 til Steg 1 i konvergeringsprosessen, SalMar

16. Oversikt over forkortelser

adk	Andre driftskostnader	FF	Finansieringsfordel
afr	Annet fullstendig resultat	FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
AK	Andre driftskostnader	FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
AM	Anleggsmidler	FFMI	Finansieringsfordel minoritetsinteresser
AM	Anleggsmidler	FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
AV	Avskrivninger	FG	Finansiell gjeld
BFD	Bransjefordel drift	fgd	Finansiell gjeldsdel
CAGR	Compound annual growth rate	fgg	Finansiell gjeldsgrad
CAPM	Kapitalverdimodellen	fgk	Finansielt gjeldskrav
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	fgr	Finansiell gjeldsrentabilitet
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	FI	Finansinntekt
DE	Driftseiendeler	FK	Finanskostnad
DF	Driftsfordel	FKD	Fri kontantstrøm fra drift
DG	Driftsrelatert gjeld	FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital
DI	Driftsinntekter	FKFI	Fri kontantstrøm til finansielle investeringer
div	Driftsinntektsvekst	FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	FNR	Fullstendig nettoresultat til egenkapital
DR	Driftsresultat	FOM	Finansielle omløpsmidler
DSK	Driftsrelatert skattekostnad	FOR	Fordringer
DSP	Dirty Surplus	FoU	Forskning og utvikling
EBIT	Earnings before interest and taxes	FUT	Foreslått utbytte fra nettoresultat
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	GFD	Gearingfordel drift
EK	Egenkapital	HOG	Head on gutted
ekk	Egenkapitalkrav	IB	Inngående balanse
ekp	Egenkapitalprosent	IFRS	International Financial Reporting Standard
ekr	Egenkapitalrentabilitet	INV	Investeringer
EV	Selskapsverdi	KFG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
FAM	Finansielle anleggsmidler	KFG	Kortsiktig finansiell gjeld
FE	Finansielle eiendeler	KFI	Kontantstrøm til finansielle investeringer
FE	Finansielle eiendeler	KG	Kilo
fed	Finansiell eiendelsdel	KG	Kortsiktig gjeld
FEIB	Inngående finansielle eiendeler	KON	Konter
fek	Finansielt eiendelskrav	krp	Kredittrisikopremie
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet	LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
FEUB	Utgående finansielle eiendeler	LFG	Langsiktig finansiell gjeld

LG	Langsiktig gjeld	OCI	Other comprehensive income
LG 1	Likviditetsgrad 1	OF	Omløpsfordel
LG 2	Likviditetsgrad 2	OM	Omløpsmidler
LK	Lønn- og personalkostnader	onde	Omløpet til netto driftseiendeler
LK	Lønnskostnad	P/B	Pris/Bok
MF	Marginfordel	P/E	Pris/Fortjeneste
MI	Ikke-kontrollerende minoritetsinteresser	PESTEL	Political, Economic, Social, Technological, Environmental and Legal
MI	Minoritet	rdg	Rentedekningsgrad
mid	Minoritetsdel	rf	Risikofri rente
mik	Minoritetskrav	RFD	Ressursfordel drift
mir	Minoritetsrentabilitet	SF	Strategisk fordel/superrentabilitet
MM	Miller & Modigliani	SSE	Sysselsatte eiendeler
MRD	Markedsrisikodelen	SSK	Sysselsatt kapital
mrp	Markedets risikopremie	ssk	sysselsatt kapitalkrav
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	T	Budsjettthorisont - 2027
NBU	Nettu utbetalt utbytte	TE	Totale eiendeler
NDE	Netto driftseiendeler	TK	Totalkapital
NDK	Netto driftskapital	UB	Utgående balanse
ndk	Netto driftskrav	UNDR	Unormalt netto driftsresultat
ndm	Netto driftsmargin	UNFI	Unormale netto finansinntekter
NDR	Netto driftsresultat	UNFR	Unormalt netto finansresultat
ndr	Netto driftsrentabilitet	UNMR	Unormalt netto minoritetsresultat
NFG	Netto finansiell gjeld	VAP	Value added processing
nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad	VEK	Verdien til egenkapital
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav	VK	Varekostnad
nfg	Netto finansiell gjeldsrentabilitet	VMI	Verdien til minoritetsinteresser
NFI	Netto finansinntekter	VNDK	Verdien til netto driftskapital
NFK	Netto finanskostnader	VNFG	Verdien til netto finansiell gjeld
NKED	Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	VRIO	Value, Rarity, Imitation, Organization
NMR	Netto minoritetsresultat	VSSK	Verdien til sysselsatt kapital
NRD	Netto driftsresultat fra egen virksomhet	WACC	Vektet gjennomsnittlig kapital
NRE	Netto resultat til egenkapital	ÅRE	Årsresultat
NRS	Netto resultat til sysselsatt kapital	ΔEK	Endring egenkapital
NRT	Netto resultat fra driftstilknyttet virksomhet	τ	Utbytteskatt

Figur 22 - Oversikt over forkortelser brukt i utredningen